

Boletín de Estabilidad Financiera

Segundo Semestre 2007

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



BOLETÍN DE ESTABILIDAD FINANCIERA

Banco Central
de la República Argentina

Segundo Semestre de 2007

Edición n°8

Banco Central de la República Argentina

Septiembre de 2007
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

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

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

Para comentarios, consultas o suscripción a la versión electrónica:

analisis.financiero@bcra.gov.ar



Prefacio

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

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

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

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

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

*La fecha de la próxima publicación del **BEF**, con cierre estadístico a diciembre de 2007, será el 31 de marzo de 2008 a través de Internet .*

Buenos Aires, 27 de septiembre de 2007

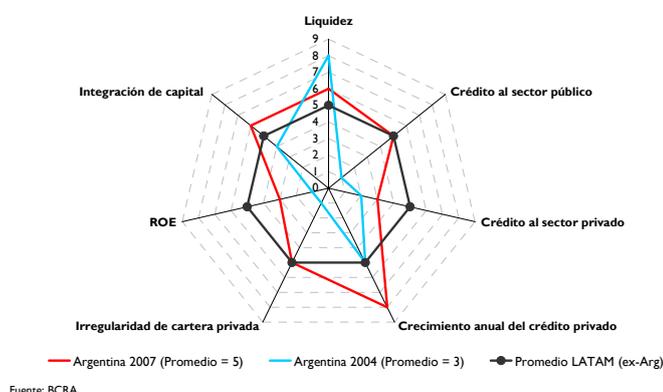
Contenido

Visión Institucional	7
I. Contexto Internacional	13
I.1. Mercados financieros internacionales	14
I.2. Sistemas bancarios de Latinoamérica	19
II. Contexto Local	21
II.1 Coyuntura nacional	22
II.2 Deudores del sistema financiero	24
III. Mercado de Capitales.....	33
III.1. Renta fija del sector público	34
III.2. Renta fija del sector privado	37
III.3. Renta variable	39
III.4. Derivados.....	40
IV. Intermediarios Financieros.....	41
IV.1. Inversores institucionales	42
IV.2. Entidades financieras.....	43
V. Administración de Riesgos	49
V.1. Riesgo de liquidez.....	50
V.2. Riesgo de crédito	54
V.3. Riesgo de moneda.....	62
V.4. Riesgo de tasa de interés.....	64
V.5. Riesgo de mercado.....	65
VI. Solvencia.....	67
VI.1. Rentabilidad.....	68
VI.2. Posición de capital.....	71
VII. Sistema de Pagos	75
VII.1. El Sistema Nacional de Pagos.....	76
VII.2. Modernización del sistema de pagos.....	78
Balance de Riesgos	81
Anexo Estadístico	83
Glosario de Abreviaturas y Siglas	87
Índice de Gráficos y Tablas.....	89
Apartado 1: La Problemática del Sector Viviendas en EEUU y su Impacto sobre los Mercados Financieros.....	16
Apartado 2: La Importancia del Uso de Técnicas de <i>Stress-Test</i> en la Administración de Riesgos de las Entidades Financieras	51
Apartado 3: Desarrollo del Crédito a Familias en América Latina	60
Apartado 4: Condiciones de Estabilidad Financiera Local en un Marco de Mayor Volatilidad Internacional	72

VISIÓN INSTITUCIONAL

Durante 2007 continúa observándose la eficacia de las políticas del Banco Central dirigidas a promover las condiciones de estabilidad monetaria y financiera. En particular, la profundización de la operatoria de intermediación financiera con el sector privado y la consolidación del proceso de normalización de los balances de la banca, muestran la efectividad de la política financiera diseñada por el BCRA. En este período, el sistema financiero local comienza ya a ubicarse en línea con los principales sistemas financieros de la región latinoamericana. En la primera parte de 2007, se acentuó la canalización de sus recursos hacia el sector privado, reduciendo su exposición al sector público. Asimismo y en un marco de riesgos acotados, se logró una ampliación en la madurez de las operaciones y un mayor acceso al financiamiento. La tendencia positiva de los depósitos y el uso del mercado de capitales como fuente de fondos respaldan el ritmo de crecimiento del crédito al sector privado. Estos desarrollos contribuyen a fortalecer las fuentes de ingresos recurrentes del sistema financiero que, sumado a los aportes de capital, impulsan la consolidación de los niveles de solvencia, ubicando a la banca en una buena posición relativa para actuar como factor amortiguador frente al actual contexto de *stress* financiero internacional.

Gráfico 1
Sistema Financiero Argentino en Línea con la Región
Argentina respecto al promedio de LATAM



Desde el BCRA se crearon incentivos para normalizar el activo del sistema financiero. La reducción en la exposición de la banca al sector público, el incremento del financiamiento al sector privado (evitando descalces de moneda) y la constitución de activos líquidos prudenciales fueron los principales focos de la política del BCRA. En particular, para estimular la menor exposición al sector público se establecieron: límites máximos en base al capital de los bancos y del nivel de jurisdicción, un máximo global de 40% del total de activos desde enero de 2006 y de 35% desde julio de 2007 y la eliminación del sesgo en la exigencia de capitales mínimos.

Por otro lado, para promover la cantidad, el acceso y el mayor plazo de las operaciones de préstamos al sector privado el BCRA determinó: pautas de evaluación de deudores que ponderan más la capacidad de pago futura que el desempeño pasado, la eliminación de los aforos para el descuento de documentos, la flexibilización de la exigencia de capital para préstamos hipotecarios de menor monto, la inclusión en la evaluación de los deudores de documentación específica para sustituir la demostración de ingresos, el reconocimiento del uso de herramientas de *screening* y modelos de *credit scoring* y el relanzamiento del Manual de Originación, favoreciendo la homogeneización de los préstamos hipotecarios para su posterior securitización. Además se enfatizó en la necesidad de mejorar los niveles de transparencia: mayor publicidad y claridad de información de los costos financieros totales de los productos, la habilitación del Portal del Cliente Bancario en el marco del Régimen de Transparencia del BCRA y los avances en el proyecto de creación de una Central de Balances de las empresas.

Durante el primer semestre de 2007 la banca redujo su exposición al sector público en 4,6 p.p., ubicándose en un nivel de 17% del activo total. La venta de activos del sector público y

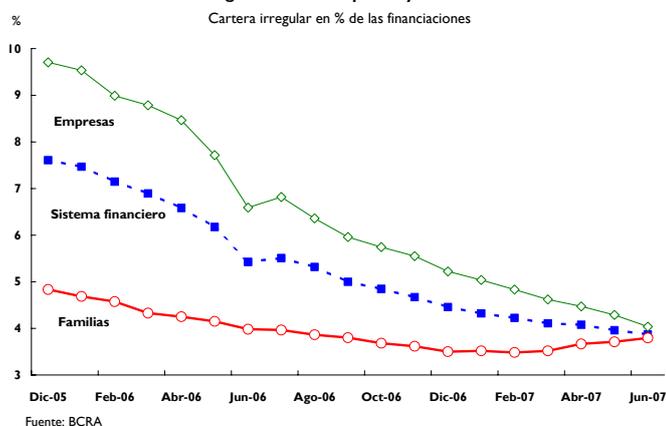
la amortización programada de la deuda siguen constituyendo los principales mecanismos que disminuyen la exposición del sistema financiero al sector público. En esta línea, debe remarcar la importancia de este proceso, el cual permitirá continuar con el sendero de expansión del crédito al sector privado y consolidar la solidez de la banca (por ejemplo mitigando los efectos patrimoniales negativos de las volatilidades actuales en los mercados de capitales). En simultáneo, el sistema financiero expandió las líneas de crédito al sector privado a un ritmo alrededor de 38% i.a., alcanzando el equivalente a casi 33% del activo total. De esta forma, se revierte la situación registrada posterior a la crisis de 2001-2002, observándose que, en la cartera de los bancos, el crédito al sector privado está cerca de duplicar al crédito al sector público.

Los avances en la expansión del financiamiento al sector privado estuvieron acompañados por una mayor cobertura a nivel geográfico y una extensión en el plazo de las operaciones. En términos de la mayor madurez, todas las líneas de crédito registraron aumentos en los plazos pactados. En particular, el efecto combinado de un aumento en la ponderación sobre el total operado y en los plazos otorgados de los préstamos hipotecarios explicó buena parte del fenómeno anterior. Durante la primera mitad de 2007, si bien aún desde un nivel bajo (1,5% del PIB), los préstamos hipotecarios verificaron una expansión de 32%a. frente a 10%a. en el primer semestre de 2006.

La profundización del proceso de intermediación financiera con el sector privado se desarrolló en un marco de riesgos acotado. En primer lugar, mientras que el sistema financiero destinó la mayor proporción de sus fondos al financiamiento al sector privado, en simultáneo constituyó activos líquidos por montos que mantuvieron a los indicadores de liquidez prudenciales en niveles adecuados. Si bien los mercados interfinancieros locales comenzaron a reflejar parcialmente los efectos del contexto internacional de mayor turbulencia, las subas observadas en las tasas de interés del mercado de *call* estuvieron relacionadas con ventas de instrumentos de deuda por parte de inversores extranjeros y, en menor medida, con cierta sobreacción de algunas entidades financieras. En este contexto, el BCRA sigue brindando herramientas para consolidar al sistema financiero frente al riesgo de liquidez y ayudar a evitar bruscos movimientos de las tasas de interés que afectaran al crédito: a la ya establecida función de prestamista de última instancia, se le suman el ofrecimiento de pases activos, las recompras de Lebac y Nobac (tanto a través de compras directas como por licitaciones en el mercado secundario), la graduación de la colocación de estos instrumentos en el mercado primario, las subastas de pases, la posición bimestral (julio-agosto y octubre-noviembre) de efectivo mínimo y la participación en el mercado de dólar a futuro.

Al tiempo que el sistema financiero logró fortalecer su posición frente al riesgo de liquidez, también alcanzó una mayor solidez frente al riesgo de contraparte. En primer lugar, si bien la exposición al sector privado creció, el marco de buenas perspectivas de ingresos, la adecuada posición financiera de las empresas y de las familias y el apropiado provisionamiento realizado por los bancos se cristalizó en reducidos niveles de exposición patrimonial al riesgo de crédito de este sector. En

Gráfico 2
Irregularidad de Empresas y Familias
Cartera irregular en % de las financiamientos



este contexto, la irregularidad total de la cartera privada se ubicó en 3,9% a mediados de 2007, lo que implica un nuevo mínimo histórico, en línea con las principales economías de la región. En particular, la morosidad de las financiaciones a empresas continuó cayendo en la primera parte del año, mientras que la irregularidad de las familias, si bien mostró un leve incremento en el período (especialmente por el efecto de las líneas de consumo, como personales y tarjetas de crédito), aún continúa en niveles bajos. En segundo lugar, la reducción en la ponderación de los activos del sector público, conjuntamente con el sostenimiento de un resultado fiscal primario superavitario, los menores niveles y el mejor perfil de la deuda del Gobierno, se reflejan en una decreciente exposición patrimonial de la banca al riesgo crediticio del sector público.

En la primera parte de 2007 los bancos evidenciaron un leve incremento en su exposición al riesgo de moneda extranjera, movimiento asociado al ligero aumento en el descalce de partidas en dólares. No obstante lo anterior, los *stress test* sugieren que los bancos siguen presentando una sólida posición frente a este riesgo, con niveles de capital adecuados en casos de *shocks* negativos extremos. Hacia la segunda mitad de 2007 y en el marco de las turbulencias en los mercados financieros, el BCRA condujo una política de intervención en el mercado de cambios para evitar que una excesiva volatilidad del dólar pudiera afectar a la economía real y las expectativas: se realizaron intervenciones en el mercado a futuro y operaciones coordinadas con la banca oficial para intervenir en el mercado *spot*.

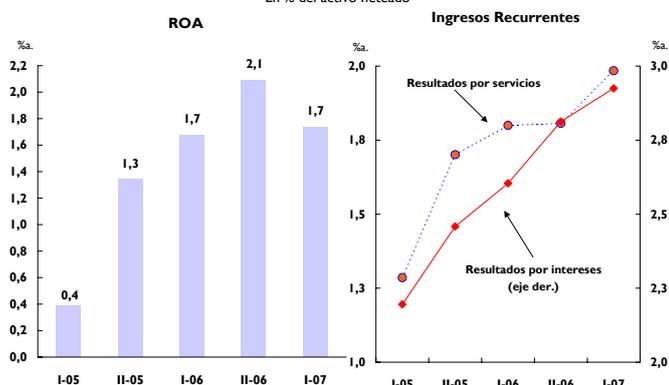
En paralelo a la normalización del activo del sistema financiero, la política financiera diseñada por el BCRA también promovió la normalización de sus pasivos y la extensión de su madurez. En este marco, los depósitos del sector privado se consolidan como el principal origen de recursos de la banca, con una evolución pareja de las colocaciones a plazo fijo y a la vista. Adicionalmente, el sistema financiero empieza a aprovechar los beneficios de la complementariedad con el mercado de capitales, en 2007 se hicieron nuevas colocaciones de ON por parte de bancos grandes, medianos y chicos. Finalmente y a raíz de los múltiples mecanismos generados por el BCRA, los redescuentos por iliquidez otorgados por el BCRA en la crisis de 2001-2002 siguen cancelándose aceleradamente.

Con el objetivo de continuar incentivando la migración del ahorro constituido en cuentas a la vista hacia depósitos a plazo, el BCRA introdujo una serie de modificaciones normativas. En efecto, se dispuso que los depósitos a la vista en pesos, con retribución superior a 15% de la tasa BADLAR, queden sujetos a una tasa de exigencia de efectivo mínimo de 100%. A su vez, se incrementó el encaje de los depósitos a la vista (pasando de 15% a 19%), se eliminó la remuneración de encajes de este tipo de depósitos (cuentas corrientes y cajas de ahorro) y se suprimió la exigencia para las colocaciones a plazo fijo con un plazo residual superior a los 180 días. También se habilitó la operación con depósitos a plazo con tasa de interés variable junto con una tasa de interés fija mínima asegurada y se amplió la gama de activos e indicadores elegibles para inversiones a plazo con retribución variable. Además se otorgaron facilidades para la

Gráfico 3

Rentabilidad del Sistema Financiero

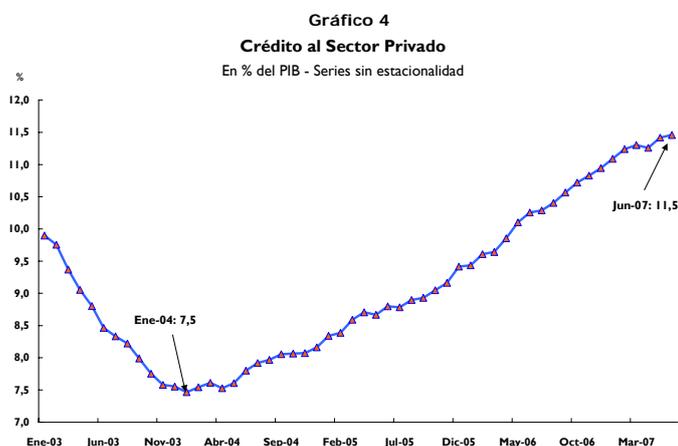
En % del activo neteado



Fuente: BCRA

inclusión de instrumentos híbridos de deuda (con plazo mínimo de 30 años) para la integración de capital regulatorio.

La profundización del proceso de intermediación financiera con el sector privado durante el primer semestre de 2007 impulsó las ganancias contables de la banca. En este escenario, el conjunto de entidades financieras mantiene niveles de rentabilidad estables respecto al mismo período del año anterior, registrando un ROA de 1,7%a. y un ROE de 12,8%a. en el primer semestre de 2007. Las utilidades obtenidas por la banca en la primera parte del año estuvieron principalmente asociadas a sus fuentes de ingresos recurrentes: resultados por intereses y por servicios. Si bien se espera cierta disminución transitoria en la rentabilidad del sistema financiero en la segunda parte del año por los efectos de las volatilidades que aún se observarían en los mercados financieros, las medidas establecidas por el BCRA ayudarán a mitigar este efecto. Efectivamente, con el objetivo de evitar que movimientos de corto plazo en los rendimientos afecten transitoriamente los resultados de las entidades financieras, se habilitó la posibilidad de contabilizar títulos del BCRA en cuentas de inversión (para tenencias hasta el vencimiento) y tanto títulos públicos como los emitidos por el BCRA en cuentas disponibles para la venta.



Fuente: INDEC y BCRA

A través de los beneficios y los nuevos aportes de capital, la banca fortaleció sus niveles de solvencia en la primera parte de 2007. En este marco, el patrimonio neto aumentó \$2.600 millones (16,5%a.) con nuevas capitalizaciones que ascendieron a \$960 millones en el período (llevadas a cabo en su totalidad por bancos privados extranjeros). Si bien se espera que la rentabilidad corriente recoja los efectos de un escenario más volátil, tanto la mejora en la capacidad de generación de beneficios lograda en los últimos 3 años como las capitalizaciones recibidas sitúan al sistema financiero en una buena posición relativa para absorber eventuales efectos negativos del actual contexto internacional.

En este marco el BCRA sigue desarrollando su esquema de supervisión orientado a riesgos. Durante 2007 continuó el ciclo de inspecciones *on-site* del cronograma 2006-2007. Este plan incluye la notificación a las entidades financieras de las calificaciones CAMELBIG y su cómputo en la normativa de capitales mínimos. El BCRA, a través de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, lleva adelante este procedimiento en línea con su Manual de Supervisión, tomando en cuenta los últimos estándares internacionales.

Aún existen temas pendientes, no obstante los favorables desarrollos de los últimos años. La baja penetración en el economía local es una de las principales limitaciones históricas de la banca que se acentuó durante la crisis de 2001-2002. Actualmente, si bien el nivel de crédito al sector privado en relación al PIB se despegó 4 p.p. de su mínimo de post-crisis, aún representa sólo 11,5% del PIB, significativamente por debajo de lo evidenciado en otras economías, tanto desarrolladas como emergentes. Además, se destaca el reducido acceso al crédito de determinados estratos socio-económicos de la población (y a los servicios financieros formales en general). Finalmente, dentro de la agenda del sistema financiero, todavía está presente la necesidad de seguir profundizando la oferta de

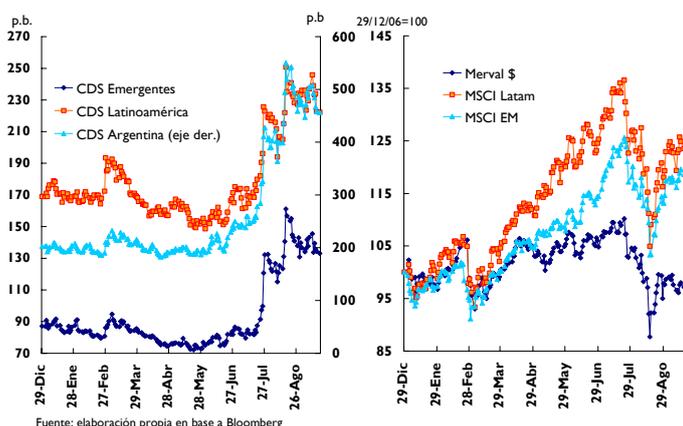
crédito productivo de mediano y largo plazo para la inversión. Dada las características de los temas pendientes mencionados, se estima que llegar a niveles relativamente adecuados es un desafío de mediano plazo.

Para ayudar a mejorar la profundidad y el acceso a los servicios financieros el BCRA ha implementado un conjunto de medidas, entre las que se destacan: la habilitación de un tipo de casa operativa móvil en lugares donde no cuenten con sucursales ya instaladas, la ampliación del espectro de servicios que pueden prestar las dependencias especiales, la promoción de avales de las SGR, el aliento a los micro-préstamos al permitir alargar plazos (de 24 a 36 meses), subir el monto de la cuota (\$200 a \$300) y flexibilizar la periodicidad del pago, el aumento del monto para obras de infraestructura domiciliaria, el establecimiento de exigencias de capital según las características de la jurisdicción y la reglamentación de la operatoria de las nuevas Cajas de Crédito Cooperativas.

De cara al segundo semestre del año, y en línea con la preocupación a nivel internacional (fundamentalmente en lo que respecta a los problemas en el sector de hipotecas *subprime* en EEUU y su impacto sobre el crecimiento mundial), cabe destacar que durante julio y agosto, en un escenario de marcadas turbulencias en los mercados a nivel global, los inversores buscaron refugio en activos considerados de menor riesgo relativo, lo que se tradujo en un importante deterioro para los activos de países emergentes (incluyendo los bonos y acciones argentinos). A pesar de haberse observado cierta recomposición posterior, se termina reafirmando un escenario global de mayor incertidumbre, sin poder definirse con precisión aún el impacto final sobre las economías emergentes en general y la local en particular. En este sentido, si bien el efecto último sobre los países de la región dependerá de la profundidad y la duración del actual deterioro en los mercados globales, la mejora en los fundamentos macroeconómicos de Argentina, incluyendo la mayor solidez de su sistema financiero, permite sostener que la economía local se encuentra en la actualidad claramente mejor preparada para enfrentar un entorno de alta volatilidad.

Para lo que resta de 2007 el BCRA continuará desarrollando su política financiera con el fin de promover un marco propicio para la continuidad de las condiciones que hacen a la estabilidad monetaria y financiera.

Gráfico 5
Riesgo Percibido y Bolsas: Países Emergentes



I. CONTEXTO INTERNACIONAL

Síntesis

La profundización de las recientes volatilidades en los mercados financieros internacionales, producto de la debilidad del sector inmobiliario de EEUU, está llevando a revisiones a la baja en las estimaciones de crecimiento mundial. Como consecuencia de estas turbulencias y dentro de otras medidas vinculadas a la inyección de liquidez, la Reserva Federal de EEUU redujo la tasa de interés de los Fed Funds, mientras que se aplazó la expectativa de mercado sobre incrementos en la tasa MRO por parte del Banco Central Europeo.

En esta línea, los principales Bancos Centrales continúan reconociendo que persisten ciertos riesgos inflacionarios. Se espera para 2007 que tanto EEUU como la Zona Euro verifiquen tasas de inflación superiores a las registradas el año pasado y a las previstas meses atrás. Las presiones inflacionarias se encuentran en parte vinculadas con la evolución de los precios de las materias primas, que experimentaron aumentos sostenidos en la primera mitad de 2007. En medio de las recientes turbulencias de los mercados financieros internacionales, los precios de los commodities se vieron poco afectados, rigiéndose más por las particularidades de cada producto.

Este período de volatilidad a nivel global fue precedido por un creciente apetito por riesgo. En particular, en el primer semestre se produjo un marcado dinamismo en la actividad de fusiones y adquisiciones a nivel global, junto con buenas ganancias corporativas, lo que había impulsado a los índices bursátiles de países desarrollados y emergentes hasta máximos históricos. En este marco, los volúmenes negociados de deuda emergente alcanzaron un nuevo máximo en el primer semestre de este año, mientras que el spread del EMBI+ marcaba un nuevo mínimo histórico. Al comienzo del segundo semestre de 2007 la crisis hipotecaria de EEUU se expandió hacia Europa, impactando también en forma generalizada en emergentes en el marco de un proceso de búsqueda de activos de mayor calidad.

Los sistemas financieros latinoamericanos muestran solidez y baja exposición directa al riesgo de crédito de países desarrollados. Sin embargo, la continuidad de la turbulencia en los mercados internacionales podría tener cierto impacto sobre los mercados financieros de los países de la región, lo cual estaría principalmente vinculado a la desaceleración del crecimiento mundial, a movimientos extraordinarios en los precios de los activos y a incrementos en las primas de riesgo (y sus consecuencias sobre el riesgo de crédito).

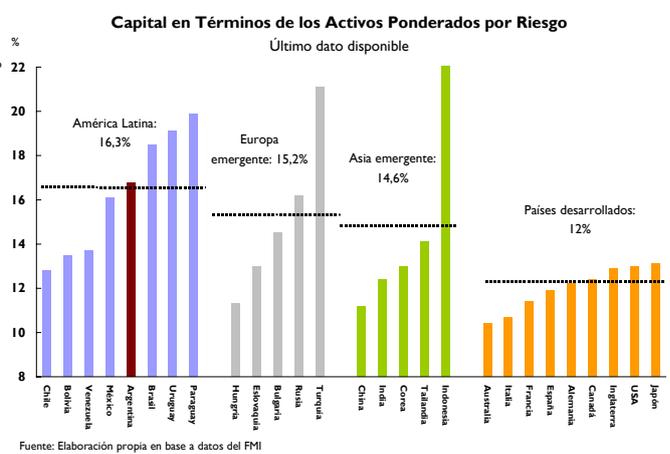
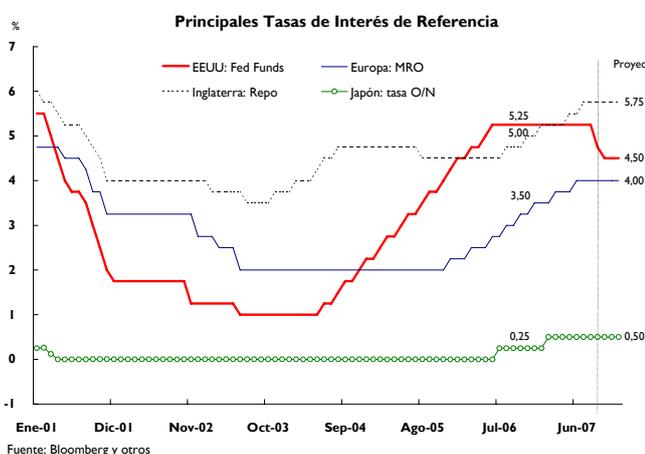
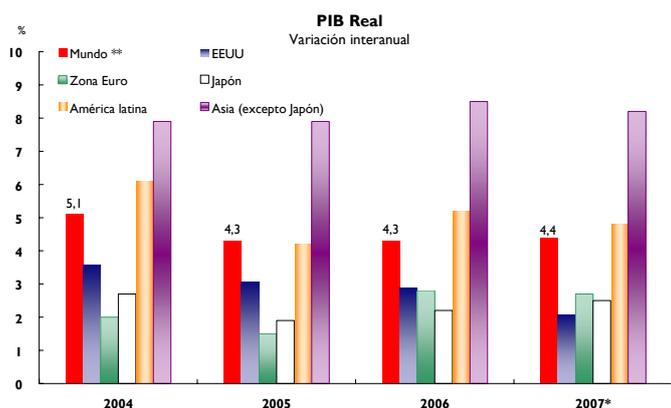




Gráfico I.1



* Proyectado; ** Las tasas mencionadas son por la Paridad del Poder de Compra (PPP)
Fuente: LFCF y otros

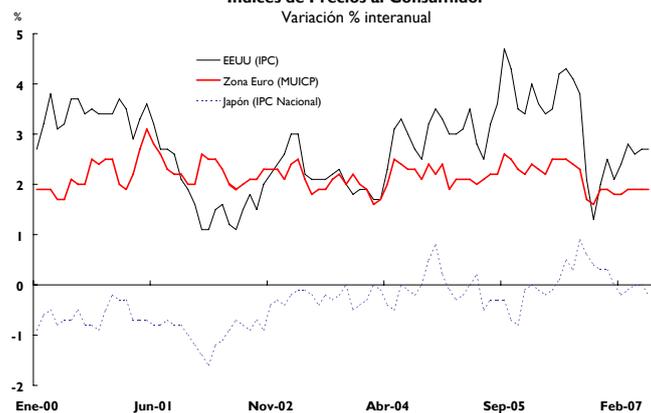
I.1. Mercados financieros internacionales

Si bien la economía global crecerá en 2007, las volatilidades de los mercados financieros internacionales están reduciendo las proyecciones de crecimiento

En el primer semestre de 2007 la economía global continuó expandiéndose sostenidamente y se espera que crezca 4,4% en 2007, 0,1 p.p. más que el año anterior (ver Gráfico I.1), verificándose tasas de variación semejantes entre las principales economías del mundo y elevadas en términos históricos en las principales regiones emergentes. Sin embargo, una profundización de la debilidad del sector inmobiliario de EEUU y de las recientes volatilidades en los mercados financieros internacionales, está conduciendo a revisiones a la baja en las estimaciones de crecimiento, las que permanecieron inalteradas para la economía global desde febrero de 2006.

Gráfico I.2

Índices de Precios al Consumidor
Variación % interanual



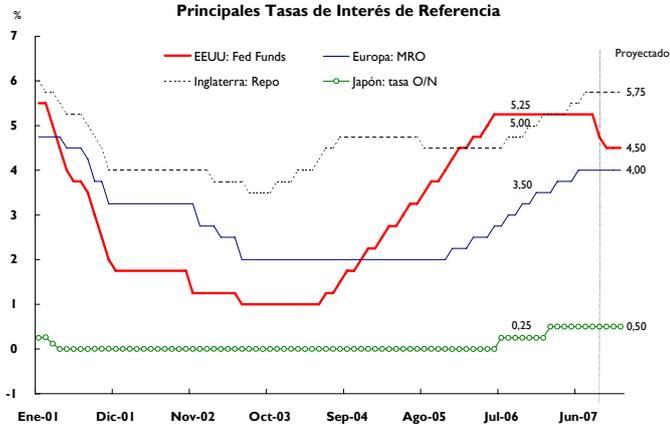
Fuente: Bloomberg

Luego de una desaceleración en el Producto Interno Bruto (PIB) de EEUU en los primeros tres meses del año, la economía incrementó su ritmo de expansión en el segundo trimestre. Para 2007 se prevé un crecimiento de 2,1%, tasa inferior a la registrada el año anterior (2,9%) y a la estimada en diciembre de 2006 (2,4%). Cabe mencionarse que la última modificación en la estimación de crecimiento anual de la economía norteamericana para 2007 se registró a principios de junio, por lo que aún en estas expectativas no se habría visto reflejada la mayor debilidad del mercado inmobiliario y los recientes acontecimientos de los mercados financieros internacionales.

Por su parte, si bien tanto para la Zona Euro como para Japón se revisaron al alza las expectativas de crecimiento, durante el primer semestre del año se redujeron las tasas de expansión. De esta forma, se espera que para 2007 la Zona Euro crezca 2,7%, tasa levemente inferior a la registrada el año previo (2,8%), y Japón 2,5%, superior en 0,3 p.p. al registro de 2006. Por otro lado, América Latina siguió evidenciando un favorable desempeño, previéndose que en 2007 se expanda 4,8%, cuarto año consecutivo por arriba de 4%. En tanto, Asia Emergente continuó creciendo sólidamente, esperándose una expansión de 8,2% en 2007, impulsada por la sostenida fortaleza de China a pesar de las medidas adoptadas por el Gobierno tendientes a desacelerar el crecimiento económico.

Gráfico I.3

Principales Tasas de Interés de Referencia



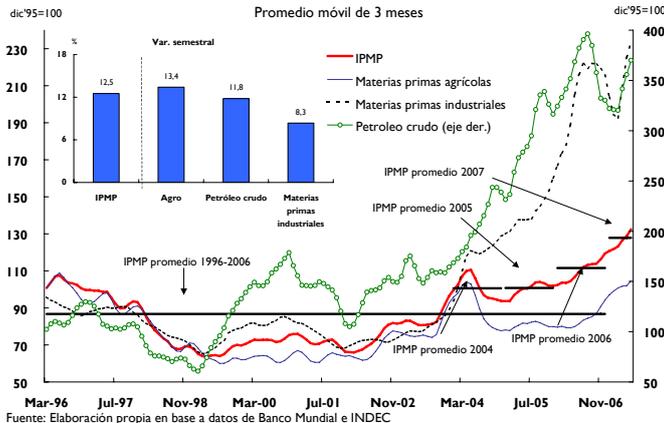
Fuente: Bloomberg y otros

Frente a los riesgos inflacionarios, los principales Bancos Centrales conservaron el sesgo restrictivo de sus políticas monetarias en la primera mitad de 2007, aunque ya hubo señales de cambio por parte de la Fed

La evolución de los precios minoristas durante el primer semestre mostró un comportamiento dispar entre EEUU y la Zona Euro (ver Gráfico I.2), aunque en ambas regiones se esperan para 2007 tasas de inflación de 3,3% i.a. y 2,2% i.a., respectivamente, superiores a las registradas el año pasado y a las previstas meses atrás. En efecto, en EEUU la inflación general se aceleró en los primeros seis meses del año, afectada por los incrementos de los precios de los alimentos y la energía, y la inflación subyacente mostró una tendencia decreciente alcanzando 1,9% i.a. en junio, de acuerdo con el índice de



Gráfico I.4
Índice de Precios de las Materias Primas
Promedio móvil de 3 meses

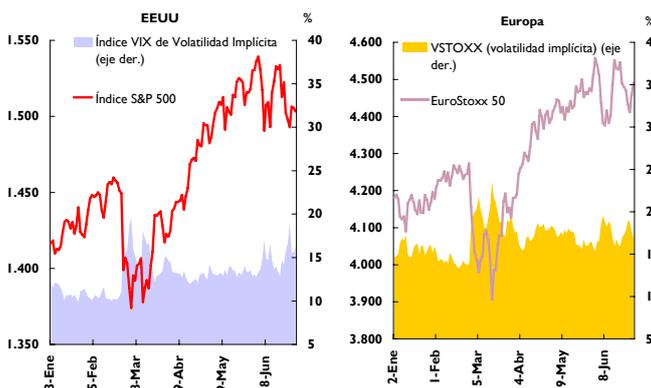


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Mundial e INDEC

precios subyacentes del *Personal Consumption Expenditure* (PCE). En la Zona Euro la inflación general y la subyacente se ubicaron en torno a 1,9% i.a.. Por su parte, en Japón durante el primer semestre la inflación dejó de ser positiva nuevamente, aunque finalizaría el año en 0,1% i.a..

La persistencia de riesgos inflacionarios, condujo a que EEUU y la Zona Euro preservaran el sesgo restrictivo de sus políticas monetarias en relación a la tasa de referencia durante los primeros seis meses del año. En efecto, la Reserva Federal de EEUU mantuvo la tasa de los *Fed Funds* en 5,25% anual y el Banco Central Europeo (BCE) elevó en dos oportunidades su tasa de interés de referencia (*Main Refinancing Operations*, MRO) hasta 4% anual en el primer semestre (ver Gráfico I.3). A su vez, el Banco de Japón (BoJ) continuó con el sesgo alcista de su tasa de referencia iniciado en 2006, al aumentar la tasa de interés *overnight* del mercado de *call* de 0,25% a 0,50% anual en febrero último. Sin embargo, como consecuencia de las recientes turbulencias de los mercados financieros internacionales, la Reserva Federal de EEUU redujo la tasa de los *Fed Funds* hasta 4,75%, mientras que el mercado aplazó los incrementos en la tasa MRO por parte del BCE.

Gráfico I.5
Renta Variable de Mercados Desarrollados

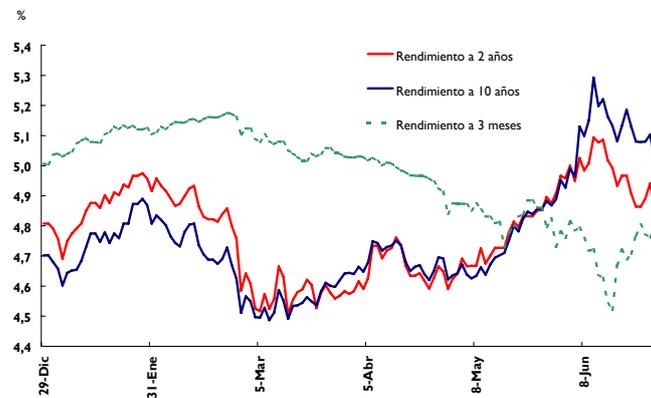


Fuente: Bloomberg

En este contexto, los Bancos Centrales continúan reconociendo que persisten ciertos riesgos inflacionarios, en parte vinculados con la evolución de los precios de las materias primas. Particularmente, los productos primarios mostraron incrementos de precios en la primera mitad del año. El precio del crudo y de los productos industriales acumularon subas de 11,8% y 8,3% en el primer semestre, respectivamente, promovidos por el crecimiento de la demanda mundial, en un contexto de oferta acotada (ver Gráfico I.4). Por su parte, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que refleja la evolución promedio de los precios de los productos primarios básicos más relevantes en las exportaciones argentinas, mostró a junio una suba de 12,5% en relación a diciembre de 2006. En particular, las cotizaciones de las materias primas agrícolas registraron un alza de 13,4%, principalmente por los encarecimientos del complejo sojero y del trigo.

En medio de las turbulencias de los mercados financieros internacionales, los precios de los commodities se rigieron más por las particularidades de cada producto

Gráfico I.6
Títulos del Tesoro de EEUU



Fuente: Bloomberg

Las oscilaciones de los precios de los *commodities* resultaron moderadas en el comienzo del segundo semestre de 2007 y estuvieron determinadas principalmente por los propios fundamentos de cada producto, más que por la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Los precios de las materias primas agrícolas continúan en niveles históricamente elevados impulsados por el crecimiento del consumo de alimentos en los países emergentes y por la fuerte demanda de materias primas energéticas por parte de las naciones desarrolladas. Adicionalmente, más allá de cierta volatilidad en el margen, los precios de la energía y los metales se mantienen en valores similares a los de mediados de año debido a la fuerte demanda y los bajos *stocks*.

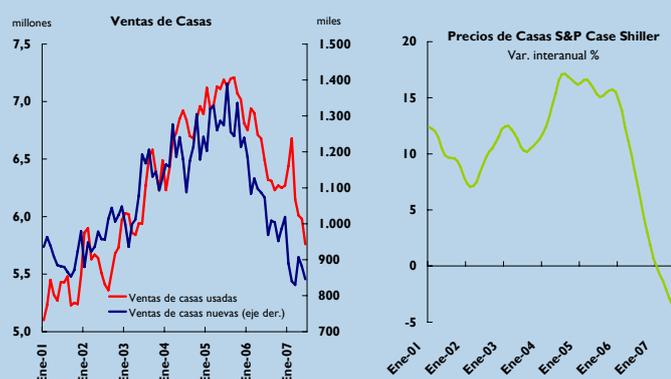
El reciente período de volatilidad fue precedido por un creciente apetito por riesgo de parte de los inversores

APARTADO 1: LA PROBLEMÁTICA DEL SECTOR VIVIENDAS EN EEUU Y SU IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS

La debilidad observada en el sector viviendas y en el segmento de hipotecas subprime implican un riesgo sobre el crecimiento económico de EEUU. Al efecto directo del enfriamiento del sector de la construcción sobre el nivel de actividad, se suma la posibilidad que el consumo y la inversión se vean afectados. Esto ha generado una creciente preocupación en los mercados, agravada más recientemente por la proliferación de noticias sobre problemas entre instituciones financieras y fondos de inversión con exposición al segmento subprime. Se generó entonces una crisis de confianza a nivel internacional que terminó impactando negativamente sobre los mercados de crédito de corto plazo, obligando a una intervención por parte de las distintas autoridades monetarias, sin que quede aún en claro cuanto tardará el proceso de normalización

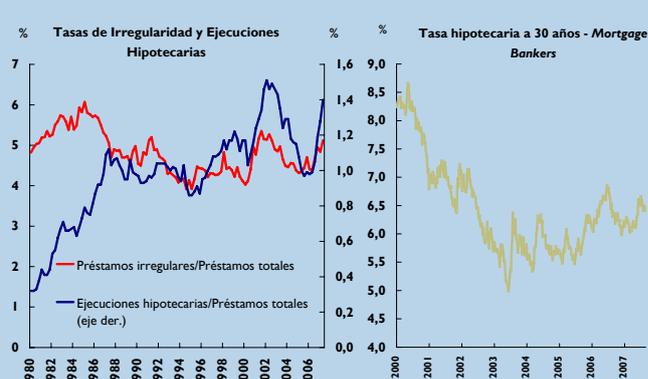
La construcción residencial marcaba hacia el segundo trimestre de 2007 un año y medio con contribución negativa al crecimiento económico. Esto resultó consistente con la debilidad observada en la venta de viviendas desde fines de 2005¹, que se traduce en un inventario creciente de inmuebles en venta, presionando a la baja en sus precios. El índice para viviendas S&P/Case Shiller cayó 2,8% interanual en el segundo trimestre (ver Gráfico A.1.1), tras seis meses consecutivos de bajas interanuales. Esto deriva en un efecto riqueza negativo para las familias, al que se suma la menor capacidad de financiarse usando el valor de la vivienda como garantía (*home equity withdrawal*), factores que a su vez impactarían sobre la evolución del consumo. El mercado laboral también es vulnerable a los desarrollos del mercado inmobiliario, especialmente en los sectores ligados a la construcción y ciertos rubros del sector financiero.

Gráfico A.1.1
Indicadores Sector Inmobiliario de EEUU



Fuente: Bloomberg

Gráfico A.1.2
Indicadores del Mercado de Hipotecas



Fuente: Bloomberg

Con crecimiento económico más moderado, caída en los valores de las casas y aumentos en las tasas de interés hipotecarias, se incrementó la irregularidad entre los préstamos hipotecarios, especialmente para el segmento *subprime*² (ver Gráfico A.1.2). También creció el número de ejecuciones hipotecarias iniciadas. Los problemas se verían agravados por mayores restricciones en los estándares de otorgamiento de crédito, motivadas por el empeoramiento del mercado inmobiliario y la menor demanda de instrumentos estructurados.

Buena parte de los productos estructurados, que mostraron un importante crecimiento en los últimos años, tiene como colateral deuda *subprime*³. La incertidumbre con respecto a la *performance* de estos productos y su impacto sobre los agentes del sistema financiero con tenencias importantes se vio agravada ante las noticias de pérdidas significativas en varios *hedge funds*. Estos fondos debieron enfrentar considerables retiros por parte de inversores, forzando en muchos casos el congelamiento de sus cuentas, tanto en EEUU como en Europa. Se hicieron entonces evidentes la falta de liquidez en los mercados de productos estructurados y los problemas de valuación implícitos.

A medida que proliferaban las malas noticias vinculadas al impacto negativo de la evolución del sector *subprime*, se dio una contracción del apetito por riesgo, una búsqueda de refugio en activos más seguros y un incremento de la volatilidad en los mercados. Los mercados de crédito se mostraron entonces más restrictivos, con aumentos de *spreads* y fuerte disminución de las colocaciones corporativas de bonos (tanto *investment grade* como de mayor riesgo), que cayeron en

¹ Las ventas de casas usadas cayeron 8% en 2006 y acumulan en lo que va del año una baja superior a 8%, llegando a 20% por debajo del pico del ciclo alcanzado en septiembre de 2005. Por su parte, las ventas de casas nuevas se encuentran un 38% por debajo del máximo alcanzado en julio de 2005. Así, los inventarios de casas existentes para la venta llegaron a más de 9 meses de oferta (Asociación Nacional de Agentes de Bienes Raíces).

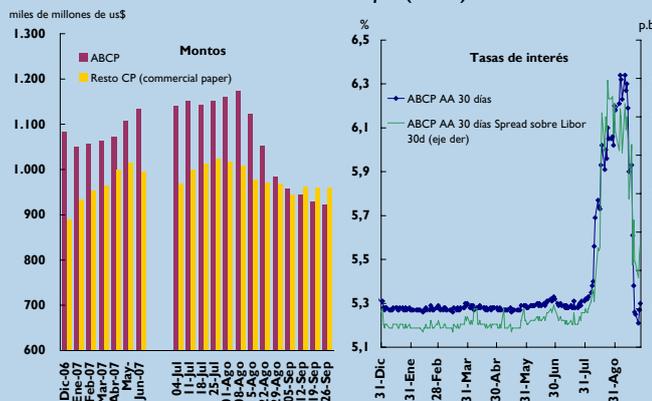
² Ver Apartado 1 del Boletín de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2007.

³ Según el FMI las hipotecas *subprime securitizadas* ascenderían a más de us\$800.000 millones, representando casi un 14% de los instrumentos financieros con hipotecas como activo subyacente.

julio a un mínimo desde octubre de 2002⁴. Esto resultaba preocupante, en particular en términos del dinamismo de la actividad de fusiones y adquisiciones (en base a transacciones apalancadas) que venían impulsando a los índices bursátiles.

Gráfico A.1.3

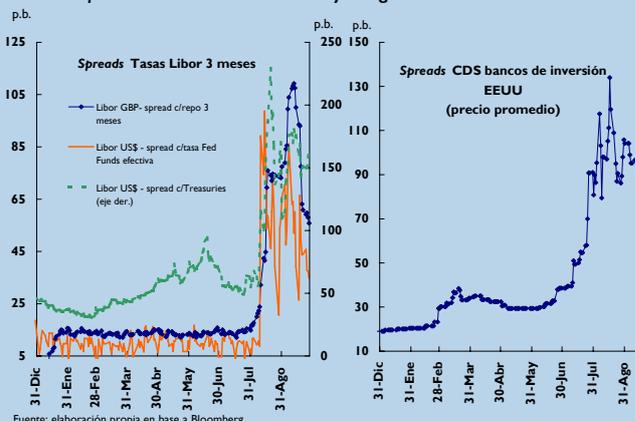
Asset Backed Commercial Paper (ABCP) en EEUU



Fuente: Reserva Federal. El saldo de ABCP en EEUU representaría un 75% del ABCP a nivel global

Gráfico A.1.4

Spreads de Tasas Interbancarias y Riesgo Percibido entre Bancos



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

El deterioro se intensificó en agosto, al ampliarse los problemas hacia los mercados de crédito a corto plazo. Con una mayor aversión al riesgo e inversores evitando los activos vinculados al sector de hipotecas, se dio una contracción en el mercado de *commercial paper* en EEUU y Europa, en particular en lo referente a *Asset Backed Commercial Paper* (deuda corporativa colateralizada con plazo menor a 9 meses). Los emisores de este tipo de papeles⁵ se enfrentaron con problemas para efectuar el *roll over* de su cartera, lo que se tradujo en una fuerte contracción en el saldo en circulación (casi un 20% en agosto) y una notoria ampliación de los *spreads* de sus tasas de interés contra *benchmarks* de mercado (ver Gráfico A.1.3) en las emisiones que lograron realizarse (a muy corto plazo).

Dado que muchos de los vehículos utilizados para emitir *commercial paper* tienen acordadas facilidades de liquidez con bancos (no sólo norteamericanos sino que también, en muchos casos, de Europa) la posibilidad de materialización de pasivos contingentes exacerbó la desconfianza preexistente en los mercados interbancarios (producto del desconocimiento de la exposición de cada agente a los problemas en el sector *subprime*). Con instituciones financieras procurando ampliar su liquidez y de cara a un *pricing* más defensivo, se observó un marcado incremento en los *spreads* de las tasas interbancarias (notable para las tasas Libor a 3 meses, tanto en dólares como en euros y en libras) contra instrumentos de referencia (ver Gráfico A.1.4).

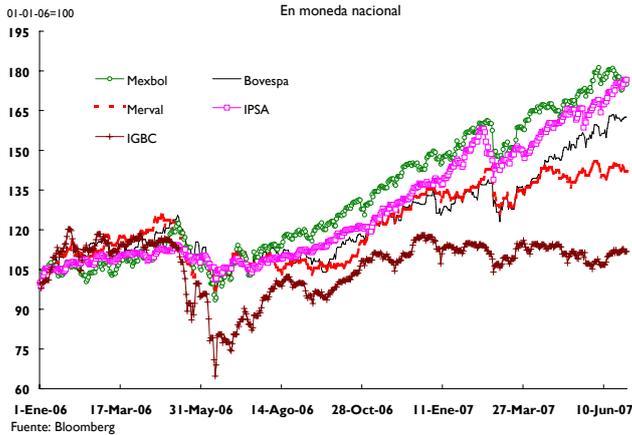
Con el fin de evitar un corte generalizado en los mercados financieros, los bancos centrales de las principales economías se vieron obligados a intervenir: inyectaron liquidez, flexibilizando las condiciones bajo la cual se otorgan asistencias (en el caso de la Fed, recortando la tasa de interés de descuento y ampliando el conjunto de activos aceptables como colateral, incluyendo *commercial paper* avalado por bancos). En el mercado comenzaron a reconsiderarse los pronósticos de crecimiento y se ajustaron las perspectivas de política monetaria (cobrando fuerza la expectativa de rebaja en las tasas *benchmark* en EEUU (hecho que se concretó el 18/9, con un recorte de 50 p.b.) y postergación de la política de alza de tasas en Europa). Hacia mediados de septiembre los mercados de crédito seguían mostrando *spreads* altos, y se estimaba que su normalización llevaría varios meses. La desconfianza generalizada sólo se iría aplacando en la medida en que se diesen a conocer los nuevos balances de los distintos agentes financieros (los primeros balances de los bancos de inversión arrojaron resultados mixtos) y en tanto se tuviese una idea más acabada del valor de los productos estructurados complejos.

⁴ Según datos de Dealogic.

⁵ Entre un cuarto o una quinta parte de estos instrumentos en EEUU estarían respaldados por activos vinculados a hipotecas.



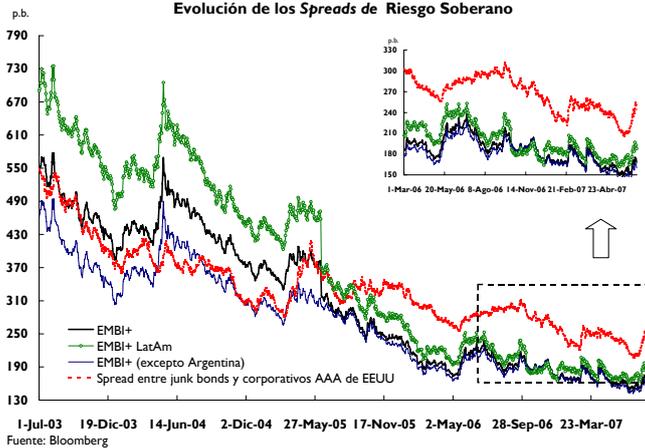
Gráfico I.7
Índice Bursátiles
En moneda nacional



El período de volatilidades se produjo luego de verificarse un marcado dinamismo en la actividad de fusiones y adquisiciones, junto con buenas ganancias corporativas, lo que había impulsado a los índices bursátiles norteamericanos durante la primera mitad de 2007, los cuales venían de alcanzar máximos históricos. Un comportamiento similar se observó para las bolsas europeas (ver Gráfico I.5). Por su parte, la curva de rendimiento de los *Treasuries*, cerró el primer semestre con pendiente positiva, luego de que se verificara un incremento en el rendimiento de los activos de mediano y largo plazo conjuntamente con una baja en los corto plazo (ver Gráfico I.6).

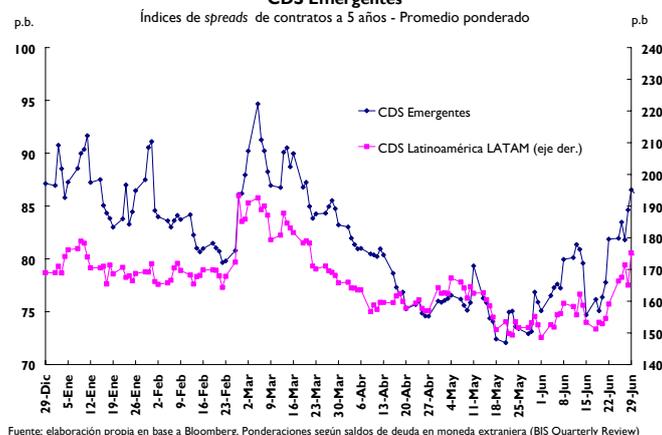
En la primera parte del año, se notó un creciente apetito de los inversores por activos de mayor riesgo. Las bolsas más representativas de la región (como México y Brasil) también alcanzaron nuevos máximos históricos (ver Gráfico I.7), acompañando el comportamiento de materias primas, mientras que el *spread* del EMBI+ marcó un nuevo mínimo histórico de 149 p.b. a principios de junio (ver Gráfico I.8).

Gráfico I.8
Evolución de los Spreads de Riesgo Soberano



De la misma manera, en la primera parte del año los *spreads* de *credit default swaps* (derivados que reflejan las expectativas de riesgo para títulos de deuda) se contrajeron para los países emergentes (ver Gráfico I.9), alcanzando nuevos mínimos para los instrumentos de Brasil y México, considerados *benchmark* de la región. Este contexto propicio fue aprovechado por distintos países para realizar colocaciones de deuda, como en el caso de México (que volvió a emitir títulos en moneda local a 30 años) y Brasil (colocó un nuevo bono Global en reales con vencimiento en 2028, con varias reaperturas a lo largo del semestre), mientras que varios gobiernos de la región realizaron canjes y operaciones de recompra de deuda, mejorando el perfil en términos de plazos y reduciendo los pasivos en moneda extranjera. Esta evolución se vio reflejada en la mejora de las calificaciones crediticias de América Latina.

Gráfico I.9
CDS Emergentes



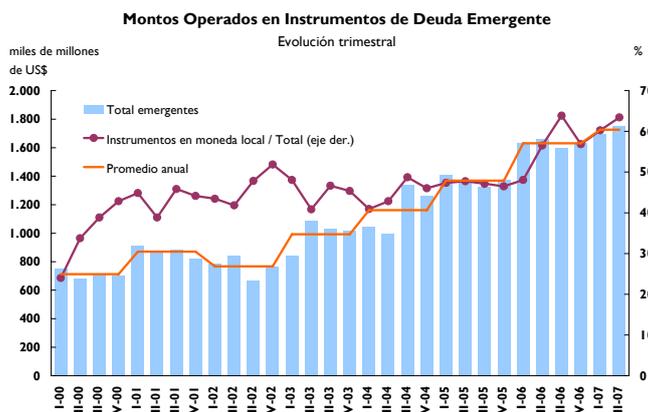
Los volúmenes negociados de deuda emergente alcanzaron un nuevo máximo en el primer semestre de este año, cerca de US\$3,45 billones⁶. Este volumen representa un incremento de 5% respecto a igual semestre de 2006 y de 6,7% con referencia al semestre anterior. El 62% de los volúmenes transados corresponde a instrumentos emitidos en moneda de cada país (ver Gráfico I.10), lo que resulta consistente con el apetito que venía observándose por instrumentos en monedas distintas al dólar en los mercados internacionales (con emisiones soberanas en moneda local mostrando mayor dinamismo que aquellas en dólares y colocaciones en moneda local con altos ratios *bid-to-cover*) y las políticas de manejo de pasivos que apuntan a reducir la proporción de deuda en moneda extranjera. Los montos negociados de este tipo de instrumentos crecieron 24% respecto a igual semestre de 2006 y 9% respecto al semestre inmediatamente anterior.

La segunda mitad de 2007 empezó con una corrección generalizada en los mercados emergentes y una marcada búsqueda de activos de menor riesgo

⁶ Millones de millones.



Gráfico I.10

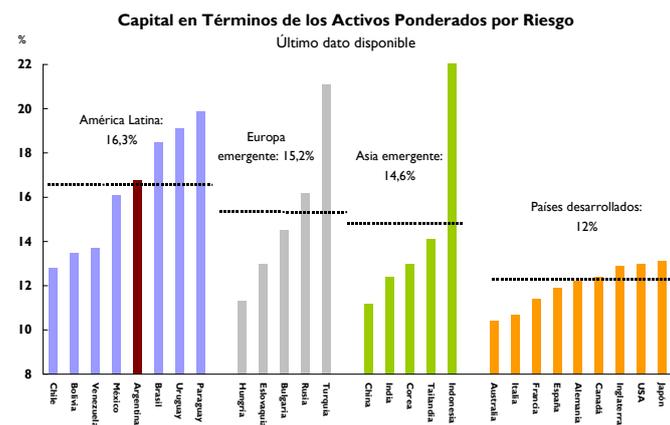


Fuente: EMTA

Las volatilidades de los mercados registradas a comienzos de la segunda mitad del año se plasmaron en una corrección generalizada en los mercados emergentes y un proceso de búsqueda de activos de menor riesgo de mayor intensidad en comparación al observado durante febrero-marzo de 2007. De esta manera, el *spread* del EMBI+ superó los 200 p.b. por primera vez desde diciembre de 2006, mientras que las monedas de la región marcaban una tendencia a la depreciación y los índices bursátiles cedían parte de las ganancias acumuladas durante este año.

Una posible profundización de la debilidad del mercado inmobiliario de EEUU y su potencial impacto sobre los mercados financieros internacionales y el crecimiento global, constituye el principal factor de riesgo para la economía mundial que podría afectar a los sistemas financieros de la región. En este escenario, podría reducirse el flujo de capitales hacia la región al mermar la liquidez a nivel internacional, mientras que un menor crecimiento económico mundial implicaría una caída en la demanda de materias primas.

Gráfico I.11



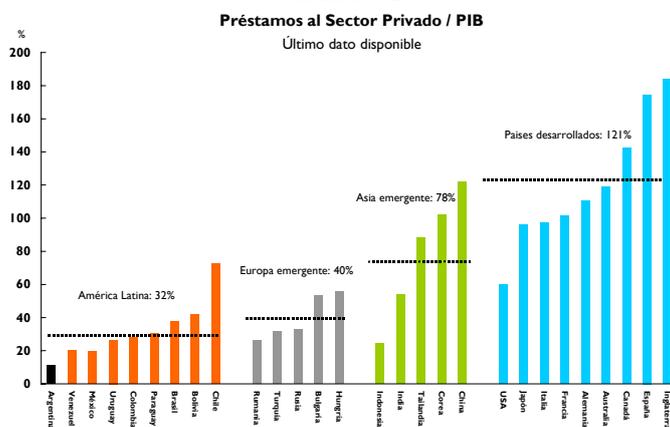
Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

I.2. Sistemas bancarios de Latinoamérica

Los sistemas financieros latinoamericanos muestran solidez y baja exposición directa al riesgo de crédito de países desarrollados

Los sistemas financieros latinoamericanos se encuentran bien preparados, fundamentalmente producto de los avances de los últimos tiempos y dado que mantienen una baja exposición directa al riesgo de crédito de los países desarrollados. En particular, los resultados positivos y los aportes de capital llevaron a fortalecer los niveles de solvencia de las instituciones financieras de la región, ubicándolos por sobre las recomendaciones internacionales (ver Gráfico I.11).

Gráfico I.12



Fuente: FMI, International Financial Statistics

En líneas generales, las mejoras que mostraron los sistemas financieros latinoamericanos fueron el resultado de la expansión de la intermediación financiera con el sector privado. En efecto, en los últimos años se produjo un sostenido incremento de las financiaciones al sector privado (ver Gráfico A.3.1), principalmente fondeada con depósitos del sector privado, en un contexto de acotado riesgo de crédito. En la mayor parte de los casos, a pesar del crecimiento, el crédito al sector privado todavía tiene una participación reducida en las economías latinoamericanas en comparación con otros países desarrollados o emergentes (ver Gráfico I.12).

Asimismo y aunque se vienen produciendo sostenidos progresos, los sistemas financieros latinoamericanos continúan vulnerables en algunos frentes. Uno de los cuales está asociado a la operatoria actual de la banca en América Latina y apunta al crecimiento de los préstamos al consumo (ver Apartado 3). Además, otro de los temas recurrentes resulta el elevado nivel de pobreza y las disparidades geográficas en el acceso a los servicios financieros, lo que impulsa el debate sobre las microfinanzas, el crédito a las PyME y la mayor disponibilidad regional de tales servicios financieros.

II. CONTEXTO LOCAL

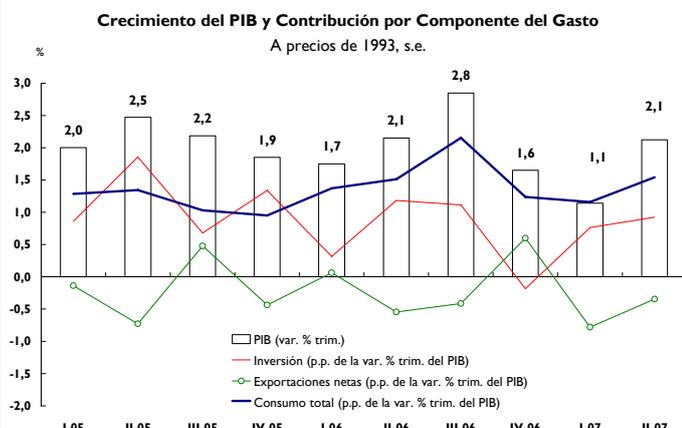
Síntesis

El marco económico en el que se está desempeñando el sistema financiero viene mostrando un ritmo de crecimiento superior a 8% anual, totalizando cinco años de expansión consecutiva. El comportamiento semestral estuvo particularmente impulsado por el consumo privado, mientras que la inversión siguió aumentando a tasas de dos dígitos. De continuar este sendero, la inversión a precios constantes llegaría a cerca de 23% del PIB en 2007, el nivel más alto de las últimas décadas. Esta dinámica macroeconómica se dio en el marco de una política monetaria impulsada por el BCRA que se ubica dentro de las pautas establecidas por el Programa Monetario. Se generó así un contexto de estabilidad económica y monetaria que configuró el escenario propicio para el fortalecimiento del sistema financiero, tal como se observó durante la primera parte de 2007.

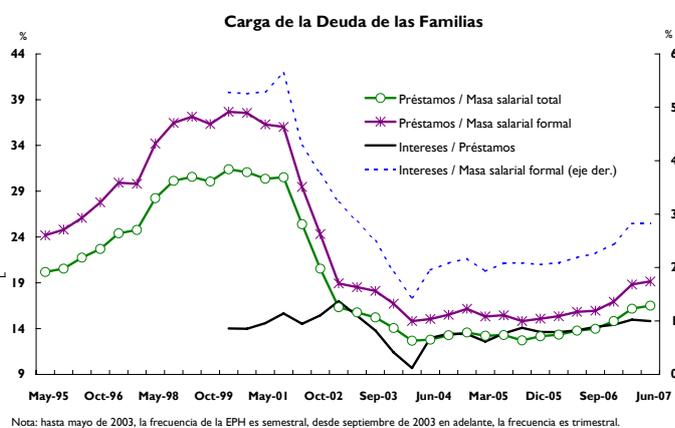
La consolidación de los ingresos del sector privado, combinada con los bajos niveles de endeudamiento y de tasas de interés, contribuyen a sostener la buena capacidad de pago de las empresas, las familias y del sector público. En particular, el sector público mantuvo su superávit primario, evolución que se dio en paralelo a menores niveles de endeudamiento en términos del PIB y avances en el proceso de normalización de sus pagos, robusteciendo su capacidad de pago.

Por su parte, todos los sectores económicos continuaron creciendo en la primera parte del año, con un destacado desempeño del campo (con cosechas en niveles récord) y una desaceleración en el ritmo de expansión de la industria. En este escenario, el endeudamiento de la mayoría de los sectores productivos continuó reduciendo su ponderación en términos del PIB. Esta tendencia estuvo impulsada por la disminución en las obligaciones externas, lo cual redujo la exposición de las firmas a volatilidades en el tipo de cambio. Como resultado, se verifica una mejora generalizada en la posición económica y financiera de las empresas, lo cual redundará en acotados niveles de riesgo de crédito sectorial.

Si bien la deuda de las familias, liderada por las líneas para consumo (créditos personales y tarjeta de crédito), continúa creciendo por encima de sus ingresos, es baja en términos relativos. Más allá de esta tendencia, las continuas caídas de la desocupación, los mayores ingresos y la creciente formalización laboral permiten a los hogares mantener una buena capacidad de pago y, así, un nivel de riesgo de crédito del sector que permanece relativamente bajo y estable.



Fuente: INDEC



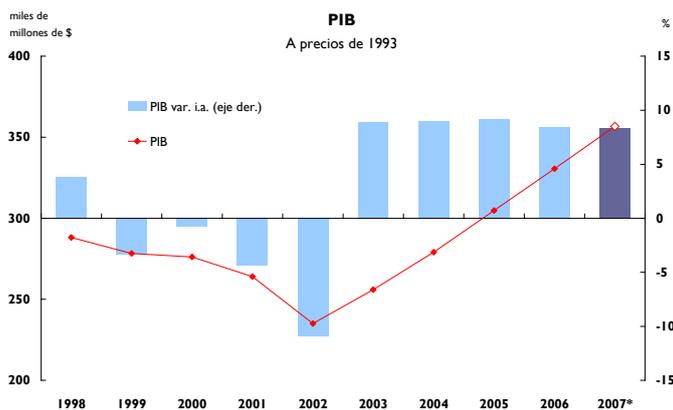
Nota: hasta mayo de 2003, la frecuencia de la EPH es semestral, desde septiembre de 2003 en adelante, la frecuencia es trimestral.

Fuente: INDEC y BCRA



Gráfico II.1

PIB
A precios de 1993



* Primer semestre
Fuente: INDEC

II.1 Coyuntura nacional

El buen desempeño de las variables fundamentales de la economía sigue constituyendo un marco adecuado para el desarrollo del sistema financiero

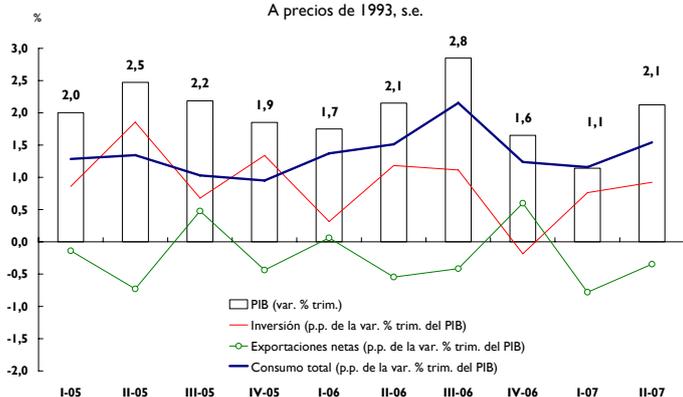
La economía argentina continuó evolucionando positivamente durante el primer semestre de 2007, acumulando cinco años de crecimiento sostenido. En particular, en la primera mitad del año el PIB se expandió a una tasa de 8,4% interanual (i.a.) (ver Gráfico II.1), avanzando a un ritmo similar al promedio de 2006. La actividad económica estuvo principalmente impulsada por los sectores proveedores de servicios y la cosecha récord de productos agrícolas. Como resultado, siguió disminuyendo la tasa de desocupación, tendencia principalmente liderada por la creación de empleo. Por su parte, los superávits fiscal⁷ y externo siguen resultando elevados en términos históricos.

El avance del PIB sigue siendo impulsado por la absorción doméstica, en particular, por el incremento del consumo privado (ver Gráfico II.2). Este movimiento se encuentra vinculado al aumento de la masa salarial, a lo que se agregan los efectos de medidas como los cambios en el impuesto a las ganancias y la mayor transferencia de recursos al sistema de seguridad social. Paralelamente, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) también evoluciona positivamente, expandiéndose a tasas de dos dígitos, liderada por el comportamiento de la inversión en equipo durable de producción.

El aumento en la IBIF se da en un contexto de mayor uso de la capacidad instalada y de ajuste en los precios relativos entre el factor trabajo y capital, situación que estaría favoreciendo una creciente incorporación de máquinas y equipos al proceso productivo. A esto se suma un mayor impulso en el margen del gasto en construcción, aunque menor que en años anteriores. Así, la inversión sigue mostrando el mayor ritmo de crecimiento de la economía (presentando tasas interanuales superiores a las del producto), sendero que la llevaría a cerca de 23%⁸ del PIB en 2007, el nivel más alto de las últimas décadas.

Gráfico II.2

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



Fuente: INDEC

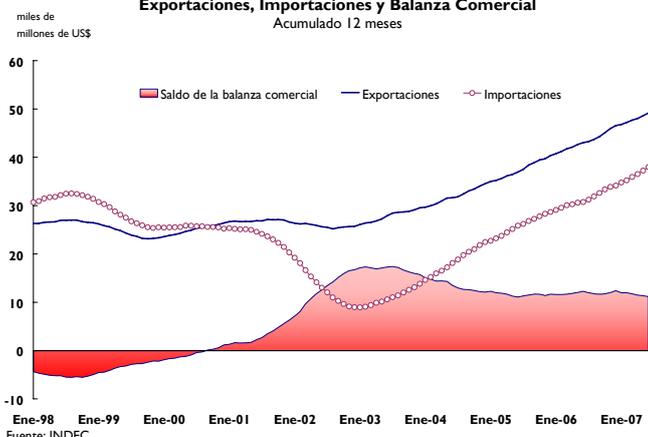
El superávit en el balance comercial sigue liderando el positivo desempeño de la Cuenta Corriente

La Cuenta Corriente continuó mostrando resultados positivos por quinto año consecutivo. Su saldo está principalmente explicado por el excedente de la balanza comercial (ver Gráfico II.3), en parte contrarrestado por salidas netas en la balanza de servicios reales y en las rentas de la inversión, aunque de magnitudes decrecientes. El superávit comercial sigue siendo impulsado por las exportaciones, que en la primera mitad del año registraron un incremento de 12,3% i.a., liderado por el alza de los precios y, en menor medida, por un aumento en las cantidades despachadas.

Mientras que durante 2006 las manufacturas de origen industrial (MOI) lideraron el incremento de las exportaciones, la expansión

Gráfico II.3

Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial
Acumulado 12 meses



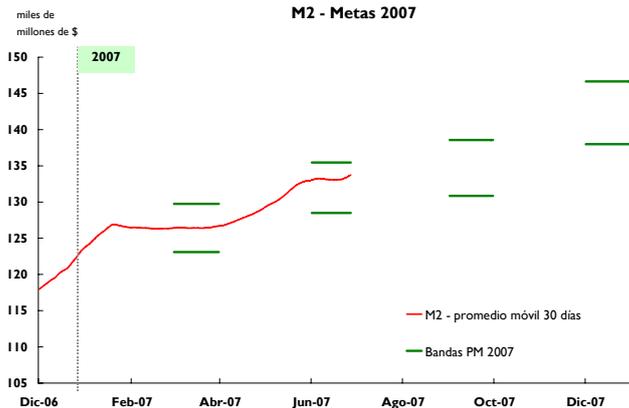
Fuente: INDEC

⁷ Para un desarrollo detallado sobre la evolución del sector público, ver Sección II.2.1

⁸ A precios de 1993



Gráfico II.4
M2 - Metas 2007



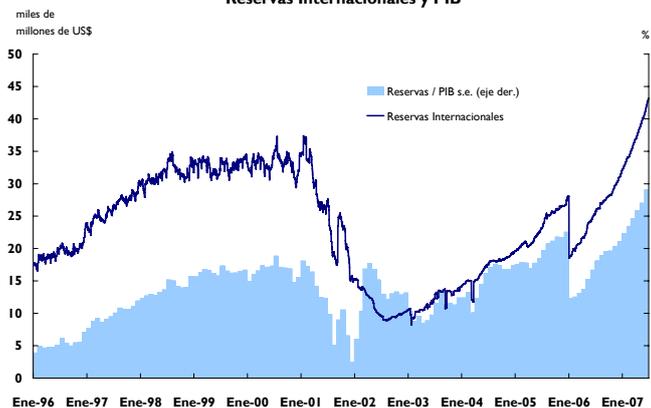
Fuente: BCRA

de las ventas en lo que va de 2007 responde en partes casi iguales a la contribución de los productos primarios, las manufacturas de origen agropecuario (MOA) y las MOI. Simultáneamente, las importaciones continúan exhibiendo un crecimiento sostenido. En el primer semestre de 2007 la suba llegó a 28% i.a., siendo casi íntegramente explicada por el aumento de las cantidades importadas (22% i.a.).

Efectiva respuesta del BCRA ante un escenario internacional más volátil

Durante la primera parte de 2007, el BCRA continuó realizando un estricto control de la evolución de los agregados monetarios, situación que se vio reflejada en una desaceleración en el ritmo de crecimiento del dinero transaccional (M2). De esta forma, en junio de 2007 la tasa de variación interanual se encontraba 1 p.p. por debajo de la que presentaba en igual mes del año anterior, ubicando al saldo promedio del M2 en \$135.400 millones (ver Gráfico II.4). De esta forma, el BCRA completó 16 trimestres consecutivos de cumplimiento de sus metas establecidas en el Programa Monetario (PM).

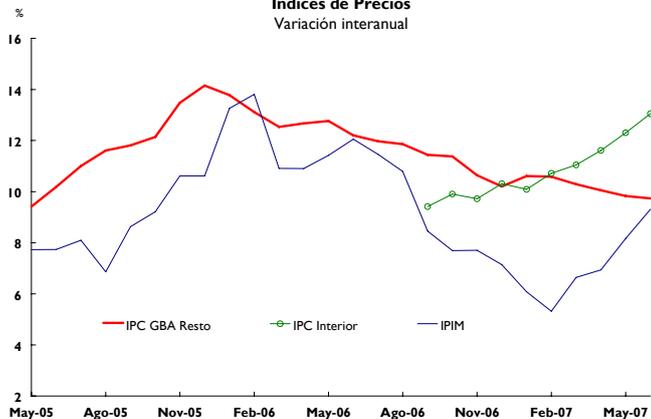
Gráfico II.5
Reservas Internacionales y PIB



Fuente: BCRA

En el primer semestre de 2007 el BCRA continuó con su estrategia de acumulación de reservas internacionales con fines prudenciales, lo que determinó que ascendieran a US\$43.157 millones a fines de junio (ver Gráfico II.5). Este incremento se produjo sin descuidar el equilibrio del mercado monetario. En este sentido, el BCRA mantuvo su agresiva política de esterilización, lo que le permitió absorber alrededor de 80% de la expansión monetaria generada por las compras de divisas durante el primer semestre de 2007. Los instrumentos de esterilización más importantes empleados fueron la colocación primaria de LEBAC y NOBAC, la cancelación anticipada de asistencias por iliquidez y la concertación de pasivos. Cabe destacarse que el uso de los distintos mecanismos de absorción se llevó a cabo sin comprometer el superávit cuasifiscal.

Gráfico II.6
Índices de Precios
Variación interanual



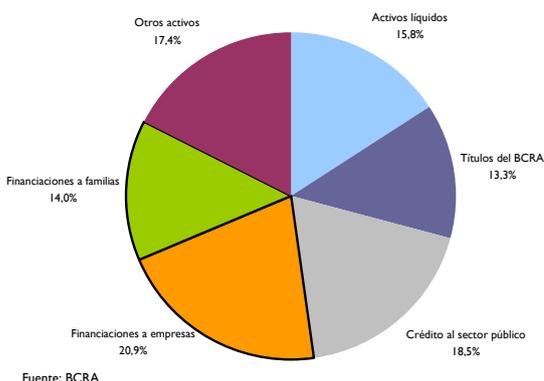
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

A partir de la segunda mitad de julio, las turbulencias en los mercados financieros internacionales afectó el tipo de cambio y las tasas de interés locales. En este contexto el BCRA se ocupó de atacar dos frentes en forma simultánea. Por un lado condujo intervenciones en el mercado de cambios en el marco de la estrategia de flotación administrada, cuyo objetivo consiste en evitar que las volatilidades en el tipo de cambio afecten las decisiones de gasto, ahorro e inversión de consumidores y productores, sin ofrecer un seguro de cambio que favorezca la entrada de capitales especulativos. Por otro lado, inyectó liquidez al mercado para evitar que los bruscos movimientos de las tasas de interés afectaran la dinámica del crédito.

En este sentido, se combinaron intervenciones directas en el mercado de cambios, coordinadas con la banca oficial, con el rescate de LEBAC y NOBAC en el mercado secundario, y se realizaron cambios regulatorios que incluyeron dos período de cómputo bimestral (julio-agosto y octubre-noviembre de 2007) para la constitución de los efectivos mínimos en pesos y la



Gráfico II.7
Cartera Activa del Sistema Financiero
En % del activo neteado - Junio de 2007



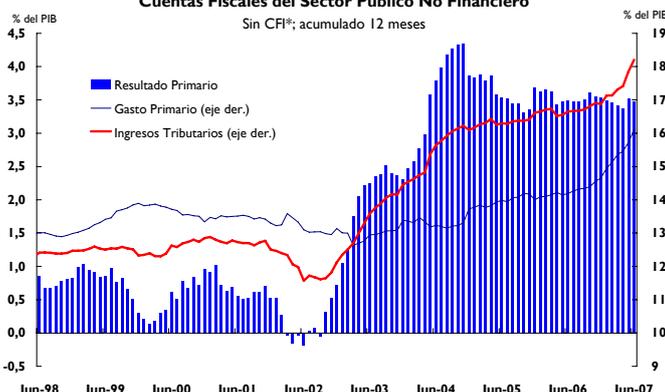
Fuente: BCRA

reducción de la exigencia mínima diaria de dicho régimen⁹. Todo esto está contribuyendo a normalizar los mercados monetarios y cambiarios, mostrando que el BCRA dispone de herramientas capaces de ayudar a impulsar un horizonte de previsibilidad.

La desaceleración del IPC GBA compensó el mayor ritmo en el interior

En la primera mitad del año el IPC GBA mostró una reducción en el ritmo de crecimiento en términos interanuales. En particular, acumuló un alza de 8,8% i.a. en junio de 2007, con una disminución de 2,3 puntos porcentuales (p.p.) respecto de lo observado un año atrás. Por su parte, los precios minoristas medidos a nivel nacional siguieron con un ritmo de incremento interanual relativamente estable, en torno a 10%, desde comienzos del año. Esta situación tuvo lugar en la medida que la evolución del IPC GBA se compensó con el comportamiento del IPC interior, ampliándose la brecha entre las tasas de crecimiento interanual de estos índices (ver Gráfico II.6).

Gráfico II.8
Cuentas Fiscales del Sector Público No Financiero
Sin CFI*; acumulado 12 meses



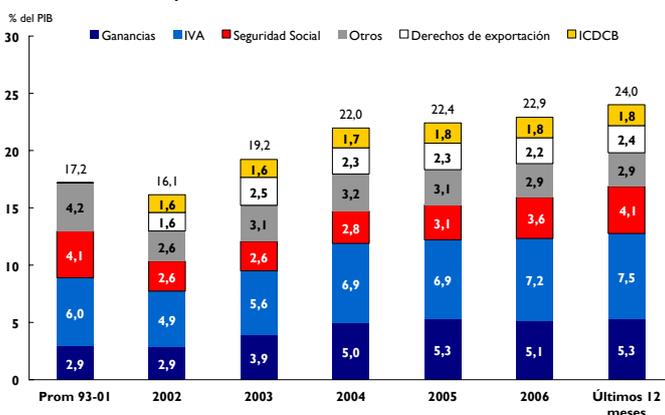
* Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

En junio de 2007 el IPC Nacional subió 10,5% i.a., determinado por un incremento de 8,8% i.a. en el GBA y un alza de 13,1% i.a. en el resto del país. Las mayores variaciones en los precios al consumidor en el interior del país se pueden explicar por la evolución de los rubros vinculados a algunos servicios públicos y a los alimentos y bebidas. Adicionalmente, los precios mayoristas presentan en el margen un incremento superior al de los períodos previos, principalmente en respuesta al encarecimiento de los productos primarios y alimentos.

II.2 Deudores del sistema financiero

La evolución de la participación del sector privado en la cartera de los bancos consolida la importancia de la actividad de monitoreo de las condiciones económicas y financieras de las familias y las empresas

Gráfico II.9
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional

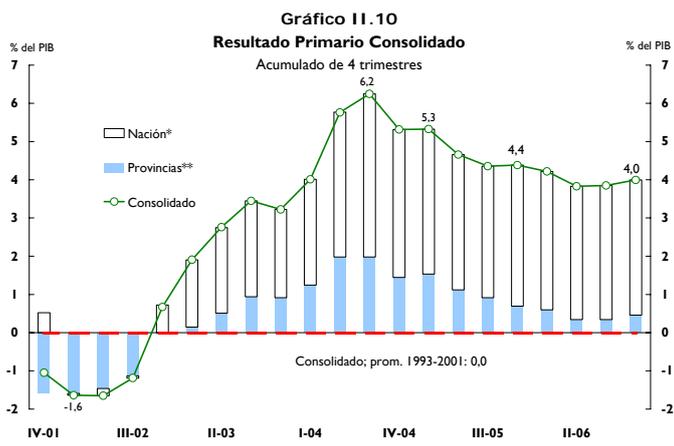


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

En la primera parte de 2007 continuó la expansión del financiamiento al sector privado, como contrapartida de la acelerada reducción en el crédito bancario al sector público (ver Gráfico II.7). De esta manera, el sistema financiero profundiza su independencia de las necesidades financieras del Gobierno, optando por alternativas de inversión en el sector privado con mejor relación riesgo-rendimiento. Esta dinámica impulsa un monitoreo cada vez mayor sobre la evolución económica y financiera de las empresas y de las familias.

De cara al cierre de 2007, se estima que, si bien a un ritmo menor, continuará la expansión de los recursos bancarios destinados al sector privado.

⁹ Del 50% al 40% de la exigencia del mes anterior.



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

Tabla II.1
Emisiones de Bonos en 2006 y 2007

Bono	Fecha de Licitación o Colocación	Monto de Emisión ¹	Precio de Corte ²	Rendimiento ²	Spread sobre Bono del Tesoro de EE.UU. ³
2006					
En dólares					
BODEN 2012*	19-Ene-06	312	80,0	8,5	418
BODEN 2012*	27-Ene-06	308	81,1	8,3	381
BODEN 2012*	14-Feb-06	308	81,1	7,8	311
BODEN 2012*	21-Feb-06	307	81,4	7,6	298
BONAR V	22-Mar-06	500	94,5	8,4	367
BONAR V	3-May-06	500	96,4	8,1	338
BODEN 2012*	9-May-06	239	83,7	7,5	253
BODEN 2012*	7-Jun-06	243	82,5	8,3	334
BODEN 2012*	27-Jun-06	245	81,6	9,1	393
BODEN 2012*	17-Jul-06	482	83,0	8,6	348
BONAR V	26-Jul-06	500	97,3	8,3	333
BONAR VII	7-Sep-06	500	92,7	8,4	364
BODEN 2012*	31-Oct-06	420	71,5	7,4	272
BONAR VII	30-Nov-06	500	96,3	8,0	356
Total 2006		5.365			
2007					
En dólares					
BONAR VII	25-Ene-07	500	99,0	7,7	287
BODEN 2015*	13-Feb-07	779	96,3	8,0	320
BONAR VII	15-Feb-07	500	99,5	7,7	303
BONAR X	12-Abr-07	750	90,3	8,5	372
BONAR X	10-May-07	750	90,9	8,4	378
En dólares 2007		3.279			
En Pesos					
BONAR ARG \$ V	7-Jun-07	1.500	95,6	11,7	-
En pesos 2007		1.500			

(1) Valor nominal en moneda de origen; (2) En %; (3) En puntos básicos
(*) Adjudicaciones privadas
Fuente: Secretaría de Finanzas

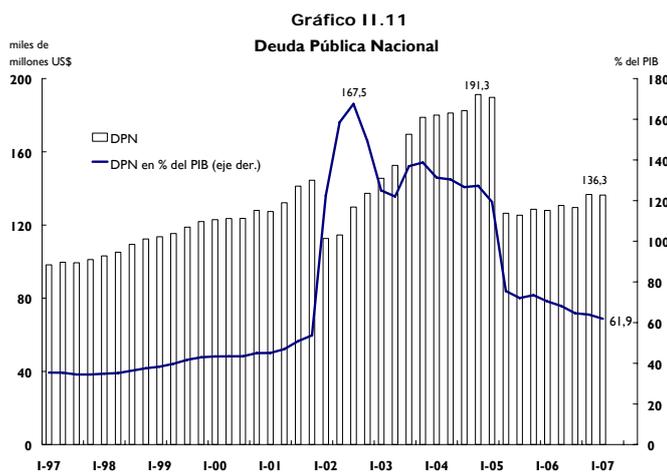
II.2.1 Sector público

El buen desempeño del sector público nacional¹⁰ se refleja en una buena y estable capacidad de repago de este sector

Durante el primer semestre de 2007 el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero totalizó \$14.325 millones, incrementándose \$1.735 millones con respecto a lo acumulado en mismo período de 2006, si bien se observó una leve reducción al medirlo en términos del PIB (0,2 p.p.) (ver Gráfico II.8). En términos de ingresos, este comportamiento recoge el desempeño de la recaudación tributaria nacional y el ingreso extraordinario de \$2.830 millones asociado a la Reforma Previsional (Ley N°26.222).¹¹ En particular, la recaudación tributaria nacional continuó creciendo a tasas elevadas en términos nominales y como porcentaje del PIB. En efecto, alcanzó aproximadamente \$92.100 millones en los primeros seis meses de 2007 (31% i.a.), impulsada principalmente por los ingresos provenientes del Impuesto al Valor Agregado, los recursos de la Seguridad Social y el Impuesto a las Ganancias (ver Gráfico II.9). Por su parte, el gasto total aumentó 40% i.a., superando la tasa de crecimiento de los ingresos. Este incremento en el gasto estuvo explicado principalmente por las erogaciones en prestaciones de la seguridad social, los gastos de capital y las mayores transferencias al sector privado. El incremento en las jubilaciones y pensiones obedeció a los aumentos en los montos de los haberes y a la incorporación de aproximadamente 1,2 millones de beneficiarios adicionales.

Por su parte, el pago de intereses aumentó 43% respecto al primer semestre de 2006. Una de las principales razones fue el aumento de la ponderación de los nuevos instrumentos tales como los BONAR, colocados a tasas de interés de mercado, que resultan mayores a las tasas de interés pagadas por los BODEN o los Préstamos Garantizados. Otras razones se encuentran en el ajuste por CER y en la reestructuración de la deuda con el Gobierno de España. Así, el superávit financiero se redujo 2,2% i.a. en el primer semestre de 2007, totalizando \$7.854 millones.

En 2006 las provincias sumaron un superávit primario de 0,5% y un resultado financiero de 0,1%, ambos en términos del PIB, exhibiendo caídas en relación a los saldos de 2005 (0,7% y 0,3%, respectivamente). Este deterioro obedeció al incremento del gasto primario vinculado al aumento en las remuneraciones a los empleados públicos, que representan la mitad de los gastos primarios de las provincias. Cabe destacarse que los resultados fiscales primario y financiero del sector público provincial se ubicaron en línea con las previsiones incluidas en el Presupuesto Nacional 2007 para ese año¹². De esta forma, el sector público consolidado no financiero (Nación y Provincias) registró, durante 2006, un superávit primario equivalente a 4% del PIB,



Fuente: Secretaría de Finanzas e INDEC

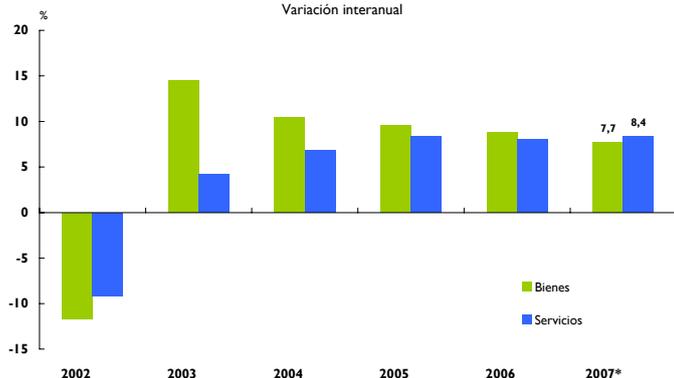
¹⁰ Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del Sector Público ver los Informes de Inflación del segundo y tercer trimestre de 2007.

¹¹ La Resolución de la Secretaría de Seguridad Social N°135/2007 establece la transferencia de los saldos totales de las cuentas de capitalización individual provenientes de los aportes obligatorios y los conceptos relacionados a los mismos de los trabajadores afiliados a regímenes especiales regulados por las Leyes N°22.731 (funcionarios del Servicio Exterior de la Nación) y N°24.018 (magistrados y funcionarios judiciales y públicos) y los Decretos N°137/2005 (docentes de nivel inicial, primario, medio técnico y superior no universitario de provincias afiliados a cajas previsionales transferidas a la Nación) y N°160/2005 (investigadores científicos y tecnológicos).

¹² En el Presupuesto Nacional 2007 se proyectaron para 2006 superávits primario y financiero del sector público provincial de 0,4% del PIB y 0,1% del PIB, respectivamente.

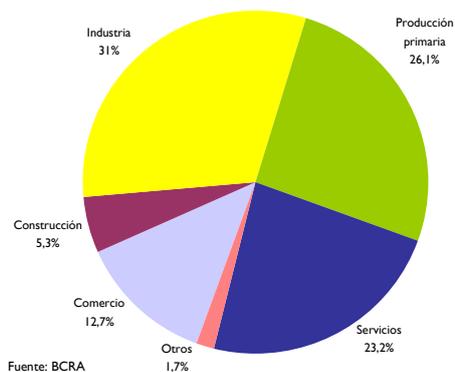


Gráfico II.12
PIB. Bienes y Servicios
Variación interanual



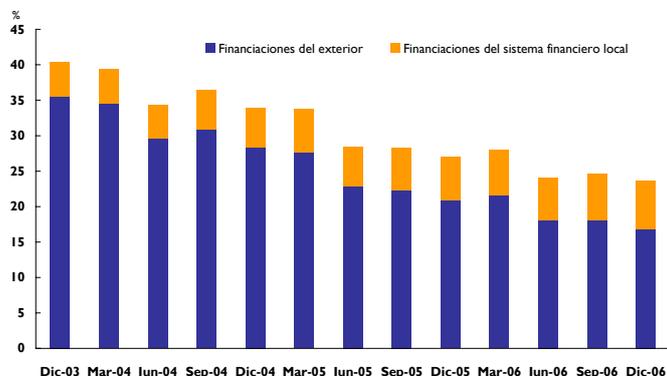
* Acumulado I sem-07
Fuente: INDEC

Gráfico II.13
Cartera de Financiaciones a Empresas
Junio de 2007



Fuente: BCRA

Gráfico II.14
Deuda de las Empresas
En % del PIB



Fuente: INDEC y BCRA

luego de haber sumado 4,4% en 2005 (ver Gráfico II.10). Se estima que estos valores continuarían reduciéndose en 2007, aunque todavía se mantendrían elevados en términos históricos.

Avances en la normalización de los pagos de la deuda pública y menores niveles relativos de endeudamiento

En el marco del Programa de Emisión de Deuda 2007, durante el primer semestre de 2007 el Gobierno se financió en los mercados de capitales con deuda en dólares por un valor nominal (VN) de US\$3.279 millones, de los cuales US\$2.500 millones se colocaron a través de licitaciones y US\$779 millones correspondieron a colocaciones directas a Venezuela. Adicionalmente, el Gobierno colocó un nuevo instrumento denominado en moneda local por VN de \$1.500 millones, siendo éste un bono con amortización íntegra al vencimiento (*bullet*) a 5 años de plazo, con una tasa de interés nominal anual de 10,5% pagadera semestralmente (ver Tabla II.1). El rendimiento promedio de las licitaciones en dólares efectuadas durante el primer semestre de 2007 igualó al registro del año previo (8,2% anual), mientras que la vida promedio se extendió 3 años.

Así, las emisiones de deuda, junto con el superávit primario y el uso de cuentas, permitieron a la Tesorería General de la Nación cubrir las necesidades financieras del primer semestre del año. En este período, el Tesoro no demandó Adelantos Transitorios del BCRA en términos netos, por lo que el *stock* se mantuvo en el mismo nivel de fin de 2006.

Durante el primer trimestre de 2007 el *stock* de la Deuda Pública Nacional alcanzó US\$136.348 millones (61,9% del PIB), exhibiendo un aumento de US\$8.400 millones en relación con igual trimestre de 2006 (ver Gráfico II.11). No obstante, en términos del PIB la caída fue significativa (8,5 p.p.), dado el crecimiento del nivel de actividad. Si bien la relación de la deuda pública respecto del PIB aún es elevada en comparación con los niveles registrados en los años previos a la crisis de 2001-2002, su reestructuración permitió mejorar el perfil de vencimientos de corto y mediano plazo (extensión en la vida promedio y reducción en las tasas de interés) y disminuir la exposición al riesgo cambiario al incrementar la participación de la deuda denominada en pesos.

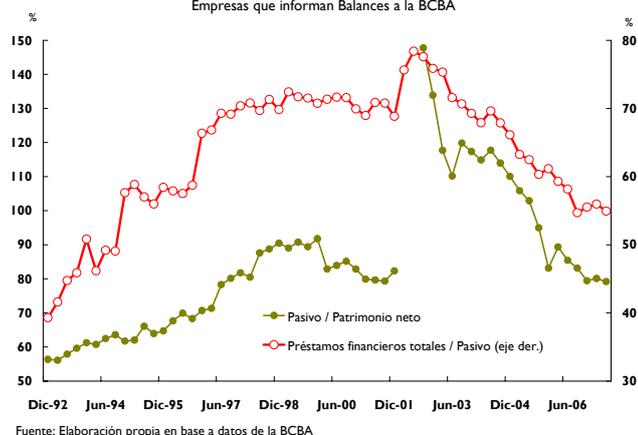
Además, el Gobierno Nacional continuó avanzando en la regularización de los atrasos en el servicio de la deuda pública. En enero de 2007 se acordó la forma de cancelación de la deuda contraída con España por US\$983 millones¹³. De esta forma, actualmente más de 95% del *stock* total de la deuda pública se encuentra en situación de pago normal¹⁴.

¹³ El Decreto N° 268/2007 detalla la forma de cancelación del pago y los montos a abonar en forma trimestral hasta fin de 2012.

¹⁴ Se excluye del cálculo el saldo de los títulos públicos elegibles no presentados al Canje 2005 (*holdouts*), que al 31 de marzo de 2007 ascendían a VN US\$26.532 millones.



Gráfico II.15
Endeudamiento de Empresas Listadas
Empresas que informan Balances a la BCBA



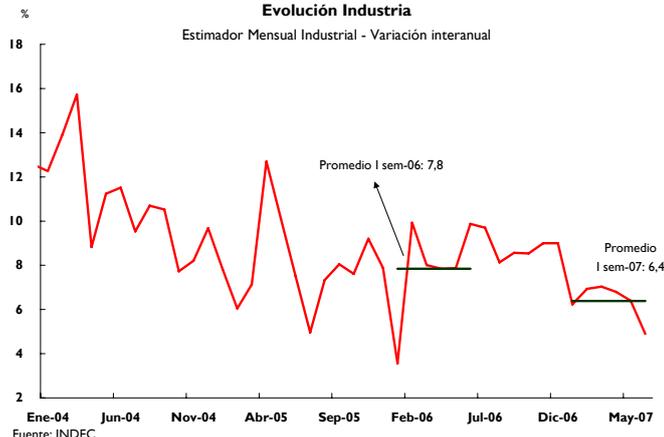
II.2.2 Empresas

El buen desempeño registrado en los sectores de bienes y de servicios, combinado con los menores niveles de endeudamiento, fortalece la posición económica y financiera de las empresas

La actividad económica siguió en ascenso en el primer semestre de 2007, registrando un crecimiento superior a 8% interanual. Este movimiento estuvo principalmente impulsado por los sectores productores de servicios (ver Gráfico II.12). Estos sectores continúan siendo favorecidos por el incremento del consumo de las familias, a partir de la continuidad de la expansión del empleo, los salarios y el crédito.

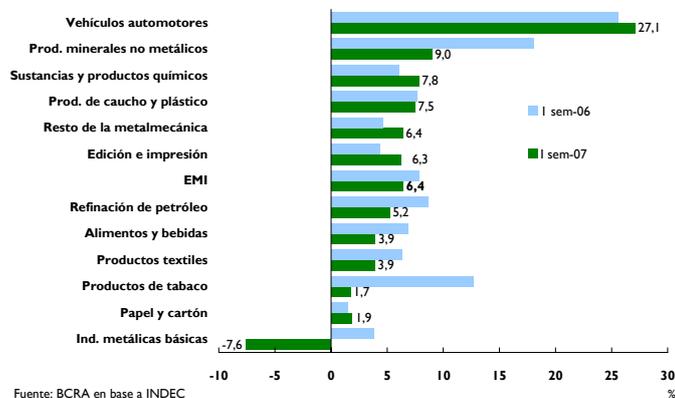
Los sectores relacionados con la producción de bienes también registraron un ascenso, aunque ligeramente más moderado. Se destacó el comportamiento del sector agropecuario que alcanzó en la campaña 2006/07 un nuevo máximo histórico de producción. Por su parte, tanto la construcción como la industria continúan creciendo, aunque a un ritmo inferior al observado un año atrás.

Gráfico II.16
Evolución Industria
Estimador Mensual Industrial - Variación interanual



En este marco, las empresas continuaron ampliando la utilización del financiamiento proveniente del sistema financiero local. En particular, la producción primaria de bienes continúa incrementando su participación en los recursos crediticios de los bancos, acumulando 26,1% del total (ver Gráfico II.13), en línea con el destacado dinamismo evidenciado por el sector. Con un ritmo de crecimiento más moderado, la industria sigue siendo el principal deudor corporativo del sistema financiero. Asimismo, los créditos a los servicios y al comercio sostienen su crecimiento, impulsados por el incremento de su actividad en lo que va de 2007.

Gráfico II.17
EMI. Evolución Sectorial
Variación interanual



El crecimiento de los distintos sectores productivos de bienes y servicios, en un marco de menores niveles de endeudamiento externo, son factores que se cristalizan en la recomposición de la capacidad de pago del sector corporativo. En particular, el peso de la deuda externa e interna¹⁵ de las empresas sobre el PIB se ubicaba en torno a 23,6% a fines de 2006 (ver Gráfico II.14), por debajo de los valores de pre-crisis.

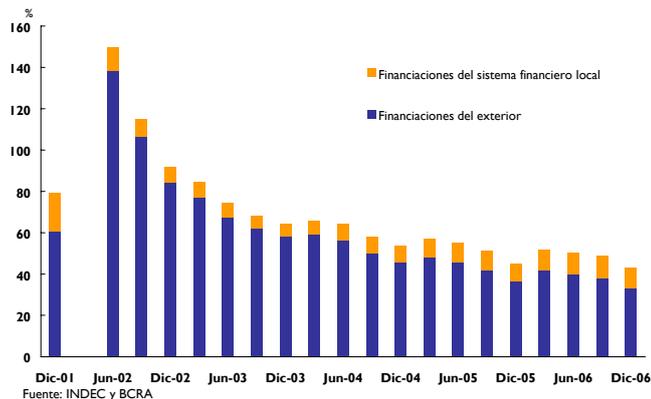
Las empresas con acceso al mercado de capitales local (generalmente con mayor tamaño relativo), habrían mantenido relativamente estable su posición financiera en lo que va de 2007 (ver Gráfico II.15). El nivel de apalancamiento de este grupo de firmas no presentó modificaciones entre puntas del primer semestre del año, ubicándose levemente por debajo de los valores de pre-crisis, mostrando cierto margen para obtener nuevos recursos sin afectar su capacidad de pago. La tendencia decreciente de la participación del sistema financiero en el financiamiento se detuvo en este período.

De cara al cierre de 2007, se estima que todos los sectores productivos mantengan una tendencia positiva, con menores niveles de endeudamiento externo, situación que les permitiría

¹⁵ En el caso de la deuda externa es el total de deuda, mientras que para la deuda local se considera sólo la deuda con el sistema financiero.



Gráfico II.18
Deuda de la Industria
En % del PIB industrial



Fuente: INDEC y BCRA

continuar mejorando su posición económica y financiera. En este marco, se prevé que el sector corporativo seguirá incrementando su demanda de financiamiento del sistema financiero, si bien las volatilidades en los mercados financieros internacionales podrían moderar esta tendencia.

III.2.2.1 Industria

Pese a la desaceleración, sigue sólida la capacidad de pago de la industria

En el primer semestre de 2007 la producción manufacturera continuó evolucionando positivamente, beneficiada por la tendencia creciente de la demanda tanto interna como externa. No obstante, el sector mostró un ritmo de crecimiento inferior al del año anterior, acumulando en los primeros seis meses de 2007 un incremento de 6,4% i.a., mientras que en el mismo período de 2006 la suba había sido de 7,8% i.a. (ver Gráfico II.16).

La mayor actividad industrial se extendió prácticamente a todas las ramas manufactureras, con excepción de las industrias metálicas básicas, y fue liderada por la producción automotriz, los minerales no metálicos y los productos químicos, que explicaron cerca de dos terceras partes de la expansión sectorial en el semestre (ver Gráfico II.17).

La favorable evolución de la industria fue acompañada por un leve retroceso en el uso de la capacidad instalada. En este sentido, en los meses siguientes la mayor producción industrial estaría asociada a la ampliación de la frontera productiva y a la incorporación de nuevos trabajadores, en un contexto de aumentos de la productividad laboral.

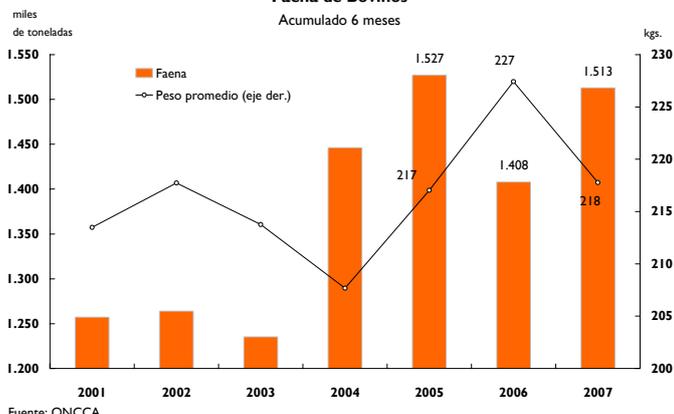
Tabla II.2
Producción de Granos y Algodón

	2005-06		2006-07		Var % 2006-07 / 2005-06	Dif. tns 2006-07 / 2005-06
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
Cereales	31.629	41,2	42.175	44,6	33	10.547
Maíz	14.446	18,8	22.000	23,2	52	7.554
Trigo	12.574	16,4	14.563	15,4	16	1.988
Sorgo granifero	2.328	3,0	3.000	3,2	29	672
Arroz	1.193	1,6	1.060	1,1	-11	-133
Cebada cervecera	795	1,0	1.266	1,3	59	471
Avena	227	0,3	243	0,3	7	16
Centeno	33	0,0	17	0,0	-47	-16
Otros	33	0,0	27		-18	-6
Oleaginosas	44.728	58,3	51.904	54,8	16	7.176
Soja	40.500	52,8	47.600	50,3	18	7.100
Girasol	3.800	4,9	3.620	3,8	-5	-180
Maní	347	0,5	580	0,6	67	233
Otros	81	0,1	104	0,1	29	23
Algodón	418	0,5	550	0,6	31	132
Total	76.775	100,0	94.629	100,0	23	17.855

* Indica el record de producción obtenido para cada cultivo entre las campañas 1979/80 y 2005/06.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de SAGPyA y USDA

El endeudamiento total de la industria evidenció cierta reducción a lo largo de 2006, por la leve disminución en la exposición externa, movimiento que fue parcialmente compensado por el incremento en el financiamiento local (ver Gráfico II.18). Si bien los recursos externos alcanzan un tercio del producto del sector, representan poco menos de la mitad de la participación registrada en 2001, reduciendo así su exposición a la volatilidad del tipo de cambio y permitiéndoles continuar consolidando su posición financiera.

Gráfico II.19
Faena de Bovinos
Acumulado 6 meses



Fuente: ONCCA

El crecimiento de la actividad industrial esperado para los próximos meses, en un marco de incremento de la demanda interna y externa, decrecientes niveles de endeudamiento externo con mayor ponderación de las obligaciones en moneda local, conforma un escenario que permitiría mejorar los indicadores de solvencia del sector. De esta manera, la industria podría llevar a cabo inversiones que amplíen su capacidad productiva, en un marco de buena capacidad de pago, cuyo financiamiento estaría cada vez más volcado al sistema financiero local (ver Gráfico II.13)

Gráfico II.20
Deuda del Sector Primario
En % del PIB del sector primario

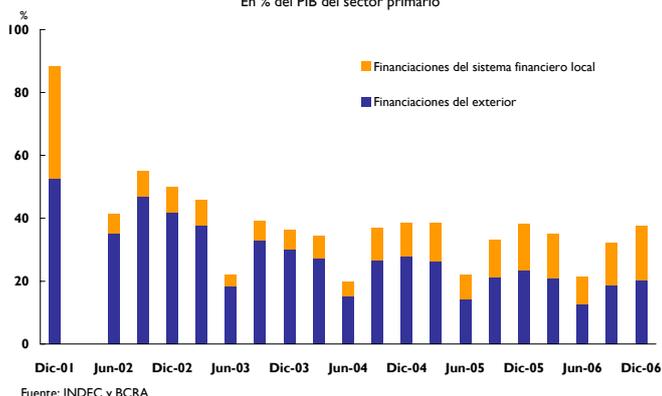


Gráfico II.21
PIB Servicios
Variación interanual

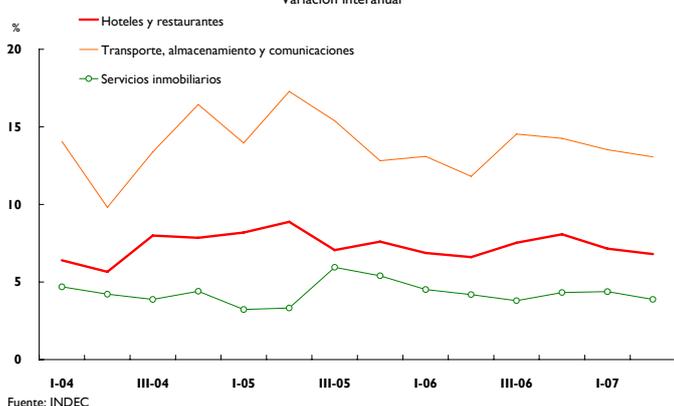
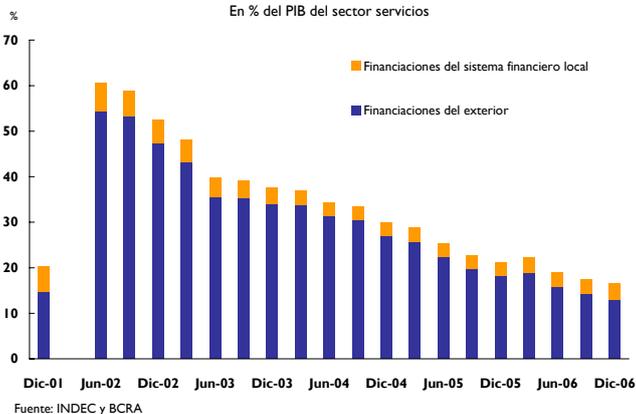


Gráfico II.22
Deuda del Sector Servicios
En % del PIB del sector servicios



III.2.2.2 Sector Primario

Cosechas récord, en un contexto de precios favorables de las commodities, fortalecen la solidez del campo

Los buenos rindes, la ampliación de la superficie cultivada y los elevados precios internacionales impulsaron la producción agrícola. La cosecha 2006/07 alcanzó un nuevo máximo histórico, con una campaña cercana a las 95 millones de toneladas, situándose 23% por encima del ciclo previo y superando en 12% el récord obtenido durante 2004/05. En particular, la cosecha de maíz y soja fueron las que más aportaron al crecimiento (ver Tabla II.2). Las perspectivas de la campaña 2007/08 mantienen un sesgo favorable, esperándose un volumen similar al de la campaña previa, con precios en torno a los actuales o levemente superiores.

Por su parte, el volumen de carne obtenido por la faena de animales bovinos en la primer mitad del año registró un ascenso de 7,4% i.a., lo que permitió volver a niveles similares a los de 2005 luego del descenso verificado el año pasado (ver Gráfico II.19). El incremento de la producción fue destinado principalmente al abastecimiento del mercado interno, en tanto que los niveles exportados se mantuvieron estables. La producción de leche para su procesamiento en fábricas se redujo fuertemente en el primer semestre del año como consecuencia de las inundaciones, las heladas y la reducción de la cantidad de tambos en actividad, asociada a la menor rentabilidad del sector. Así, la oferta de lácteos se redujo 13% i.a. con respecto al año pasado, en un contexto en que la cantidad de tambos cayó 3%. No obstante, se prevé que la producción podría ir normalizándose lentamente en lo que resta del año.

El endeudamiento de las empresas del sector primario sigue siendo moderado (aproximadamente 38% de su producto) (ver Gráfico II.20), dependiendo en partes iguales de recursos internos y externos. El bajo nivel de endeudamiento en moneda extranjera sumado a la elevada ponderación de los ingresos en dólares sobre el total, impulsan la solidez del sector agropecuario frente al riesgo cambiario. Este contexto, combinado con las positivas perspectivas para el desarrollo de la actividad primaria en los próximos meses, consolidan la buena posición económica y financiera de estas empresas.

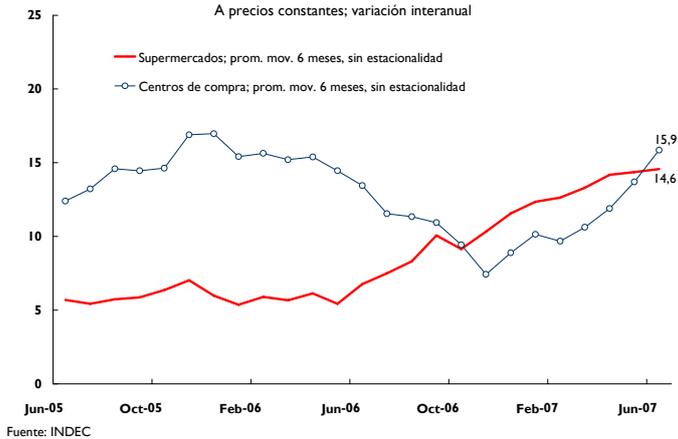
III.2.2.3 Servicios

Continúa mejorando la posición económica y financiera de las empresas de servicios

Los sectores productores de servicios lideraron el crecimiento de la economía en lo que va de 2007 (ver Gráfico II.21). En particular, las empresas de servicios públicos siguieron mostrando un importante crecimiento de su actividad en el primer semestre del año, registrando un incremento de 16% i.a., movimiento principalmente impulsado por las telecomunicaciones. Asimismo, también mostró una elevada suba el transporte de pasajeros que acompañó el aumento del empleo y del turismo.



Gráfico II.23
Ventas en Supermercados y Centros de Compra
A precios constantes; variación interanual



En este contexto de expansión en su actividad, las empresas de servicios continúan incrementando la ponderación del financiamiento local en términos de su producto sectorial. Este movimiento está más que compensado por la caída en su endeudamiento en moneda extranjera, ubicándose a fines de 2006 en 78% del total (ver Gráfico II.22), casi 12 p.p. menos que dos años atrás. Así, si bien se reduce gradualmente la exposición de este sector típicamente no transable a modificaciones en el tipo de cambio peso-dólar, aún queda vigente cierta exposición al riesgo cambiario.

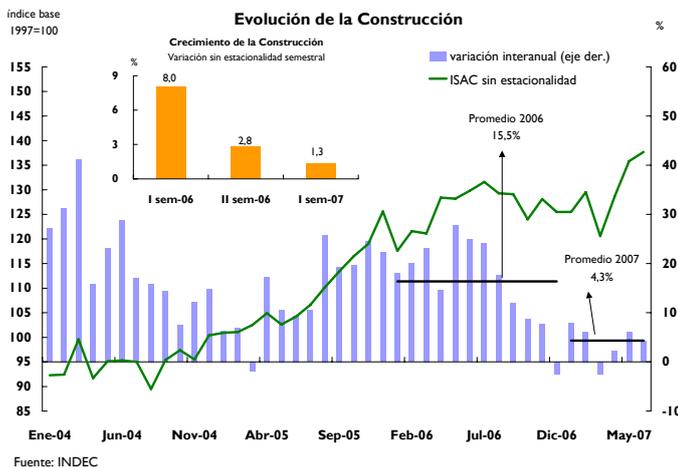
III.2.2.4 Comercio

Las mayores necesidades de inversión, en un marco de buena capacidad de pago del sector, permite a las empresas orientadas al comercio incrementar su endeudamiento y mantener una posición financiera relativamente sólida

El comercio minorista continúa transitando por un sendero de crecimiento. Las ventas minoristas de los primeros seis meses de 2007 muestran un incremento superior en relación a los años precedentes. En particular, en el período considerado las ventas en supermercados medidas a precios constantes aumentaron 14% i.a., mientras que en los centros de compras la variación fue de 15,5% i.a. (ver Gráfico II.23).

En este marco, se verifica un incremento de las inversiones en el sector, ya que tanto los supermercados como los centros de compras presentan un aumento en los locales activos y en la superficie del área de ventas. Asimismo, el mantenimiento del porcentaje de ocupación de los locales por encima de 93% hace prever que no se desacelerará el ritmo de las inversiones en este tipo de emprendimientos. En este sentido, los reducidos niveles de endeudamiento de este sector (casi 22% a fines de 2006), le brinda una posición financiera propicia para continuar cubriendo estas necesidades de inversión con recursos provenientes de terceros.

Gráfico II.24
Evolución de la Construcción



III.2.2.5 Construcción

En un contexto de moderada desaceleración en la construcción, se mantienen bajos los niveles de utilización del fondeo a través del sistema financiero

En el primer semestre de 2007 la construcción evidenció una trayectoria ascendente (ver Gráfico II.24), con un crecimiento de 4% i.a.. Esta expansión fue más moderada que en años previos, dando cuenta de la madurez que presenta el sector en algunos segmentos.

El mayor aporte al crecimiento de la construcción actualmente proviene de la obra pública, destinada principalmente a proyectos viales y de infraestructura (ver Gráfico II.25). Asimismo, la mayor actividad económica, especialmente en la industria, el comercio y el turismo, favorecen la ampliación de plantas industriales y una mayor inversión en edificaciones turísticas. Por su parte, la construcción de viviendas, que se había expandido significativamente en 2006, crece en menor

Gráfico II.25
Construcción. Evolución por Bloque
Variación interanual

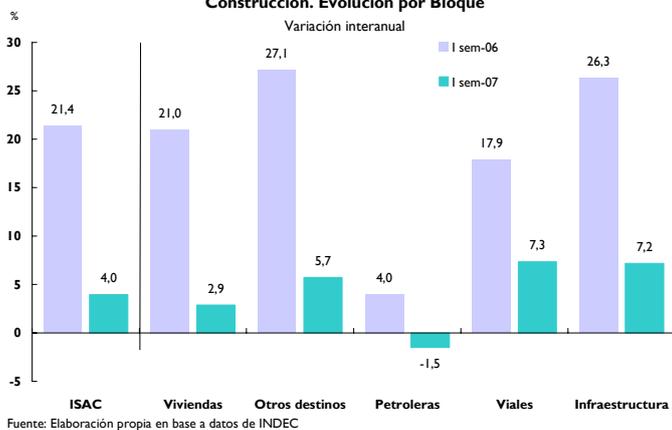
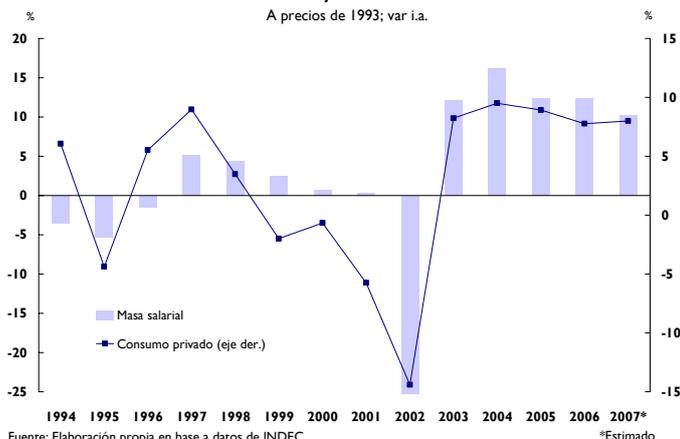




Gráfico II.26
Masa Salarial y Consumo Privado
A precios de 1993; var i.a.



medida, mostrando cierto agotamiento en los emprendimientos destinados a las familias de mayores ingresos.

A diferencia de las caídas registradas en períodos anteriores, se observa cierta estabilidad en el endeudamiento de las empresas de la construcción, manteniéndose en niveles reducidos, lo que les permite disponer de una sólida posición financiera. De cara al cierre de 2007, si bien se espera que la actividad de la construcción siga expandiéndose, los leves retrocesos que exhibieron los permisos de construcción y las perspectivas de los empresarios del sector en los últimos meses indicarían un ritmo de crecimiento menor al de los últimos años.

II.2.3 Familias

Si bien aún desde niveles bajos, aumenta el endeudamiento de las familias

Durante el primer semestre de 2007, el gasto de los hogares mantuvo su tendencia ascendente, fomentado principalmente por el mayor ingreso disponible (ver Gráfico II.26), en un contexto de mayor endeudamiento de las familias. Los salarios nominales crecieron a un ritmo ligeramente superior al de 2006, a la vez que se otorgaron mejoras en las remuneraciones de los beneficiarios previsionales así como en las asignaciones familiares.

Las condiciones laborales también continuaron mejorando en el primer semestre de 2007. La desocupación presentó una nueva reducción, a partir de un sostenido incremento del empleo. De este modo, la tasa de desocupación del segundo trimestre del año se ubicó en 8,5% de la población económicamente activa (ver Gráfico II.27), el menor valor desde octubre de 1992. De esta forma, la tasa de desocupación alcanzó una caída cercana a 16 p.p. respecto al máximo registrado en mayo de 2002. En tanto, la tasa de ocupación alcanzó a 42,4% de la población, ubicándose 0,6 p.p. por encima del registro del mismo período de 2006, marcando un nuevo récord histórico. Asimismo, el aumento del empleo se habría concentrado en el segmento formal, lo que se traduce en un indicador de la mayor solidez de pago del sector familias, en la medida que implica mejores sueldos y una menor probabilidad de despido.

Gráfico II.27
Tasas de Actividad, Empleo y Desocupación
Aglomerados urbanos cubiertos por la EPH Continua

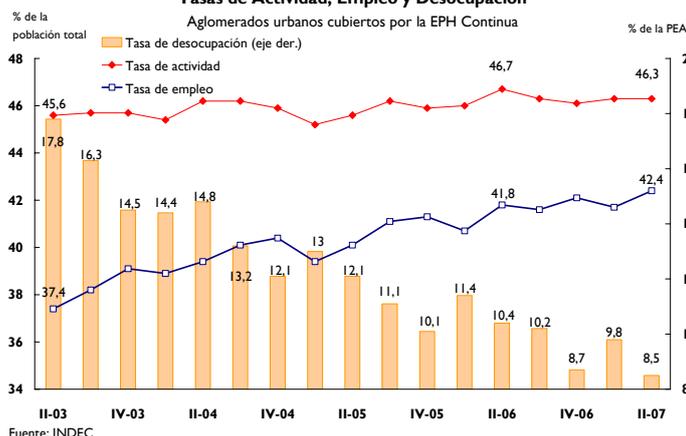
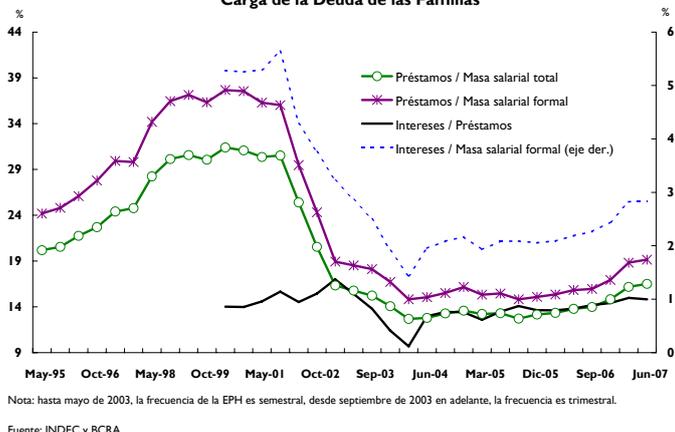


Gráfico II.28
Carga de la Deuda de las Familias



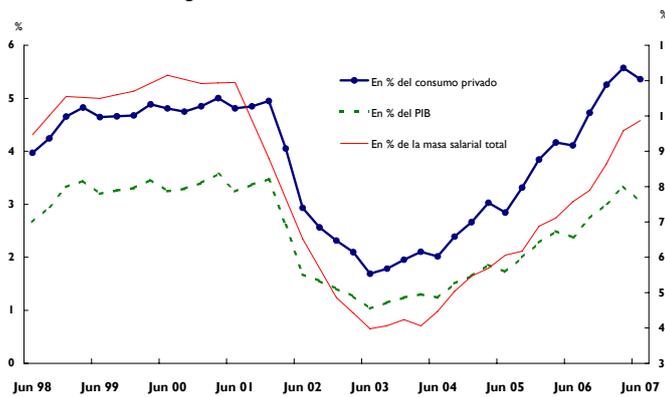
El endeudamiento total de las familias continúa creciendo por encima de la expansión de sus ingresos (ver Gráfico II.28), si bien sigue ubicándose por debajo de los valores observados en pre-crisis. En este marco, las familias sostienen una buena capacidad de repago, impulsada por el sendero de caída en el nivel de desempleo, las mejoras en los salarios, las buenas perspectivas de ingresos y las tasas de interés reales relativamente bajas para los próximos períodos.

Debe destacarse que el incremento en el endeudamiento de las familias se encuentra particularmente liderado por las líneas destinadas al consumo. En efecto, mientras que las líneas de más largo plazo (las hipotecarias) comenzaron a tomar un mayor dinamismo recientemente, el sendero de ampliación en el endeudamiento de las familias ha sido principalmente motorizado por los préstamos personales y las tarjetas de crédito.

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



Gráfico II.29
Carga de la Deuda de Consumo de las Familias



Fuente: BCRA

En perspectiva, estas líneas crediticias de corto y mediano plazo ya han alcanzado una significativa participación, tanto en términos de la masa salarial, del producto como en relación al consumo de los hogares (ver Gráfico II.29).

Para el segundo semestre del año se espera que continúe la tendencia de reducción del desempleo, impulsada por el crecimiento de la cantidad de ocupados (principalmente en el sector formal) en un contexto de recomposición salarial, lo que favorecería el nivel de ingresos real de las familias. Adicionalmente, se prevé que las recientes modificaciones impositivas y subas de las jubilaciones también impulsen el ingreso disponible de las familias.

III. MERCADO DE CAPITALES

Síntesis

En línea con la preocupación a nivel internacional (fundamentalmente por la crisis del sector de hipotecas subprime y su impacto sobre el crecimiento de EEUU) este semestre se observó un comportamiento más volátil para las principales variables del mercado de capitales argentino. Si bien para diversas variables se verifica una mejora a nivel semestral, se cierra el período con cierto deterioro, lo que se intensificaría en los primeros meses del segundo semestre, en el marco de las turbulencias en los mercados a nivel global (con fuerte deterioro para la generalidad de los emergentes en julio-agosto y cierta recuperación posterior). De esta manera, se termina reafirmando un escenario de mayor incertidumbre, sin definiciones sobre cual será el alcance ni la duración de los problemas a nivel internacional y el impacto final sobre los mercados emergentes en general y el argentino en particular. Sin embargo, la fortaleza de los fundamentos macroeconómicos en los países de la región les da mayor margen para enfrentar períodos de alta volatilidad.

En la primer mitad de 2007, los títulos públicos acompañaron la evolución de los mercados internacionales, con erosión durante el período de alta volatilidad de febrero-marzo, una recuperación parcial posterior y un comportamiento errático durante mayo y junio (que hacia julio-agosto derivaría en un debilitamiento, acompañando al resto de la deuda emergente). Tanto los bonos en dólares como aquellos en pesos más CER terminan el semestre con un alza en los rendimientos (más marcada en los bonos más largos). Dado que a las turbulencias en los mercados internacionales se agregó cierta incertidumbre a nivel local, los títulos del país terminaron mostrando un debilitamiento relativo con respecto a la renta fija de otros países emergentes (un comportamiento similar se dio para los CDS). No obstante, el Gobierno pudo colocar deuda en los mercados, llegando a financiarse en pesos a tasa de interés fija por primera vez desde la crisis de 2001-2002.

Durante el primer semestre, en el marco del Programa Monetario, se destacó un marcado protagonismo de las Lebac (en un contexto de contracción de las tasa de interés). Los rendimientos en el mercado primario no mostraron variaciones de consideración a nivel semestral (excepto cierta rebaja para los instrumentos más largos), mientras en el mercado secundario se observó una tendencia hacia menores rendimientos que se revertiría parcialmente en los últimos meses del período. Al comenzar el segundo semestre los rendimientos se ampliarían en forma notoria, acompañando el deterioro de los mercados a nivel global.

Las colocaciones de deuda privada en el primer semestre de 2007 mostraron un impulso este semestre, con emisión de ON por cerca de \$7.600 millones (casi el doble que en igual período de 2006). Se destaca el avance de las colocaciones en pesos a tasa de interés fija, liderado por las entidades financieras. Siguió observándose importantes emisiones de fideicomisos, acompañando el dinamismo observado en el consumo. La negociación de cheques de pago diferido continuó expandiéndose, aunque este semestre con tasas de interés en baja. El Merval marcó nuevos máximos, pero mostró una volatilidad en alza (acompañando a los mercados internacionales) y una performance menos positiva que el resto de las bolsas de la región. En materia de derivados, la negociación de futuros y forwards de dólar alcanzó nuevos máximos, mientras se observaban algunas operaciones de futuro sobre el bono más líquido del mercado (el Discount en pesos).

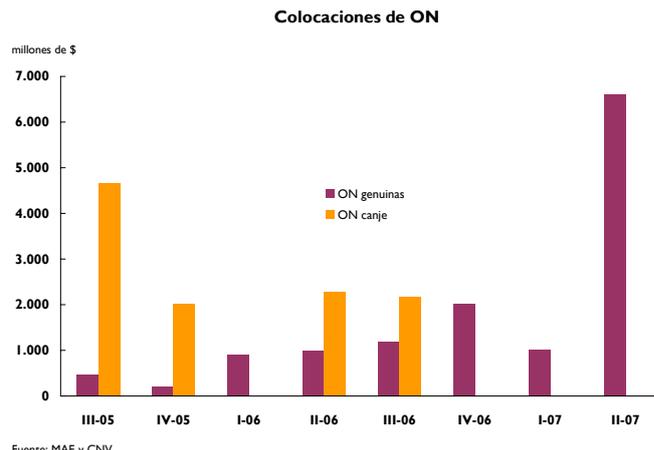
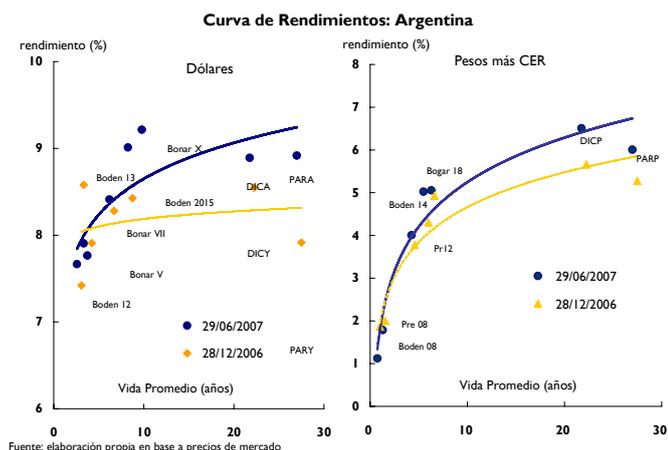
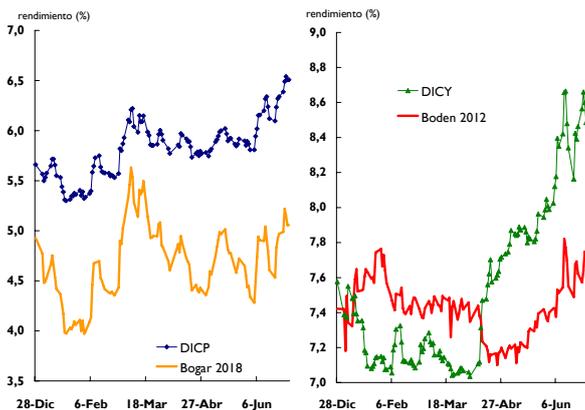




Grafico III.1

Rendimientos de Títulos Argentinos de Mayor Liquidez



Fuente: elaboración propia en base a precios de mercado

III.1. Renta fija del sector público

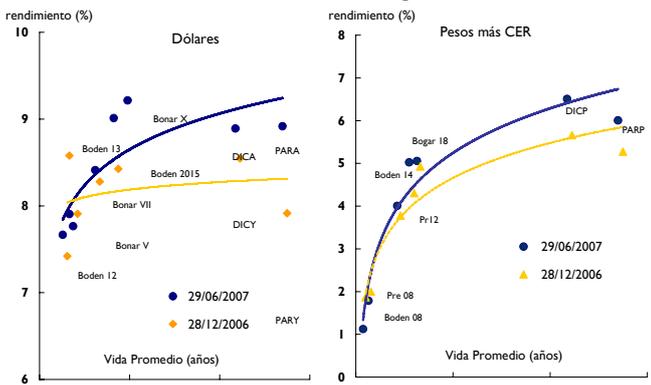
El período de turbulencias de fines de febrero en los mercados financieros internacionales afectó las cotizaciones de los títulos públicos argentinos, que mostraron una importante volatilidad durante el semestre y un mayor deterioro que el observado para otros países de la región

Si bien a comienzos del semestre los precios de los títulos públicos argentinos ampliaban la dinámica alcista que caracterizara a la segunda mitad de 2006 (alcanzándose spreads sobre instrumentos del Tesoro norteamericano históricamente bajos), hacia fines de febrero se observaría un deterioro, acompañando al incremento de la volatilidad en los mercados internacionales (ver Gráfico III.1). Efectivamente, como consecuencia de una serie de factores no vinculados con la región (derrumbe de índices bursátiles en China y preocupación acerca de eventuales medidas contractivas por parte de su Gobierno, señales de debilidad en el crecimiento en EEUU en general y el mercado de viviendas e hipotecario en particular) entre fines de febrero y comienzos de marzo se observó un contexto turbulento a nivel internacional, del cual los activos argentinos no estuvieron exentos. Aunque hasta fines de abril se observaría cierta recomposición en las cotizaciones, durante mayo y junio los bonos argentinos volverían a mostrar un comportamiento errático (a raíz de las volatilidades en los mercados financieros globales), finalizando el semestre mostrando cierto deterioro.

Hacia fines de junio los rendimientos de los instrumentos denominados en dólares y en pesos más CER mostraban un desplazamiento ascendente en comparación con los registros de fines de 2006 (ver Gráfico III.2). Para los rendimientos en dólares la suba se dio a lo largo de toda la curva, con una pocas excepciones en el tramo más corto (mientras en el tramo más largo los rendimientos mostraban una suba promedio de 100 p.b. en el semestre). Los instrumentos en pesos ajustables por CER también se deterioraron en la primer mitad del año (con subas semestrales de rendimientos cercanas a los 70 p.b. en los bonos de mayor *duration*).

Grafico III.2

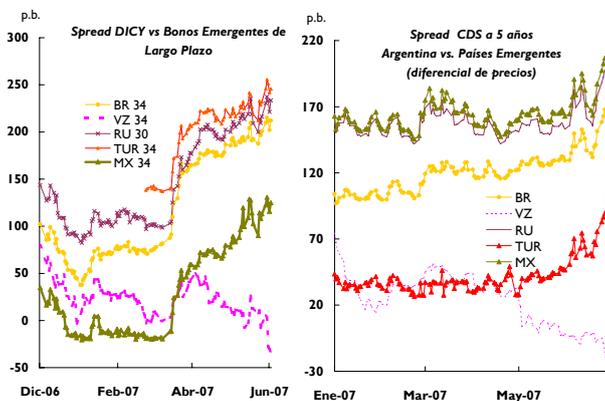
Curva de Rendimientos: Argentina



Fuente: elaboración propia en base a precios de mercado

Grafico III.3

Valor Relativo de Bonos Argentinos



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Si bien durante los períodos de mayor volatilidad en el semestre los activos de renta fija de países emergentes mostraron cierta fortaleza relativa, se observó una *performance* más débil de los títulos argentinos con respecto a los de otros países dentro de esta clase de activos. Este fenómeno se profundizaría durante la segunda mitad del semestre, en el contexto de la profundización de las turbulencias en los mercados financieros. De esta forma, hacia fines de junio, y con excepción del bono comparable de Venezuela, se ampliaba el diferencial de rendimiento del bono Discount con respecto a sus pares con similar *duration* de otros países emergentes. Este diferencial llegaba prácticamente a duplicarse, por ejemplo, en la comparación contra Brasil y México (ver Gráfico III.3).

Un comportamiento similar se observa utilizando medidas de riesgo percibido tradicionales, como los precios de los *credit default swaps* (CDS) o el *spread* del EMBI. Los precios de los



CDS a cinco años¹⁶, que mostraban una contracción semestral para Brasil y México, se ampliaban 50 p.b. en el caso argentino (ver Gráfico III.4). En lo que respecta al *spread* del EMBI+, mientras que hacia fines de enero llegaba a observarse un valor para Argentina incluso menor que el de Brasil, hacia mediados de año el *spread* argentino se había ampliado hasta resultar el doble del brasileño. Para el caso de Argentina, la ampliación del EMBI+ en el semestre (casi 100 p.b.) recogía el deterioro de las cotizaciones de los bonos en dólares de mayor plazo¹⁷.

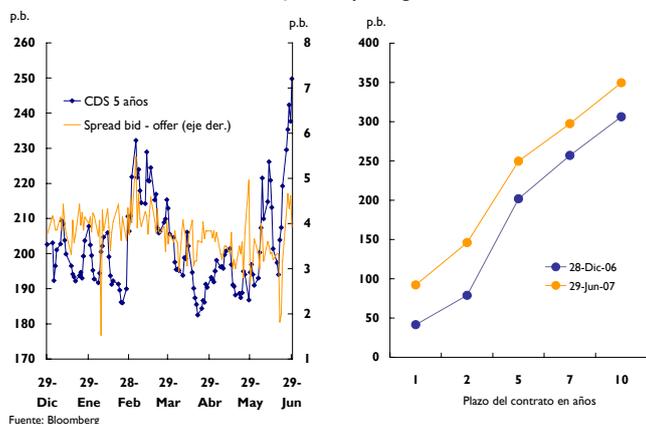
Las cotizaciones se erosionarían aún más en los primeros meses del segundo semestre, de cara a nuevas turbulencias en los mercados internacionales (ver Apartado 1), en un contexto en el cual los bonos argentinos (junto con los de otros países como Venezuela y Ecuador) amplificaban el deterioro observado entre los activos de países emergentes. Si bien hacia septiembre se observaban importantes mejoras, aún no quedaba en claro el alcance y la duración de este período de volatilidad en los mercados.

El Gobierno Nacional continuó financiándose en el mercado, reduciendo la ponderación de las colocaciones directas y llegando incluso a emitir deuda en pesos a tasa de interés fija

Durante el primer semestre de 2007 el Gobierno Nacional continuó financiándose mayoritariamente a través del mercado, colocando instrumentos con legislación local por plazos de hasta 10 años. Aprovechando las condiciones de liquidez todavía favorables durante buena parte del semestre, se colocó el equivalente a US\$3.766 millones en valor nominal. Un 79% de dicho monto se obtuvo a través de 5 licitaciones, mientras que el resto se correspondió con una colocación directa de Boden 15 al Gobierno de Venezuela¹⁸ (ver Tabla III.1). Las licitaciones en dólares fueron de dos instrumentos (Bonar VII y Bonar X), con *spreads* respecto a instrumentos del tesoro norteamericano de 295 p.b. y 375 p.b. en promedio, respectivamente¹⁹. Las ofertas recibidas en todos los casos por lo menos duplicaron los montos licitados (aunque en las licitaciones de enero y febrero se obtuvo ratios *bid-to-offer* más altos).

En un contexto de interés aún creciente por instrumentos de renta fija emergente denominados en moneda local por parte de inversores internacionales, el Gobierno Nacional realizó en la primer quincena de junio una colocación en pesos a tasa de interés fija (la primera en su tipo desde que el Gobierno volviera a financiarse a través de los mercados). Se colocaron \$1.500 millones de Bonar V, a 5 años de plazo, con cupón de 10,5%, y amortizable 100% al vencimiento. El rendimiento fue de 11,7% (dentro del rango esperado), mientras que el ratio *bid-to-offer* fue casi 3,5. De esta manera el mercado cuenta con un nuevo *benchmark* en pesos a mediano plazo, lo que implica un avance en términos de construcción de una curva de rendimientos (que a su vez podría colaborar con un mayor dinamismo de emisiones corporativas en pesos a tasa de interés fija).

Grafico III.4
Credit Default Swaps : Argentina



Fuente: Bloomberg

Tabla III.1
Colocaciones de Deuda del Gobierno Nacional
Primer semestre de 2007

Instrumento	Moneda	Fecha de licitación o colocación privada	VN emitido (millones de moneda original)	Ratio ofertado vs anunciado	Rendimiento	Margen s/UST	Vida Promedio (años)	Cupón
Bonar VII	USD	Ene-07	500	3,46	7,71%	287	7	7,0%
Boden 2015 (colocación directa)	USD	Feb-07	779	-	8,02%	320	9	7,0%
Bonar VII	USD	Feb-07	500	4,30	7,71%	303	7	7,0%
Bonar X	USD	Abr-07	750	2,01	8,46%	372	10	7,0%
Bonar X	USD	May-07	750	2,50	8,44%	378	10	7,0%
Bonar ARG \$ V	Pesos	Jun-07	1.500	3,51	11,70%	-	5	10,5%
Monto total			3.766		millones de dólares			

Nota: en todos los casos se trata de bonos con amortización íntegra al vencimiento
Fuente: Secretaría de Finanzas - MECON

¹⁶ Los de mayor liquidez.

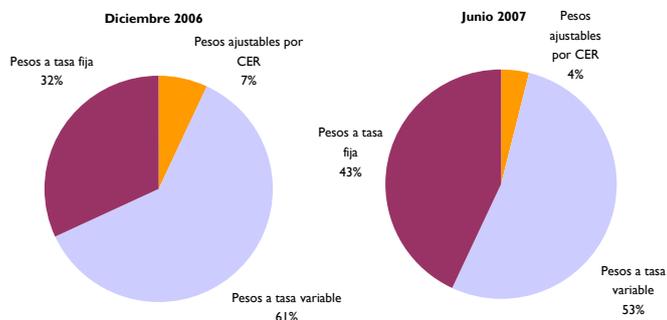
¹⁷ El índice representa para Argentina una canasta de bonos Par y Discount en Dólares, ambos bajo ley de New York.

¹⁸ El Gobierno de Venezuela realizó una emisión del Bono del Sur en el semestre (febrero) por US\$1.500 millones, utilizando bonos venezolanos y argentinos (Boden 2015).

¹⁹ El Bonar V vence en 2011 mientras el VII vence en 2013.

Las Lebac incrementaron su importancia relativa, con rendimientos decrecientes en el semestre (aunque con tendencia ascendente finalizando el período)

Gráfico III.5
Composición de Stock de Lebac y Nobac en Circulación

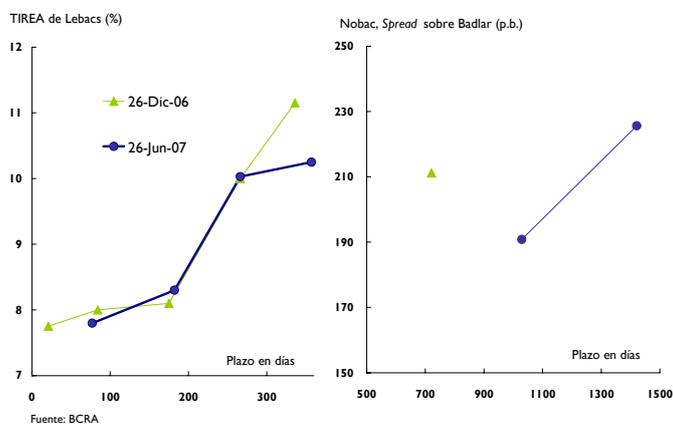


Fuente: BCRA

Por su parte, en el marco del Programa Monetario 2007, el BCRA continuó con sus licitaciones semanales de Lebac y Nobac. Así, a mediados de 2007, el *stock* en circulación del total de activos emitidos por esta entidad ascendía a cerca de \$61.300 millones, lo que representa un incremento de 49% en el semestre. Uno de los hechos más notorios del período fue la pérdida de protagonismo de las notas a tasa de interés variable en las licitaciones, mientras que las colocaciones de letras cobraban mayor dinamismo. De esta manera, a junio de 2007 las Lebac representaban 43% del saldo en circulación, cuando a fines del año anterior su ponderación era de 32% (ver Gráfico III.5). Esto se dio en un contexto de una caída en la tasa de interés variable de referencia durante los primeros meses del año, al tiempo que se fortalecía la demanda por instrumentos a tasa de interés fija (un fenómeno similar se observó, por ejemplo, en las colocaciones de deuda corporativa en pesos).

Adicionalmente se verificó en la primer mitad del año un alargamiento del plazo de la cartera de instrumentos en circulación. En efecto, la duración de la misma se incrementó 24 días en el semestre, hasta un nivel de 377 días a fines de junio. La composición de la cartera en términos de plazo mostraba a mediados de 2007 un incremento de la ponderación de los instrumentos con plazos remanentes de entre 6 y 12 meses (pasó de 27% a 38%), mientras que aquellos con plazos mayores a un año representaban un 39% del total (49% a fines de 2006).

Gráfico III.6
Licitaciones de Lebac y Nobac



Fuente: BCRA

Las tasas de rendimiento de las letras en el mercado primario no mostraron cambios significativos entre puntas del semestre, ubicándose en la última licitación de junio en niveles similares a los de fines 2006. Sólo para la Lebac a casi un año de plazo se observó una diferencia de consideración, con un recorte de 95 p.b.²⁰ (ver Gráfico III.6). Las Notas, por su parte, mostraban cierta contracción de *spreads* en términos semestrales, con un *spread* a casi tres años que a mediados de 2007 era menor al observado para la Nobac a 2 años licitada a fines de 2006 (en un contexto de retroceso en la tasa Badlar entre puntas del semestre).

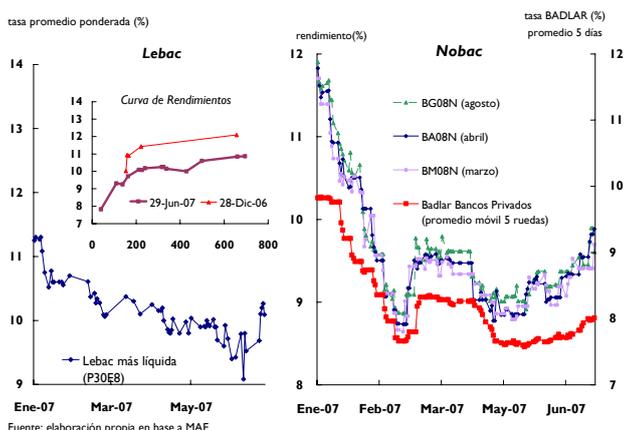
En el mercado secundario los rendimientos de las Lebac tendieron a la baja, con desplazamiento descendente de toda la curva, más allá de cierto rebote hacia fin del semestre. Por ejemplo, la Lebac más líquida (vencimiento en enero de 2008) presentaba a mediados de junio un rendimiento cercano al 10%²¹, casi 100 p.b. por debajo de su nivel a fines de 2006 (ver Gráfico III.7). A su vez, los rendimientos de las Nobac en el mercado secundario siguieron la evolución de la tasa Badlar en el período, con retroceso en los primeros meses, incremento en marzo (y posterior corrección), para terminar el período con tendencia ascendente pero por debajo de los niveles observados a fines de 2006. De esta forma las notas muestran una

²⁰ Surge de la interpolación lineal para los 336 días de plazo.

²¹ TIREA promedio ponderada por monto negociado.



Grafico III.7
Mercado Secundario de Lebac y Nobac

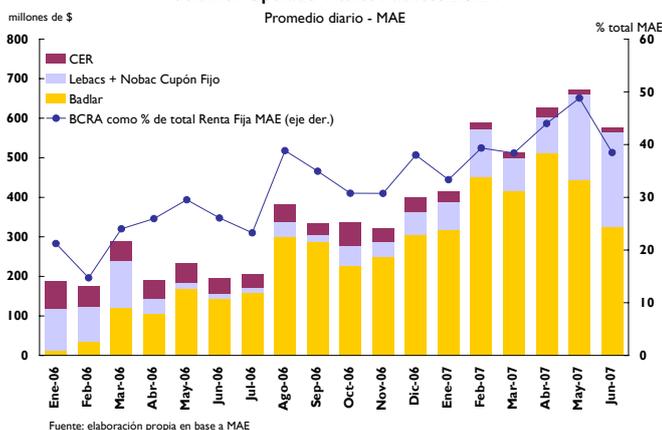


contracción de casi 200 p.b. en sus *spread* entre puntas del período considerado.

En línea con la tendencia observada a lo largo del año anterior, y en forma consistente con el incremento en el saldo en circulación, en la primera mitad de 2007 la negociación de instrumentos del BCRA mantuvo su tendencia creciente (ver Gráfico III.8). Los instrumentos del BCRA llegaron a representar 38% del total negociado en el mercado de renta fija a fin del período²². Si bien los instrumentos a tasa variable siguieron siendo los más negociados, las Lebac mostraron una liquidez en ascenso, tendencia que se mantendría en lo que resta del año.

Los montos negociados para los instrumentos de renta fija continuaron creciendo en el primer semestre de 2007, tanto en la plaza local como en el exterior

Grafico III.8
Volumen Operado Títulos Públicos BCRA

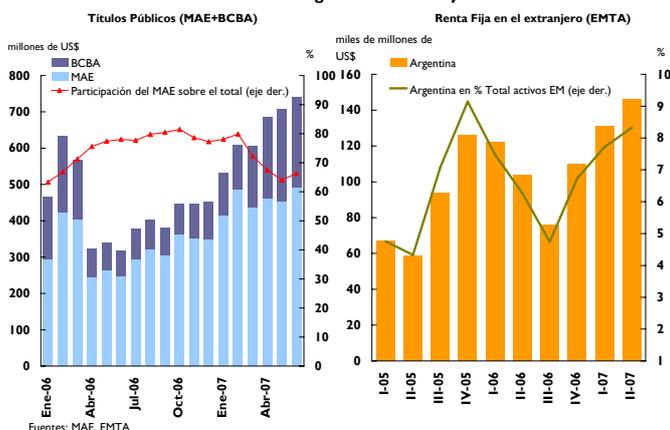


En la plaza local los volúmenes operados en instrumentos de renta fija siguieron creciendo, en línea con lo observado en la segunda mitad de 2006. A mediados de 2007 se operaba en promedio un monto diario de US\$742 millones, 130% más que en igual mes de 2006 y 65% más que a fines de aquel año. Los volúmenes de títulos públicos argentinos negociados en el extranjero alcanzaron un mayor dinamismo, con una demanda aún en expansión por este tipo de instrumentos para los mercados emergentes en general²³. Aunque su importancia relativa es baja, los instrumentos de renta fija argentinos lograron incrementar su participación en el total negociado de renta fija emergente: para los primeros 6 meses de 2007 su participación alcanzó 8% del total negociado (ver Gráfico III.9).

III.2. Renta fija del sector privado

Colocación de deuda corporativa genuina con importante incremento y avance de las emisiones en pesos a tasa de interés fija, lideradas por entidades financieras

Grafico III.9
Montos Negociados Renta Fija



La emisión de Obligaciones Negociables (ON) intensificó su dinamismo en la primera mitad de 2007: las emisiones en el período alcanzaron aproximadamente \$7.600 millones, lo cual equivale a un incremento en el orden de 82% con respecto a igual período del año anterior (ver Gráfico III.10). Casi la totalidad de estas colocaciones implicaron operaciones de financiamiento genuino (es decir, no asociado a reestructuración de pasivos)²⁴. El incremento obedece a importantes emisiones de diversos sectores además del sistema financiero, incluyendo petróleo, gas e infraestructura.

Se destaca en este período que ciertas compañías lograron conseguir financiamiento a plazos largos y a tasa de interés fija. En algunos casos dicho financiamiento se realizó directamente en moneda doméstica o a través de instrumentos atados al peso (es decir, las amortizaciones y cupones de renta se calculan en

²² Considerando la negociación en el MAE.

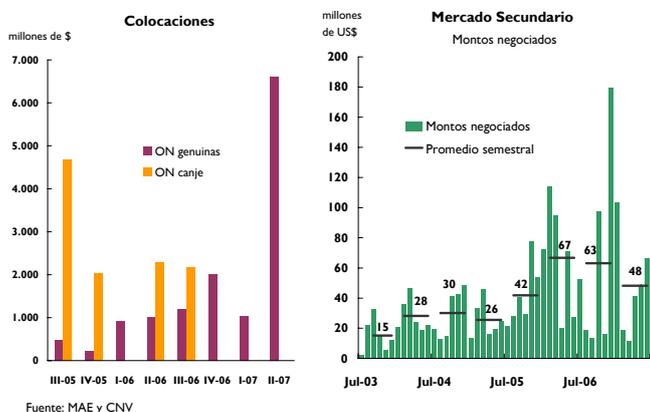
²³ Según datos de EMTA.

²⁴ La única excepción es una emisión de Autopistas del Sol durante el mes de mayo, una colocación parcialmente vinculada a una reestructuración de pasivos. Excluyendo esta transacción las emisiones genuinas se incrementan este semestre un 264% con respecto a igual período de 2006.



Grafico III.10

Obligaciones Negociables en Mercado Primario y Secundario (MAE)



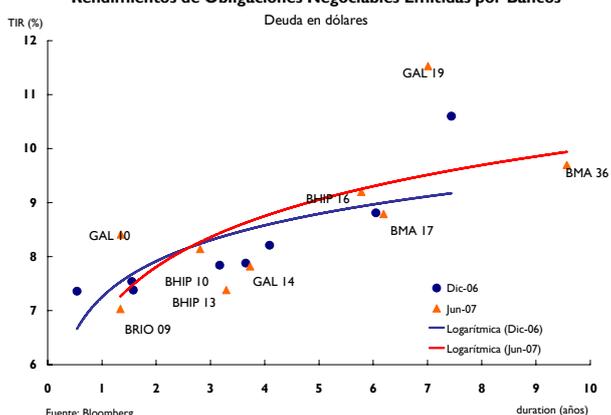
Fuente: MAE y CNV

pesos, pero son pagados en dólares al tipo de cambio vigente a la fecha de pago). En efecto, casi un cuarto de la deuda corporativa emitida en el semestre fue en moneda local (incluyendo deuda *peso linked*), lo que resulta consistente con lo observado en materia de emisión de deuda emergente (tanto soberana como corporativa). Se observa a nivel internacional una demanda creciente por activos en monedas de países emergentes, con el objetivo de diversificar carteras y en función de las expectativas de apreciación para las monedas domésticas (destacándose, en este sentido, el caso de países como Brasil y México).

La emisión de deuda en moneda local estuvo liderada por las entidades financieras. El monto de deuda total que colocaron en el primer semestre de 2007 superó los \$1.900 millones (6 colocaciones) y 76% de este monto corresponde a emisiones realizadas en pesos (o atadas al peso). Los plazos de colocación en pesos varían entre los 3 y los 5 años (en dólares, en cambio, los plazos de emisión de las entidades financieras en el semestre se extienden a 10 años). Las colocaciones de mayor envergadura realizadas por los bancos en pesos devengan cupón a tasa de interés fija. Se destaca además que, a diferencia de lo observado en período anteriores, este semestre entidades financieras de menor porte también emitieron deuda, lo que implica una ampliación del universo de entidades que utilizan este mecanismo de financiamiento.

Grafico III.11

Rendimientos de Obligaciones Negociables Emitidas por Bancos



Fuente: Bloomberg

Respecto de la negociación en el mercado secundario, luego de un importante incremento durante el año previo, en la primera mitad de 2007 el volumen operado de obligaciones negociables en el mercado local verificó un descenso. Así, la negociación en el semestre ascendió a US\$48 millones (promedio mensual) mientras que el promedio mensual para 2006 fue de US\$65 millones. Respecto del total negociado en renta fija, el monto operado en obligaciones negociables no superaba 1%, en línea con lo observado históricamente.

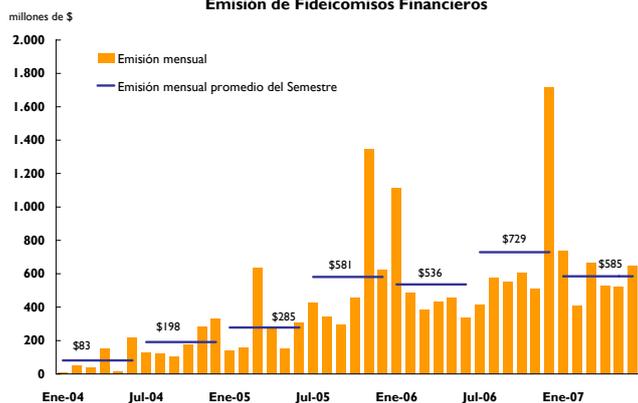
Las curvas de rendimientos para la deuda del sector privado se desplazaron en forma ascendente entre puntas del semestre, acompañando el comportamiento generalizado entre los activos de renta fija. Si se analiza exclusivamente a la deuda en dólares emitida por entidades financieras (ver Gráfico III.11) se observa una curva más completa, con mayores observaciones en el tramo medio de la curva. Los rendimientos de la deuda de entidades financieras mostraron variaciones mixtas en el semestre (ciertas mejoras en los instrumentos más cortos e incrementos en los más largos), lo que se tradujo en cierto aumento en la pendiente de la curva respectiva.

Emisión de fideicomisos con leve suba interanual y mayor ponderación del financiamiento al consumo

La emisión de fideicomisos financieros continúa consolidando su crecimiento. El volumen promedio emitido en la primera mitad de 2007 alcanzó los \$585 millones por mes (ver Gráfico III.12), lo cual significó un incremento del 9% con respecto a igual período de 2006 (si bien se registra una merma de casi

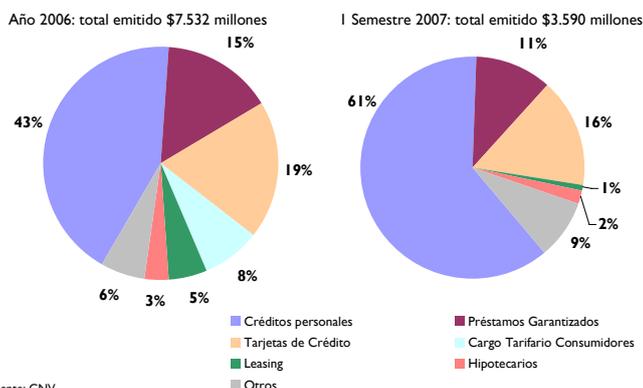


Grafico III.12
Emisión de Fideicomisos Financieros



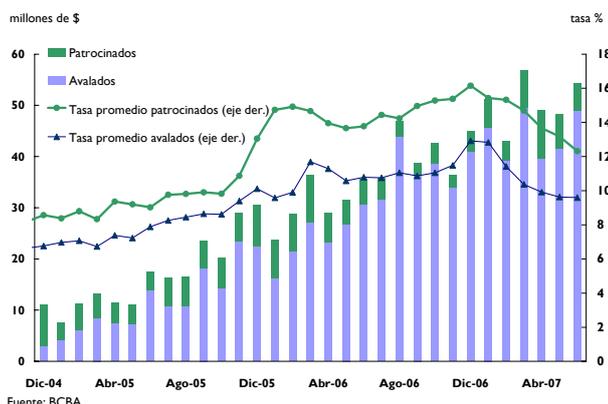
Fuente: elaboración propia en base a prospectos de emisión

Grafico III.13
Composición de Fideicomisos Financieros Emitidos
Por activo subyacente



Fuente: CNV

Grafico III.14
Negociación de Cheques de Pago Diferido



Fuente: BCBA

20% con respecto al semestre inmediatamente anterior, luego de verificarse una emisión récord en diciembre de 2006²⁵).

En línea con lo sucedido en 2006, y en forma consistente con el rol jugado por el consumo en la expansión de la economía local y por el financiamiento otorgado por el sistema financiero, la mayor proporción de los instrumentos emitidos durante el primer semestre de 2007 tuvo como subyacente créditos de consumo (personales y cupones de tarjeta de crédito) (ver Gráfico III.13). En el período analizado, este tipo de activos fue el subyacente de un 77% del total emitido, superando la ponderación de 2006 (62%). Este incremento en su ponderación estuvo en parte dado por la ausencia este semestre de *titulización* de cargos tarifarios y la menor colocación de fideicomisos con Préstamos Garantizados como activo subyacente (en línea con el debilitamiento del interés por activos indexados por CER).

Por su parte, la negociación de los cheques de pago diferido continuó creciendo este semestre, alcanzando un monto total de más de \$300 millones, lo cual representa un incremento de 64% con respecto a igual período del año previo y de 23% con respecto al semestre inmediatamente anterior (ver Gráfico III.14). En línea con lo la tendencia observada en los últimos años, la mayor parte de la negociación está vinculada con los cheques avalados (87% del total negociado en la primera mitad de 2007). Sin embargo, a diferencia de lo observado hasta este año, las tasas de interés promedio tanto de los instrumentos patrocinados como de los instrumentos avalados tuvieron una marcada tendencia decreciente en el período de análisis (con recortes de entre 300 p.b. y 400 p.b.), movimiento que amplifica el comportamiento de las tasas de interés de referencia locales.

III.3. Renta variable

El Merval alcanzó un nuevo máximo (aunque mostró una volatilidad creciente), mientras que se amplió la suscripción de acciones por parte de empresas

Luego de avanzar 22% en la segunda mitad de 2006, el Merval cerró este semestre con un incremento de 4,8% (ver Gráfico III.15). Este comportamiento fue más modesto que lo observado entre las principales bolsas de referencia y entre los índices de la región. Así, el Dow Jones alcanzó nuevos récords históricos, obtuvo una suba de 7,6% en el período, mientras el MSCI que engloba a las bolsas Latinoamericanas, crecía 25%.

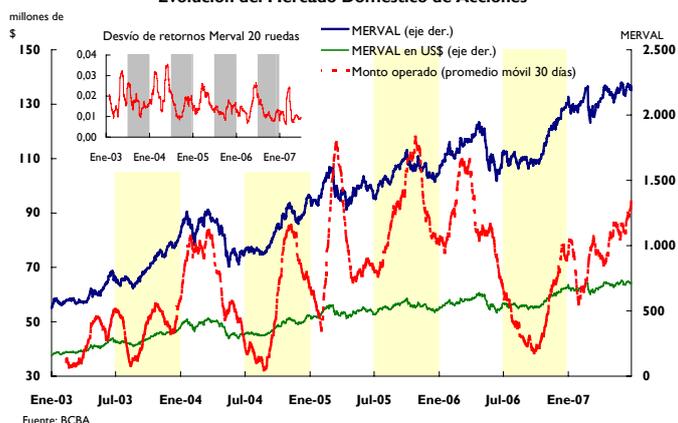
La estabilidad del precio del crudo llevó a que la cotización del papel de mayor ponderación en el índice Merval (con alta correlación con el precio del petróleo) cerrara el semestre casi sin cambios²⁶. Los papeles bancarios, por su parte, mostraron en los primeros meses del año una *performance* superior a la del Merval (ver Gráfico III.16). Sin embargo, promediando el semestre esta situación se revirtió: comenzaron a estabilizarse, con un leve descenso. Este comportamiento se exacerbaría hacia

²⁵ En ese mes se emitió el Fideicomiso Gas I.

²⁶ Si bien el precio del petróleo también incide en forma importante sobre el índice accionario brasileño (de la mano de Petrobrás), el desempeño superior del Bovespa estuvo relacionado con la fuerte suba del precio de los metales y *commodities*, además de la perspectiva de rebajas más fuertes en la tasa de interés de referencia de ese país (a partir de junio el Banco Central brasileño comenzó a realizar recortes en su tasa de referencia de 50 p.b., en lugar de 25 p.b.).



Grafico III.15
Evolución del Mercado Doméstico de Acciones



los primeros meses del segundo semestre de 2007, de cara a la turbulencia en los mercados internacionales, que afectó en mayor medida a los papeles vinculados al sector financiero.

En la primer mitad de 2007 se amplió el financiamiento genuino obtenido por empresas en los mercados a través de suscripción de acciones, con un operación de importante envergadura (a la que se suma el IPO de una empresa de relevancia). De esta manera, la suscripción de acciones alcanzó en el semestre un monto cercano a los US\$500 millones, casi el triple del monto obtenido por ampliación de capital en igual período de 2006. Posteriormente, en los primeros meses del segundo semestre, se verificarían ampliaciones de capital de entidades bancarias.

Respecto de los volúmenes operados, la actividad bursátil aumentó desde \$55 millones en promedio por día en el segundo semestre del 2006 a \$79 millones diarios en la primera mitad del año (aunque la misma disminuyó \$6 millones promedio por día, si se compara con igual periodo del año anterior).

III.4. Derivados

Volumen de mercado de futuros y forward sigue aumentando, mientras se dan algunas operaciones de futuros sobre el Discount en pesos

La negociación de productos derivados de tipo de cambio alcanzó un nuevos máximo durante el primer semestre de 2007, totalizando aproximadamente US\$2.450 millones en promedio por mes durante ese período, un 35% más que en igual semestre de 2006 (ver Gráfico III.17).

El alza en los volúmenes operados (particularmente marcada en mayo y junio) lleva a que se supere el récord mensual de mayo de 2006, que había estado vinculado con el período de volatilidad del tipo de cambio *spot* durante ese mes. En 2007, en cambio, la mayor negociación se dio en un contexto de volatilidad aún baja en términos históricos, si se considera el período que comienza en julio de 2002 hasta junio de 2006.

Respecto de otros contratos de futuros financieros, se registraron por primera vez algunas operaciones sobre el Bono Discount en Pesos (DICP), aunque el volumen de negociación fue reducido (4.657 contratos en total, cada contrato con activo subyacente de 10.000 pesos de Valor Nominal del título).

Se espera que el dinamismo alcanzado por los montos negociados en los mercados de derivados se fortalezca en la segunda mitad del año, en función de la mayor volatilidad mostrada por el tipo de cambio en un contexto de turbulencias en los mercados internacionales.

Grafico III.16
Acciones de Bancos y Merval

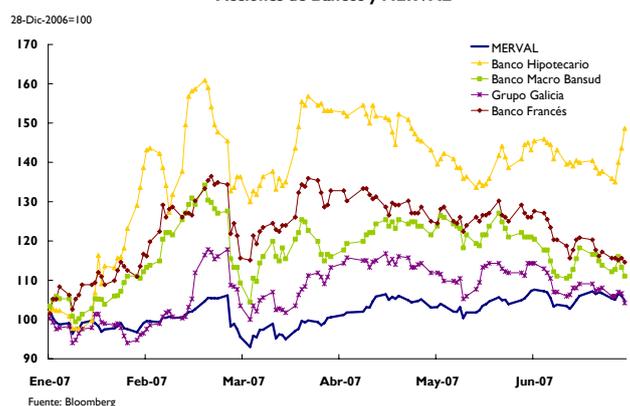
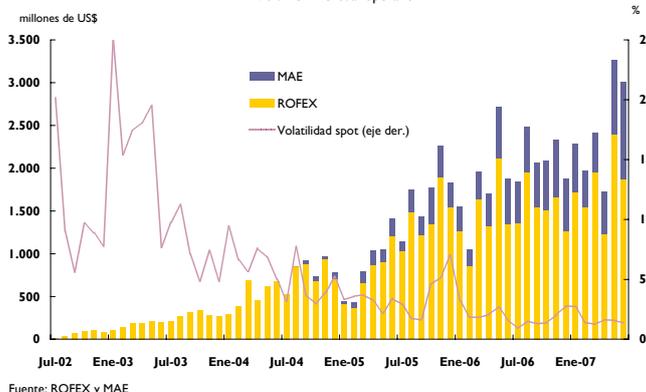


Grafico III.17
Futuros de Dólar
Volumen mensual operado



IV. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Síntesis

En un contexto macroeconómico favorable, los niveles de intermediación financiera local continuaron en la senda expansiva durante el primer semestre de 2007. El dinamismo que cobró la intermediación financiera con el sector privado resultó el principal motor de tal expansión.

Si bien la mayor parte del crecimiento del activo de los inversores institucionales la explica la dinámica de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (FJP), su aporte se redujo considerablemente en comparación con períodos anteriores. Esto último fue producto del traspaso de las cuentas de afiliados hacia el sistema de Reparto por la modificación en las normas previsionales. La continuidad del traspaso de los afiliados sumada a las volatilidades en los mercados de capitales conducirían una reducción de la cartera de los FJP en el segundo semestre de 2007, la cual sería parcialmente compensada por el aporte de los afiliados. En general, los inversores institucionales incrementaron su exposición al sector privado en la primera mitad de 2007, especialmente por el accionar de los Fondos Comunes de Inversión (FCI).

En el período bajo análisis, favorecida por la política financiera del BCRA la banca consolidó el proceso de normalización patrimonial y de crecimiento de la intermediación financiera. El aumento de las financiaciones al sector privado vino acompañado de una extensión generalizada de la madurez de las operaciones en todas las líneas crediticias y de una aceleración de las transacciones vinculadas con créditos de más largo plazo, destacándose el incremento de las líneas hipotecarias (32% en el primer semestre de 2007). A su vez, en 2007 creció la penetración del crédito al sector privado en las regiones geográficas del país con menor acceso relativo. Paralelamente, la exposición al sector público de la banca siguió reduciéndose hasta llegar casi a la mitad de la exposición al sector privado.

En línea con los incentivos establecidos por el BCRA, los depósitos privados resultan sistemáticamente el principal origen de recursos de los bancos. Adicionalmente, el sistema financiero continuó aprovechando los beneficios de la complementariedad con el mercado de capitales, al verificarse en 2007 nuevas colocaciones de ON. Por otro lado y a raíz de los múltiples mecanismos generados desde el BCRA, los redescuentos por iliquidez otorgados por la Autoridad Monetaria durante la crisis de 2001-2002 se reducen aceleradamente, hasta quedar sólo una entidad financiera con este tipo de deuda.

Evaluando los progresos de los últimos tres años y en la medida que se prolongue el contexto positivo para la economía local, se prevé que la banca continúe con el proceso de expansión de los niveles de intermediación conjuntamente con el fortalecimiento de sus balances. Si bien posiblemente a un ritmo menor, se estima que continuaría el incremento de las líneas al sector privado y la disminución de la exposición al sector público, en un marco de crecimiento de los depósitos a tasas relativamente estables.

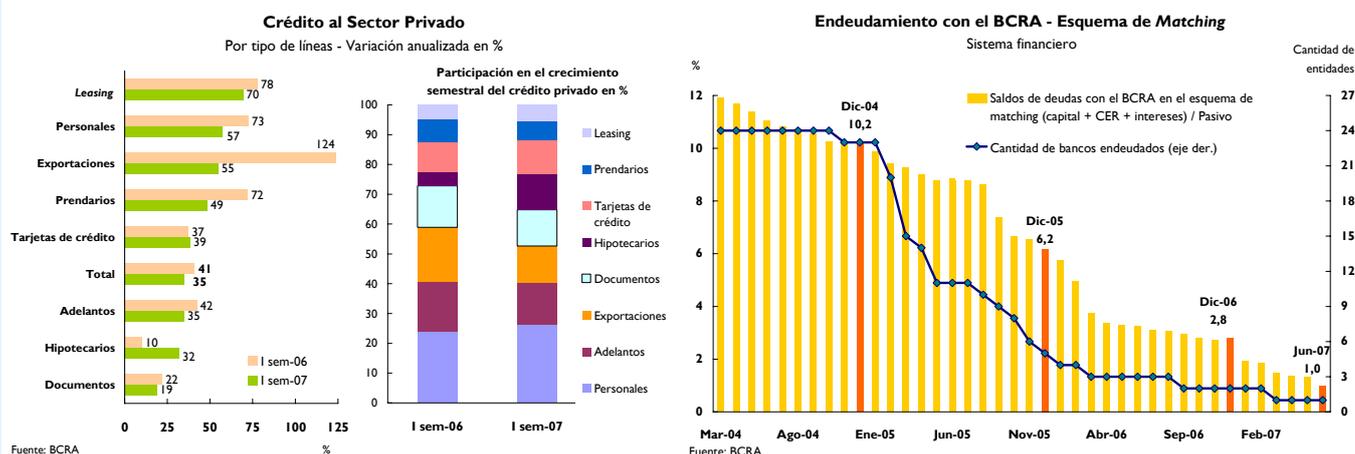
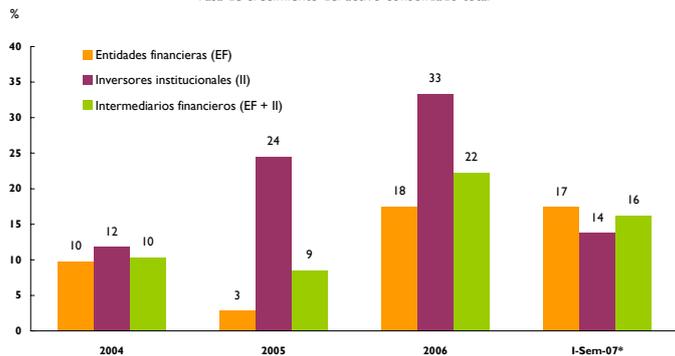




Gráfico IV.1

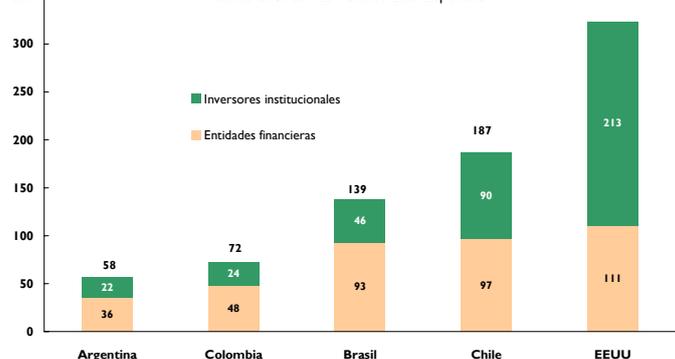
Crecimiento de los Intermediarios Financieros Locales
Tasa de crecimiento del activo consolidado total



* Anualizado. Nota: Para las CS se utiliza información provisoria a jun-07, mientras que su composición se evalúa a mar-07 (último dato disponible). Fuente: BCRA

Gráfico IV.2

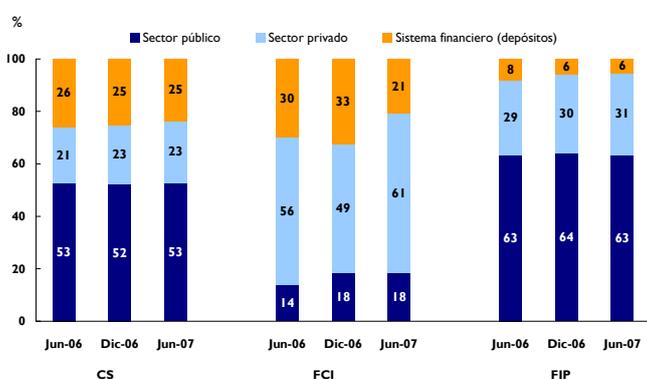
Escala del Sistema Financiero
Activos en % del PIB - Último dato disponible



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

Gráfico IV.3

Exposición de Cartera de los Inversores Institucionales
En % del total de inversiones



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SAFJP, Cámara Argentina de FCI y SSN. Nota: último dato para FCI: mar-07

IV.1. Inversores institucionales

Los intermediarios financieros locales continuaron en la senda expansiva en el primer semestre de 2007

Los activos consolidados de los intermediarios financieros (entidades financieras e inversores institucionales) locales verificaron un crecimiento de 16%a. en el primer semestre de 2007 (ver Gráfico IV.1). El dinamismo que cobró la intermediación financiera con el sector privado resultó el principal motor de tal expansión en un contexto macroeconómico favorable. Mientras que los bancos mantuvieron el mismo ritmo de crecimiento que en 2006, los inversores institucionales (Fondos de Jubilaciones y Pensiones, Compañías de Seguro y Fondos Comunes de Inversión) redujeron su velocidad de expansión. Inclusive, a diferencia de lo que venía observándose en los últimos años, durante el primer semestre de 2007 la expansión del activo de los inversores institucionales resultó ligeramente menor que el de las entidades financieras.

Si bien el sistema financiero local resulta de menor tamaño relativo que el de otras economías similares o desarrolladas (ver Gráfico IV.2), su ritmo de crecimiento resulta mayor, lo que da muestras de su elevado potencial de desarrollo.

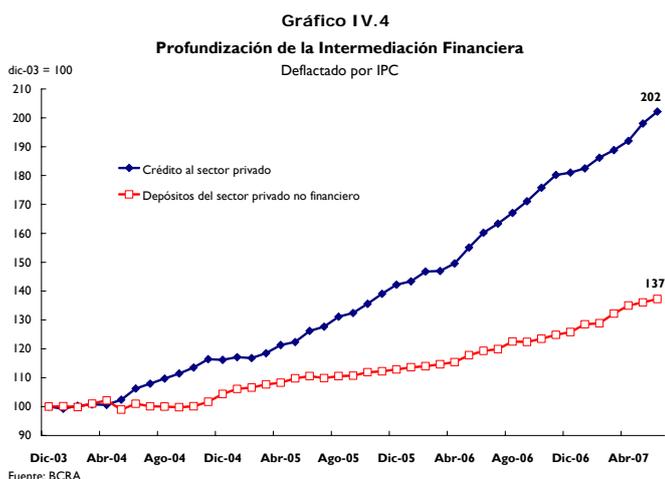
Los inversores institucionales incrementaron su exposición al sector privado en el primer semestre y surgieron nuevos factores a monitorear

El activo consolidado²⁷ de los inversores institucionales llegó a unos \$143 mil millones en junio de 2007, verificando un aumento de 14,8%a. en el primer semestre. Si bien la mayor parte del crecimiento se explicó por el aumento del activo de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones (FJP), estos inversores institucionales redujeron considerablemente su aporte en comparación con períodos anteriores.

Particularmente, la cartera de los FJP redujo su ritmo de expansión a menos de la mitad de lo verificado el año pasado, creciendo 14,4%a. en el primer semestre de 2007, con lo que se ubicó en \$96 mil millones a junio de 2007. El menor crecimiento de la cartera de los FJP recoge, en parte, el efecto de los traspasos de los saldos de las cuentas de los afiliados pertenecientes a Regímenes Especiales desde una AFJP al régimen de Reparto efectuado en mayo, como parte de las modificaciones legales al régimen jubilatorio. En este sentido, el incremento de la cartera de los FJP de 2007 estuvo impulsado fundamentalmente por la revalorización nominal de los activos. Con una ponderación menor, se observó un incremento de la recaudación proveniente de los afiliados, principalmente explicado por el aumento del ingreso medio imponible, habida cuenta que el número de aportantes creció levemente en el semestre.

De cara a la segunda parte del año, se espera que la cartera de los FJP experimente un retroceso, fundamentalmente por el traspaso

²⁷ Para evitar duplicaciones, se consolidan las carteras de los FJP, de las CS y de los FCI.



de las cuentas de afiliados a las AFJP hacia el sistema de Reparto. Conjuntamente con la caída de la cartera que implica el traspaso de las cuentas, hay que considerar el menor flujo de aportes que recibirán las AFJP ante la ausencia de estos grupos de afiliados. Adicionalmente, se espera que el contexto de volatilidad en los mercados internacionales tenga un impacto negativo en la cartera.

Durante 2007 los FJP incrementaron su financiamiento al sector privado (ver Gráfico IV.3) fundamentalmente a través de la compra de acciones y Fondos Comunes de Inversión (FCI) de renta variable. Asimismo, los FJP aumentaron levemente la tenencia nominal de títulos públicos del Gobierno en cartera (principalmente unidades vinculadas al PBI y Bonar) y de Nobac del BCRA. Los depósitos en el sistema financiero mantuvieron su participación en la cartera de los FJP.

Por su parte, el patrimonio de los FCI se ubicó en \$23 mil millones en junio de 2007, registrando un crecimiento de 44,8%a. en el primer semestre de 2007. Los FCI incrementaron su exposición al sector privado no financiero en 12 p.p. en 2007 principalmente por la mayor adquisición de acciones. Esta mayor ponderación al sector privado resultó en detrimento de la participación de los depósitos en el sistema financiero y, en menor medida, del achicamiento de la exposición al sector público. Este reacomodamiento de la cartera de inversiones de los FCI elevó su exposición a la volatilidad del mercado de renta variable.

Con respecto a las Compañías de Seguro (CS), sus activos llegaron a \$37 mil millones en junio de 2007, aumentando 14,1%a. en el primer semestre del año. En línea con el comportamiento de los últimos años, el mercado asegurador continúa siendo particularmente impulsado por las compañías de la rama de retiro y seguros generales. A diferencia de los restantes inversores institucionales, en la primera parte del año las CS mantuvieron una composición de su cartera similar a la de 2006, donde la exposición al sector público es dominante, al representar más de la mitad de las inversiones.

Tabla IV.1
Situación Patrimonial

Sistema Financiero - En % del activo neteado

	Jun-06	Dic-06	Jun-07	Var. saldo i.a.% jun-07 (%)
Activo	100	100	100	17,7
Activos líquidos	16,1	15,7	15,8	15,6
Títulos del BCRA	9,7	10,4	13,3	60,3
Préstamos al sector privado	29,2	32,0	34,3	38,0
Crédito al sector público	28,5	24,4	18,5	-23,6
Otros activos	16,4	17,5	18,0	30,3
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100	17,7
Depósitos del sector público	18,0	18,6	18,2	18,3
Depósitos del sector privado	50,0	50,7	53,1	25,0
Obligaciones con el BCRA	5,1	3,1	1,4	-68,6
ON, OS y Líneas del exterior	5,5	5,1	4,9	3,6
Otros pasivos	8,2	9,0	9,1	29,9
Patrimonio neto	13,2	13,4	13,4	19,4

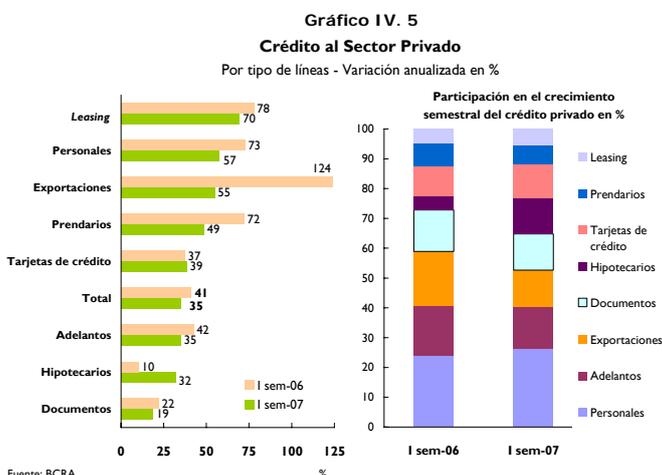
Fuente: BCRA

IV.2. Entidades financieras

Impulsado por la política financiera del BCRA, en 2007 el sistema financiero consolidó el proceso de normalización patrimonial y crecimiento de la intermediación financiera

Anclado en la política financiera del BCRA, el sistema financiero consolida el proceso de fortalecimiento y normalización de sus balances en el primer semestre de 2007. En la primera parte del año, el crédito privado consolidó su tendencia creciente en un marco de riesgo de contraparte acotado, resultando principalmente fondeado con los recursos captados a través de los depósitos privados.

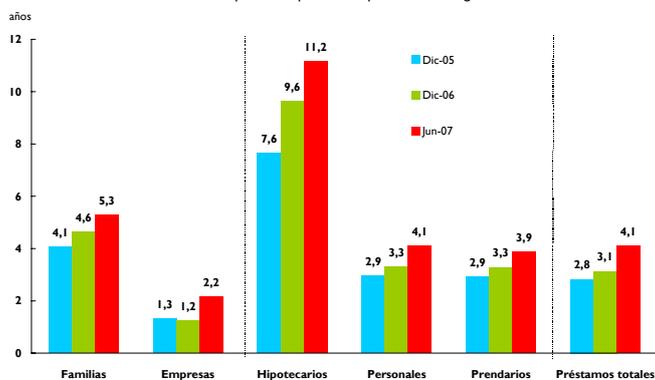
El crédito al sector privado deflactado por IPC GBA llegó a duplicar su saldo en los últimos 3 años y medio (ver Gráfico IV.4), liderando el crecimiento del activo del sistema financiero en este período. De esta manera, el financiamiento al sector privado continuó ganando participación en la estructura



Fuente: BCRA

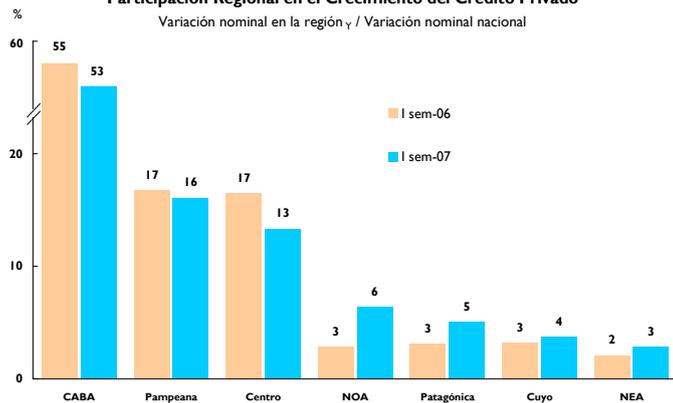


Gráfico IV.6
Madurez de los Préstamos al Sector Privado
Plazo promedio ponderado por monto otorgado



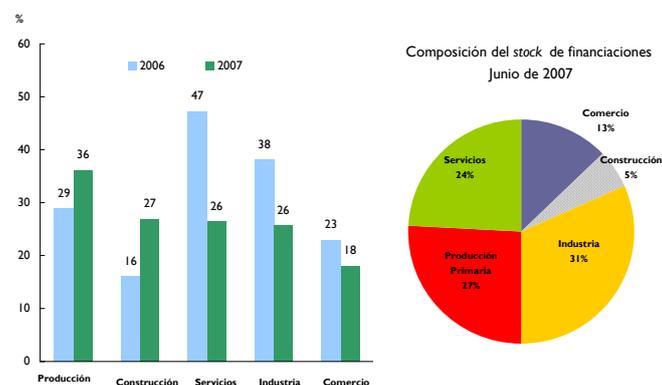
NOTA: no se incluyen adelantos en cuenta corriente ni tarjetas de crédito.
Fuente: BCRA

Gráfico IV.7
Participación Regional en el Crecimiento del Crédito Privado
Variación nominal en la región / Variación nominal nacional



Fuente: BCRA

Gráfico IV.8
Financiamiento a Empresas por Actividad
Variación semestral anualizada - Sistema financiero



Fuente: BCRA

patrimonial de la banca, ubicándose en 34,3% del activo a junio, 5,1 p.p. por encima del nivel del mismo mes de 2006 (ver Tabla VI.1).

Particularmente en los últimos 12 meses el crédito al sector privado aumentó 38% (35,2%a. en el primer semestre de 2007). Se observó una leve desaceleración en el ritmo de crecimiento de las financiaciones al sector privado al comparar la evolución de los primeros seis meses de 2007 con la del mismo período del año anterior (ver Gráfico IV. 5). Las líneas crediticias que mayor dinamismo mostraban en el primer semestre de 2006 redujeron su ritmo de crecimiento en 2007. Asimismo, se destacó la aceleración de los préstamos hipotecarios, que habían mostrado un tibio incremento en la primera parte de 2006. De esta manera, se notó una menor dispersión de las tasas de crecimiento de las diferentes líneas en el primer semestre de 2007.

El crecimiento de las financiaciones privadas vino acompañado de una extensión generalizada de la madurez de las operaciones, destacándose las líneas hipotecarias

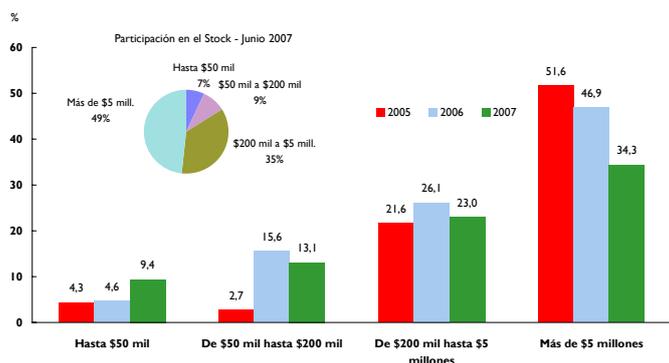
Con referencia particular a los préstamos hipotecarios, durante la primera mitad de 2007 verificaron una expansión de 32%a. (frente a 10%a. en el primer semestre de 2006). Este crecimiento sostenido estuvo en línea con los incentivos establecidos por el BCRA. En particular, con el objetivo de facilitar el acceso al crédito hipotecario y la posterior securitización de esos activos, en marzo de 2007 se modificaron las disposiciones relacionadas con el “Manual de Originación y Administración de Préstamos Hipotecarios”. Se permitió que el legajo del cliente cuente sólo con los datos de identificación cuando la asignación del crédito se hace mediante las técnicas de *screening* o *credit scoring*. A su vez, para darle un impulso a los préstamos hipotecarios de menores montos se flexibilizaron las exigencias de capital para este tipo de línea.

Cabe considerarse que, al estar el mercado hipotecario aún en una etapa de desarrollo, todavía exhibe cierto grado de concentración, siendo siete entidades financieras las que explican 85% de los nuevos préstamos otorgados en 2007. Por el lado de la demanda de estas líneas, tres cuartas partes de las nuevas financiaciones otorgadas en 2007 fueron destinadas a familias y el resto a empresas. De cara al resto de 2007 se espera que las financiaciones hipotecarias mantengan el patrón de crecimiento en línea con las perspectivas económicas.

Este acrecentamiento de las financiaciones hipotecarias del primer semestre de 2007 se produjo en conjunto con una extensión de 19 meses en el plazo promedio de las operaciones, llegando casi a 11,2 años (ver Gráfico IV.6) lo que resultó importante para que se verifique una ampliación de la madurez promedio de las nuevas financiaciones privadas.

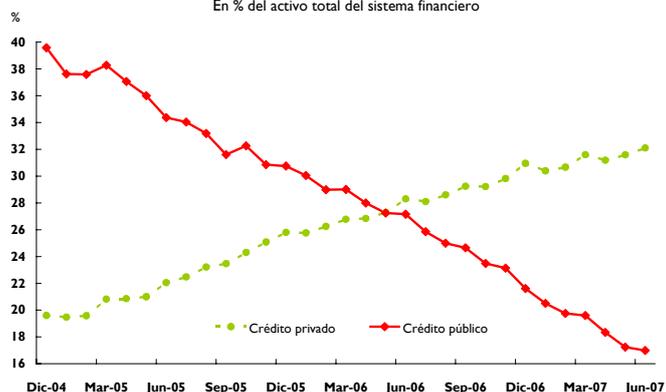
En efecto, excluyendo a los adelantos en cuenta corriente y a las financiaciones mediante tarjetas de crédito, en el primer semestre de 2007 la madurez promedio de las operaciones de préstamos al sector privado llegó a 4,1 años, siendo 11 meses mayor que a fines de 2006. Tal extensión del plazo promedio resultó generalizada en todas las líneas crediticias y se verificó tanto en los créditos para familias como para empresas. En la

Gráfico IV.9
Financiamientos a Empresas por Tamaño
Variación semestral anualizada - Sistema financiero



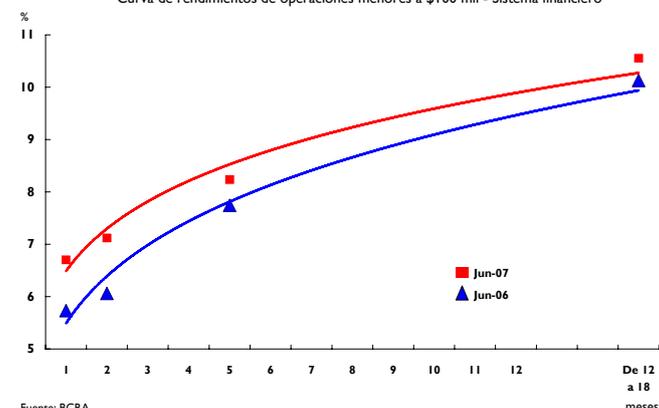
Fuente: BCRA

Gráfico IV.10
Exposición al Sector Público y Privado
En % del activo total del sistema financiero



Fuente: BCRA

Gráfico IV.11
Depósitos Privados a Plazo Fijo en Pesos
Curva de rendimientos de operaciones menores a \$100 mil - Sistema financiero



Fuente: BCRA

medida en que se reduzcan las volatilidades en los mercados globales y se amplíe el plazo del fondeo, se prevé que la extensión de las financiamientos continúe profundizándose en 2007.

En 2007 creció la penetración del financiamiento privado en las regiones geográficas del país con menos acceso relativo

Paralelamente con el sostenido crecimiento y la extensión de plazos, se observó una mayor penetración crediticia a nivel geográfico. Esta evolución resulta en parte el fruto de las medidas tomadas por el BCRA para acrecentar la cobertura geográfica del sistema financiero. En particular, se habilitó la posibilidad de implementar un nuevo tipo de casa operativa móvil para zonas que no cuenten con sucursales instaladas, se amplió el espectro de servicios que pueden prestar las dependencias especiales, se establecieron requisitos de capital según las características de la región y se reglamentó la operatoria de las nuevas Cajas de Crédito Cooperativas.

Aunque el crédito al sector privado aún está concentrado en la Ciudad de Buenos Aires, la participación en el crecimiento observada en el primer semestre de 2007 resultó más uniforme que en el mismo período del año anterior (ver Gráfico IV.7). En particular, las tres regiones (CABA y Pampeana y Centro) que concentraban la mayor parte del incremento crediticio al sector privado en la primera parte de 2006 redujeron su participación en 7 p.p., espacio que fue ocupado por el resto de las zonas geográficas. En concordancia con los incentivos que viene desarrollando el BCRA y dado el creciente dinamismo de las diferentes regiones del país, para el resto de 2007 se espera que el financiamiento al sector privado se incremente en forma relativamente más homogénea.

La producción primaria, la industria y los servicios explicaron la mayor parte del incremento del crédito a empresas en el primer semestre de 2007

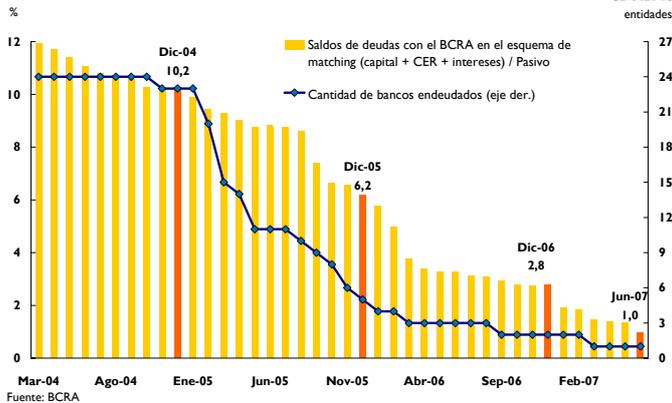
Por el lado de las financiamientos a empresas, la producción primaria, la industria y las firmas proveedoras de servicios explicaron 83% del incremento crediticio del primer semestre de 2007. Al comparar la evolución del primer semestre de 2007 con el mismo período de 2006, se nota un incremento de las financiamientos más homogéneo entre los distintos sectores productivos demandantes (ver Gráfico IV.8). Se estima que, en la medida que persista el marco de gran dinamismo de las distintas actividades productivas, se sostendrá la creciente canalización de recursos financieros a las empresas en lo que resta de 2007.

Al tener en cuenta la distribución del saldo de las financiamientos por tamaño, el incremento crediticio del primer semestre de 2007 se verificó en todas las dimensiones (ver Gráfico IV.9). Asimismo, al comparar la dinámica de los distintos tamaños de los préstamos, se notó que se viene achicando la brecha entre las tasas de crecimiento de las financiamientos mayores y menores. En efecto, aunque aún representan sólo 7% del *stock* total de las financiamientos a empresas, las líneas con saldos inferiores a \$50 mil (vinculadas fundamentalmente a micro-empresarios) registraron en el primer semestre, a diferencia de las más



Gráfico IV.12

Endeudamiento con el BCRA - Esquema de Matching
Sistema financiero



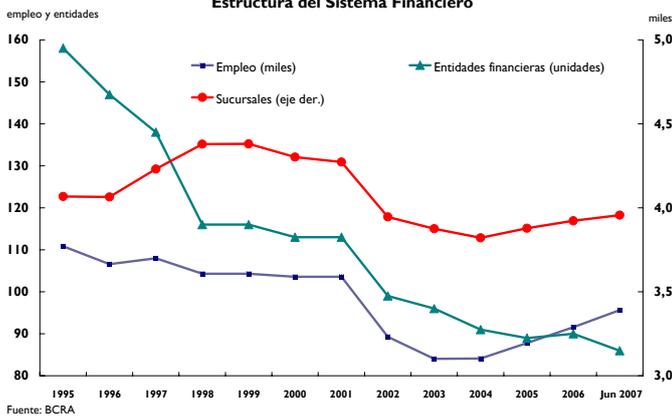
grandes, una aceleración en el ritmo de crecimiento respecto al mismo período del año anterior. Por su parte, las líneas de más de \$5 millones (principalmente canalizadas a grandes empresas) redujeron su tasa de expansión, no obstante verificaron el mayor dinamismo relativo en 2007, hasta representar casi la mitad del financiamiento total.

La efectividad de la política financiera del BCRA quedó reflejada en la reducción de la exposición al sector público

La exposición del sistema financiero al sector público cayó 4,6 p.p. del activo total en 2007 (ver Gráfico IV.10), hasta un nivel de 17%, en línea con los cambios normativos impulsados desde el BCRA tendientes a liberar recursos para volcarlos al sector privado. En particular, la normativa implementada por el BCRA dispuso requerimientos de capital sobre la tenencia de activos del sector público, además de un límite máximo de 40% del activo a su exposición individual a partir de 2006, pasando a 35% desde julio de 2007. De esta manera, la banca sigue consolidando su independencia de las necesidades de financiamiento del sector público.

Gráfico IV.13

Estructura del Sistema Financiero

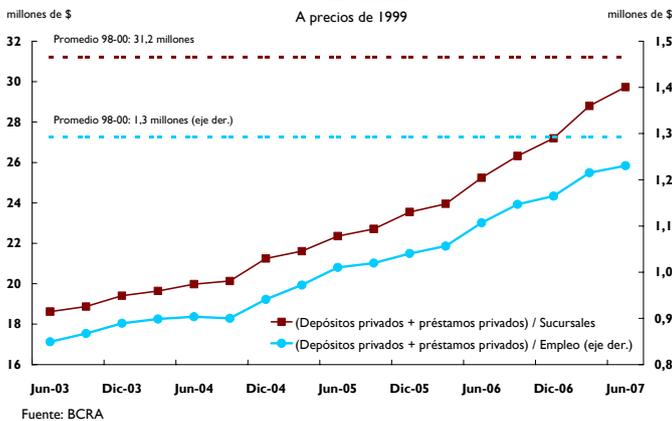


En un contexto de sostenida normalización del pasivo del sistema financiero, los depósitos privados resultan sistemáticamente el principal origen de recursos

En línea con el comportamiento de los últimos años, en el primer semestre de 2007 los depósitos totales crecieron 24% a., principalmente impulsados por el aumento de las colocaciones del sector privado (28,5% a.) y, en menor medida, por la suba de los depósitos públicos (10,8% a.). El incremento de los depósitos del sector privado en el semestre resultó impulsado tanto por los depósitos a la vista como por los plazo fijo, que crecieron a un ritmo similar. Por su parte, los depósitos privados se ubicaron en 53,1% del fondeo total (pasivo más patrimonio neto) de la banca, superando en 3,2 p.p. al valor de junio de 2006.

Gráfico IV.14

Productividad
A precios de 1999

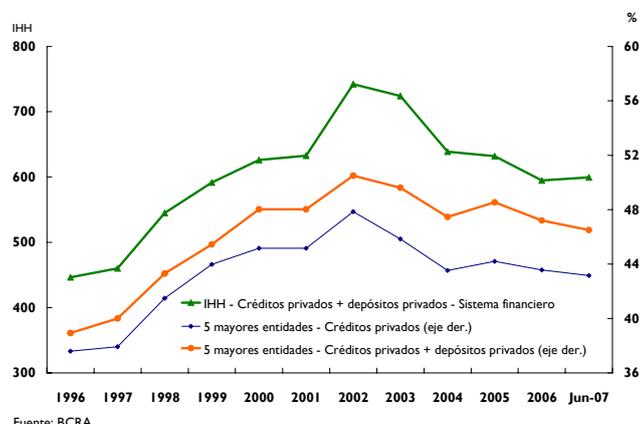


El incremento de las colocaciones a plazo se produjo en un contexto de tasas de interés pasivas levemente mayores (ver Gráfico IV.11), en especial en los tramos cortos de la curva de rendimientos. Con el objetivo de continuar incentivando la migración del ahorro constituido en cuentas a la vista hacia depósitos a plazo, el BCRA introdujo una serie de modificaciones normativas. En efecto, se dispuso que los depósitos a la vista en pesos, con retribución superior a 15% de la tasa BADLAR, queden sujetos a una tasa de exigencia de efectivo mínimo de 100%. A su vez, se incrementó el encaje de los depósitos a la vista (pasando de 15% a 19%), se eliminó la remuneración de encajes de este tipo de depósitos (cuentas corrientes y cajas de ahorro) y se suprimió la exigencia para los plazo fijo con un plazo residual superior a los 180 días. Además, se habilitó la operación con depósitos a plazo con tasa de interés variable junto con una tasa de interés fija mínima asegurada y se amplió la gama de activos e indicadores elegibles para inversiones a plazo con retribución variable.

Mejora la calidad del pasivo: las entidades financieras colocan ON y, paralelamente, cancelan aceleradamente redescuentos por iliquidez



Gráfico IV.15
Concentración del Sistema Financiero



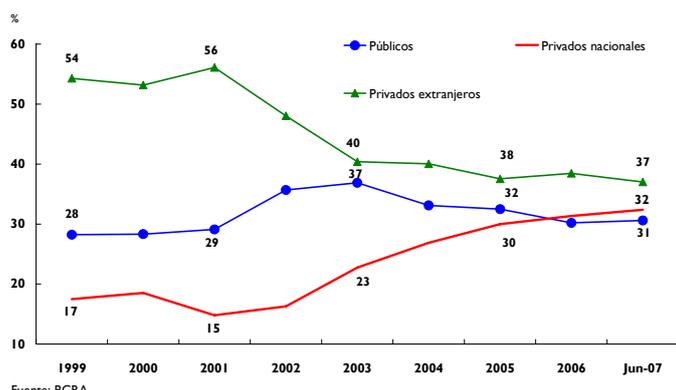
Fuente: BCRA

Aprovechando los beneficios de la complementariedad con el mercado de capitales, durante el primer semestre de 2007 se observó un creciente dinamismo de la banca en la obtención de recursos a través de la colocación de ON. En efecto, en 2007 cinco entidades financieras realizaron colocaciones de ON, no vinculadas a procesos de reestructuraciones de deuda, llegando a obtener fondos por un total de \$1.900 millones. Las emisiones fueron a tasa fija, en su mayoría denominadas en pesos y la madurez estuvo entre 3 y 10 años. Aunque se espera que a raíz de la volatilidad internacional algunas entidades financieras pospongan nuevas emisiones de deuda, de cara al futuro el incremento del plazo de fondeo resulta clave para estimular la oferta de crédito de más largo plazo, alentando la inversión productiva.

Además de los progresos en materia de la madurez de los recursos captados, los redescuentos por iliquidez otorgados por el BCRA durante la crisis de 2001-2002 se reducen aceleradamente y prácticamente desaparecen del balance bancario. En efecto, el único banco con redescuentos pendientes viene cancelando anticipadamente la deuda contraída con el BCRA producto de la crisis, reduciendo el saldo remanente en el esquema del *matching* a un monto equivalente de 1% del pasivo del sistema financiero en junio, 9 p.p. por debajo del nivel de fines de 2004 (ver Gráfico IV. 12).

Si bien la banca logró mejoras en la productividad de los factores, aún se encuentra por debajo de los niveles previos a la crisis de 2001-2002

Gráfico IV.16
Participación por Tipo de Banco
Total de depósitos del sector privado no financiero



Fuente: BCRA

En línea con el positivo comportamiento observado en los últimos tres años e impulsado por las buenas perspectivas del sector, las entidades financieras registraron una importante expansión en la planta de personal, en el número de sucursales y en la cantidad de cajeros automáticos durante el primer semestre de 2007. Particularmente, la dotación de personal del sistema financiero creció 4,4% (4.000 personas) en la primera mitad del año (ver Gráfico IV.13) hasta 95.600 empleados, resultando este aumento relativo superior a la creación de empleo formal de la economía.

En un marco de creciente normalización de la actividad bancaria, el sistema financiero pudo verificar un sostenido incremento en la dotación de factores productivos empleados conjuntamente con un fortalecimiento de los indicadores de productividad (ver Gráfico IV.14), que prácticamente alcanzaron los niveles previos a la crisis 2001-2002.

De la mano de las estrategias de las casas matrices de los bancos extranjeros, el sistema bancario local continuó con su proceso de redimensionamiento de la estructura, alcanzando un número total de 87 entidades financieras en junio, 3 menos que a fines de 2006. Este fenómeno influyó para que, en un marco de gran dinamismo, durante el primer semestre de 2007 se verificó un leve incremento en la consolidación del sistema financiero medida en términos del IHH. Sin embargo, se observó en simultáneo que las cinco principales entidades financieras redujeron levemente su participación, tanto en términos de créditos al sector privado como de depósitos privados (ver



Gráfico IV.15). Los niveles de concentración del sistema financiero local siguen bajos en una comparación regional.

Por su parte, el sistema financiero sigue su tendencia hacia una distribución más uniforme del mercado por tipo de banco. Particularmente, las entidades financieras privadas de capitales nacionales continuaron incrementando su participación en la tenencia de depósitos privados, superando por poco a los bancos públicos (ver Gráfico IV.16). Por su parte, a pesar de que redujeron levemente su participación en 2007, los bancos extranjeros conservan la mayor ponderación en las colocaciones privadas.

V. ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS

Síntesis

El sistema financiero sigue manteniendo una adecuada administración de sus riesgos, situación que le brinda una sólida posición frente a las turbulencias en los mercados financieros internacionales que se profundizaron a fines de julio. Los niveles de liquidez continúan siendo holgados y el BCRA sigue brindando herramientas para consolidar al sistema financiero frente a este riesgo: a la función de prestamista de última instancia, se le suman el ofrecimiento de pases activos, las recompras directas y por licitación en el mercado secundario de Lebac y Nobac, la graduación de la colocación de estos instrumentos en el mercado primario, las subastas de pases, la posición bimestral (julio-agosto y octubre-noviembre) en conjunto con otros avances en la norma de efectivo mínimo y la participación en el mercado de dólar a futuro. De esta manera, para lo que resta del año se espera que los bancos continúen manteniendo adecuados niveles de activos líquidos, en un contexto de incremento en el fondeo por depósitos.

La reducción en la exposición de los bancos al sector público, combinada con el sostenimiento de resultados primarios superavitarios y de menores niveles de deuda del Gobierno, se reflejan en una decreciente exposición de la banca al riesgo crediticio del sector público. Por su parte, la exposición al sector privado continuó expandiéndose, en un marco de buenas perspectivas de ingresos de las empresas y de las familias, cristalizándose en reducidos niveles de riesgo de repago de estos sectores. En este contexto, la irregularidad total de la cartera privada se ubica en 3,9%, nivel históricamente bajo y en línea con la región latinoamericana. En particular, la morosidad de las financiaciones a empresas continuó cayendo en la primera parte del año, verificándose un buen desempeño de las nuevas líneas. La irregularidad de las familias evidenció cierto incremento en el período, recogiendo especialmente el efecto de las líneas de consumo (personales y tarjetas de crédito). Más allá de este movimiento, en los próximos meses se espera que el riesgo crediticio de empresas y familias se mantenga en niveles acotados.

En la primera parte de 2007 los bancos evidenciaron un leve incremento en su exposición al riesgo de moneda extranjera por un ligero aumento en el descalce de partidas en dólares. No obstante, los stress test sugieren que los bancos siguen presentando una sólida posición frente a este riesgo, con niveles de capital adecuados en casos de shocks negativos extremos. Por su parte, la exposición al riesgo de tasa de interés real continúa reduciéndose, con un decreciente descalce de partidas con CER, evolución que se espera continúe. La exposición al riesgo de mercado registró una suba en el semestre, dada la mayor ponderación de los activos con cotización de mercado en cartera de los bancos, si bien este riesgo sigue teniendo una baja participación en el balance de riesgos del sistema financiero.

Aunque la magnitud del impacto aún es incierta, los efectos de las turbulencias en los mercados financieros internacionales impulsarían cierta materialización de la exposición al riesgo de mercado y de tasa de interés en la segunda parte de 2007.

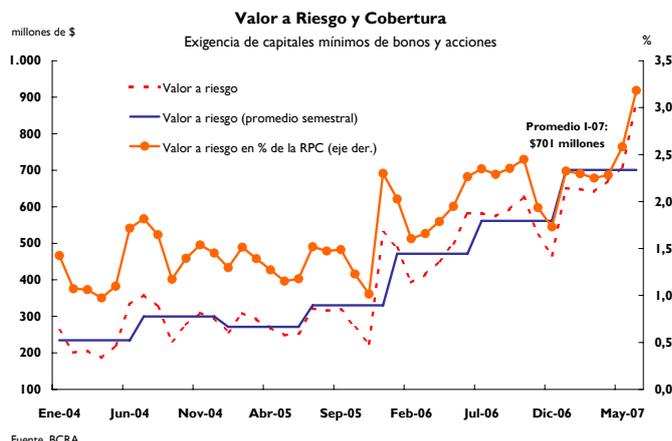
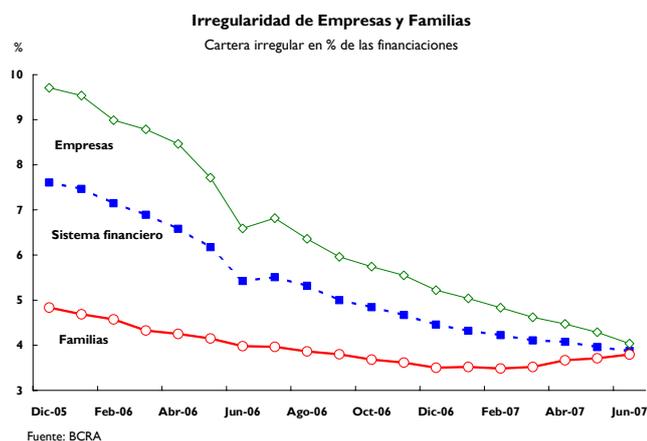
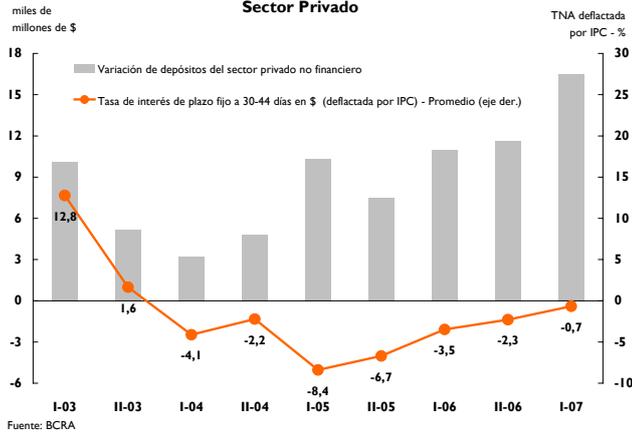




Gráfico V.1

Ingreso de Fondos en el Sistema Financiero por Depósitos del Sector Privado



V.1. Riesgo de liquidez

La recuperación de la confianza en el sistema financiero durante los últimos 3 años impulsó los adecuados niveles de liquidez actuales

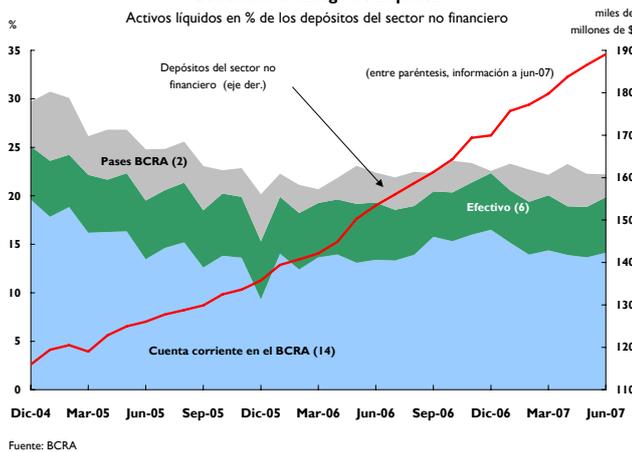
Los bancos siguen normalizando sus pasivos mediante la captación de depósitos del sector privado. En efecto, las colocaciones de empresas y familias alcanzaron aproximadamente 55% de los pasivos de los bancos. Esta tendencia está en línea con la gradual suba en las tasas de interés pagadas por depósitos (ver Gráfico V.1).

En el cierre del primer semestre de 2007 los activos líquidos del sistema financiero, conformados por el efectivo en caja, los depósitos en cuenta corriente en el BCRA y los pases en efectivo con el BCRA, alcanzaron poco más de 22% de los depósitos del sector no financiero, levemente por debajo del registrado a fines de 2006 (ver Gráfico V.2). Esta ligera reducción en el nivel de este indicador de liquidez de las entidades financieras en el semestre se encuentra en línea con la consolidación del proceso de normalización patrimonial, principalmente por la aplicación del fondeo en líneas crediticias a empresas y familias (ver Página 43) y la acelerada reducción en los pasivos vinculados a asistencias por iliquidez otorgadas por el BCRA durante la crisis de 2001-2002.

Como resultado, las entidades financieras cierran el primer semestre del año con adecuados niveles de liquidez, que se ubican por encima de las exigencias en pesos establecidas por el BCRA, con un margen precautorio que se mantiene estable en términos interanuales (ver Gráfico V.3). Por su parte, los indicadores de liquidez en moneda extranjera también evidencian una reducción, tendencia que se encuadra en un contexto de expansión de las líneas en dólares, especialmente destinadas a la financiación de operaciones de exportación, que supera al ritmo de crecimiento de los depósitos en moneda extranjera. Así, a mediados de 2007 los bancos mantenían una posición de liquidez en moneda extranjera que representaba poco más de un cuarto de la exigencia en igual moneda (ver Gráfico V.4).

Gráfico V.2

Cobertura al Riesgo de Liquidez

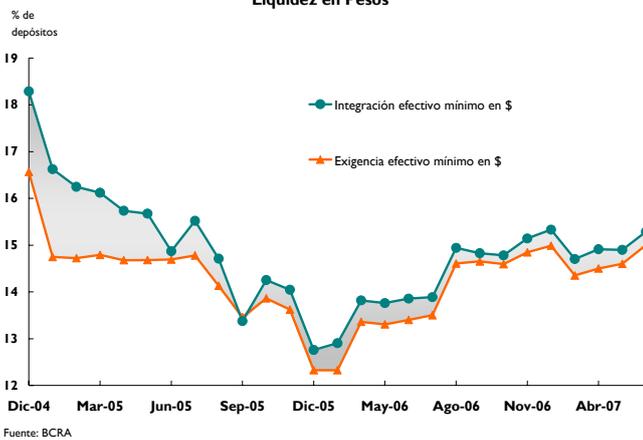


La volatilidad externa se refleja en los mercados de liquidez interfinanciera

En la primera parte de 2007 se evidenció una leve reducción en los montos operados en el mercado de *call* respecto al segundo semestre de 2006, mientras que tomaron un mayor dinamismo los pases entre bancos (ver Gráfico V.5). En particular, estas últimas operaciones crecieron 6% en promedio en el primer semestre del año respecto al período inmediato anterior, si bien aún es un mercado que tiene una escala reducida.

A fines de julio comenzó a repercutir localmente la volatilidad en los mercados financieros internacionales, con raíz en los problemas desatados en el mercado hipotecario de EEUU. En particular, el enrarecimiento del contexto internacional condujo a que se reduzcan los recursos disponibles en el mercado de *call* durante julio, influyendo sobre la evolución de los montos y de

Gráfico V.3
Liquidez en Pesos



APARTADO 2: LA IMPORTANCIA DEL USO DE TÉCNICAS DE *STRESS-TEST* EN LA ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

La innovación financiera y los eventos de stress de los últimos tiempos impulsaron el avance de nuevas técnicas complementarias dentro del esquema de administración de riesgos de las entidades financieras alrededor del mundo. En este marco, el desarrollo de modelos de stress-test está cada vez más generalizado y está siendo recomendado como práctica usual por los principales organismos internacionales especializados. Así, el BCRA impulsa a que las entidades financieras incorporen esquemas de stress-test en su proceso de administración de riesgos y, con este objetivo, está empezando a relevar información y a monitorear las prácticas actuales al respecto

El proceso de innovación en los productos financieros y los sucesos de crisis financieras a nivel global están promoviendo avances en las metodologías de administración de riesgos. En este sentido y dado que la toma de riesgos constituye un elemento inherente al desarrollo de la actividad financiera, las entidades financieras diseñan esquemas de administración de riesgos con el objetivo de diagnosticar y medir sus exposiciones, para luego generar la cobertura necesaria frente a pérdidas esperadas por la materialización de estos riesgos. En forma tradicional, el diseño de la exposición a riesgos se arma en base a información histórica, la cual se utiliza para asignar una determinada probabilidad a la materialización de cada riesgo. De esta forma las entidades financieras calculan, por ejemplo, las reservas de activos líquidos y las provisiones por incobrabilidad para cubrirse frente a pérdidas esperadas por su exposición patrimonial a los riesgos de liquidez y de crédito respectivamente. Sin embargo, el principal elemento característico de las crisis es la presencia de *shocks* que por su naturaleza son inesperados, de los cuales no se puede inducir un patrón histórico. Esta dificultad de lidiar con la incertidumbre llevó a la práctica financiera a generar nuevas herramientas complementarias a las existentes que permitan al sistema financiero establecer parámetros para constituir niveles de capital (teniendo en cuenta su costo) suficientes para absorber las pérdidas ocasionadas por *shocks* negativos.

En este contexto, se está expandiendo el uso de técnicas de *stress-test*, la cuales ponen a prueba la solidez del sistema financiero ante movimientos adversos extremos, pero posibles, por ejemplo de los tipos de cambio, las tasas de interés o los precios de los distintos activos financieros, entre otros. Dentro de los distintos diseños de *stress-test* hay dos grandes grupos según el objetivo del análisis. Por un lado, la técnica puede poner el foco en el sistema en su conjunto (*top-down*), dando una visión más macroeconómica en el sentido de sacar conclusiones sobre los efectos de movimientos en el contexto económico sobre la estabilidad financiera. Otra visión la provee el esquema orientado en la exposición de cada cartera en particular, utilizando información a nivel de entidad financiera (*bottom-up*). No obstante la distinción anterior, ambas visiones se complementan, resultando relevante el desarrollo, dentro de un marco de supervisión adecuado, de estas técnicas dentro del esquema de administración de riesgos de los bancos para ayudar a promover las condiciones de estabilidad financiera.

En particular, desde una perspectiva de administración de riesgos de las entidades financieras, los trabajos de *stress-tests* son complementarios a las principales técnicas de evaluación de riesgos como la metodología de Valor a Riesgo (VaR). Así, está cada vez más generalizado en el mundo su uso en los procesos de evaluación de riesgos de entidades financieras y otras firmas proveedoras de servicios financieros, ayudando a fortalecer el contexto de estabilidad financiera general al mejorar la solidez de cada entidad financiera en particular y mitigar los efectos sistémicos provocados por posibles contagios.

Los ejercicios de *stress-test* también presentan algunas limitaciones. En especial, estos modelos no proveen de una medida precisa de las pérdidas por el *shock* ni una asignación de probabilidad al escenario testeado, asimismo, los resultados están ligados a la elección de la magnitud del *shock* y en el común de los casos no pueden capturar un amplio rango o una interacción entre distintos riesgos. Sin embargo, continúan vigentes las bondades de estos modelos en explicar los efectos de primer orden de fenómenos extremos, resultando una herramienta complementaria dentro de los esquemas de administración de riesgos.

A nivel internacional, la importancia de contar con herramientas de *stress-test* es puesta de manifiesto por distintos organismos especializados. Así, tanto el *Committee on the Global Financial System* (CGFS) y el *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) -ambos dentro del ámbito del *Bank for International Settlements* (BIS)-, como el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), enfatizan la necesidad que los supervisores bancarios sistematicen la identificación, el impacto y el monitoreo de la exposición de las entidades financieras a *shocks*, como además de la necesidad que las entidades financieras desarrollen e implementen adecuados sistemas de administración de riesgos. En particular, dentro de las recomendaciones establecidas en Basilea II se otorga especial relevancia al desarrollo de técnicas de *stress-test*, vinculando los resultados de estas pruebas a la determinación de los niveles de adecuación de capital en los enfoques más avanzados del esquema.



En este mismo sentido, el BCBS enumera los lineamientos básicos que deberían cumplir los sistemas de supervisión bancaria de los países con el objetivo de contribuir al fortalecimiento del sistema financiero internacional (*Core Principles for Effective Banking Supervision*; revisión oct-2006). En los principios se desarrollan los requisitos que permitirían asegurar al supervisor que las entidades financieras realizan permanentemente una adecuada administración de riesgos, lo que en términos generales implica identificar, medir y monitorear los riesgos asumidos. Las entidades financieras deben implementar políticas efectivas y procedimientos tendientes a la administración de sus riesgos, con la activa participación del directorio y los más altos niveles gerenciales, así como el establecimiento de controles que aseguren el cumplimiento de tales políticas y procedimientos: la administración de riesgos se ha transformado en un hecho cultural que debe atravesar los distintos niveles de una organización.

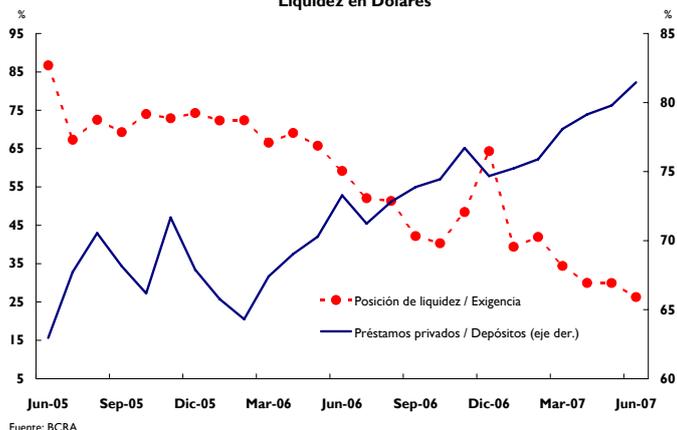
Para identificar las vulnerabilidades es importante que las entidades financieras incluyan dentro del cómputo de las metodologías utilizadas a los ejercicios de *stress-test*, para luego definir planes de contingencia que permitan afrontar los eventuales efectos de situaciones adversas. Además, los modelos diseñados deben ser sometidos a validación y testeado en forma periódica a los fines de asegurar su permanente adecuación a los fines perseguidos. Los enfoques adoptados tendrían que ser incluidos en las políticas y procedimientos de cada entidad financiera y los resultados deberían ser tomados en cuenta de manera continua en la estrategia de toma de riesgos implícita en el desarrollo de sus negocios.

En este contexto y reconociendo la creciente importancia de la realización periódica de *stress-test* por parte de las entidades financieras, el BCRA, en el marco de los ejercicios que periódicamente realiza, efectuó a mediados de 2006 un relevamiento referido a modelos de *stress-test* llevados a cabo por las entidades financieras. El requerimiento informativo tuvo el propósito de conocer las políticas y el tratamiento de las entidades financieras en la materia: características generales de cada una de las pruebas realizadas y riesgos alcanzados, tipos de escenarios incorporados, periodicidad de las prácticas y uso de los resultados obtenidos.

Adicionalmente, en la actualidad se han iniciado tareas concretas de evaluación de las metodologías implementadas por las entidades financieras, a los efectos de complementar el relevamiento conducido en 2006, obteniendo mayor información sobre los propósitos perseguidos y las metodologías desarrolladas por las entidades financieras que actualmente se encuentren llevando a cabo estos modelos. Estas tareas de evaluación tienen como objetivo de corto plazo establecer, a nivel supervisor y como directiva al sistema financiero, principios de buenas prácticas que las entidades financieras deben llevar adelante y que serán monitoreadas por el BCRA, a través de la SEFyC.

En el marco de las tareas propias de regulación y supervisión, se busca fundamentalmente el monitoreo de la incorporación efectiva de estas metodologías en los procesos de administración de riesgos de cualquier entidad financiera que desarrolle sus actividades dentro del sistema financiero argentino. La adecuada incorporación de este estándar internacional facilitará que las entidades financieras se encuentren mejor preparadas para enfrentar *shocks* negativos, promoviendo así las condiciones consistentes con un escenario de estabilidad financiera local.

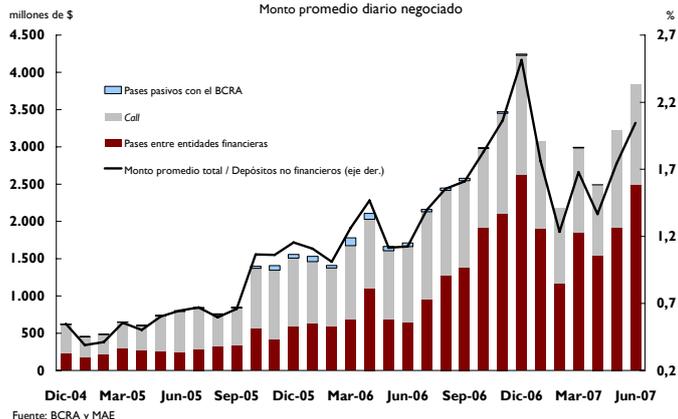
Gráfico V.4
Liquidez en Dólares



las tasas de interés operadas. En este sentido, el contexto de incertidumbre y de menor liquidez llevó a una mayor volatilidad en las tasas de interés de *call* (ver Gráfico V.6). En este marco, el BCRA implementó medidas que están contribuyendo a normalizar el mercado principalmente mediante el ofrecimiento de pases activos, recompras de Lebac y Nobac (tanto a través de compras directas como por licitaciones en el mercado secundario) y, la graduación de la colocación de estos instrumentos en el mercado primario, las subastas de pases, la posición bimestral (julio-agosto y octubre-noviembre) en conjunto con otros avances en la norma de efectivo mínimo y la participación en el mercado de dólar a futuro (ver Página 23).

Por su parte, las tasas de interés de las colocaciones a plazo fijo siguieron mostrando incrementos paulatinos en la primera parte del año, evolución en línea con los incentivos establecidos mediante las tasas de interés del BCRA en sus operaciones de pases. De esta manera, estos incrementos en las tasas de referencia del BCRA tienen su efecto tanto en la extensión de los plazos del fondeo del sistema financiero como en la captación de nuevos depósitos.

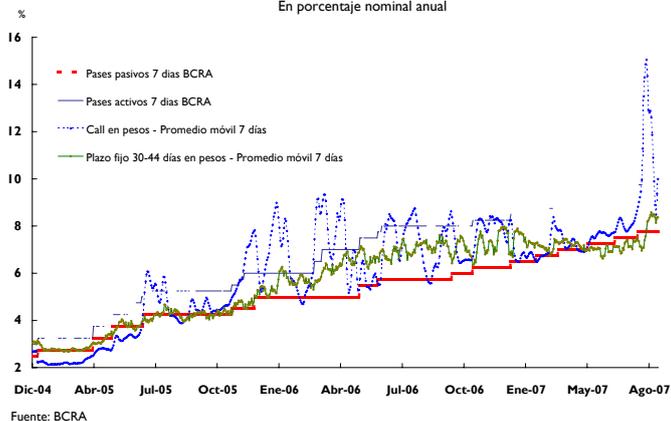
Gráfico V.5
Mercados de Liquidez Interfinanciera
Monto promedio diario negociado



En un marco de expansión similar en todos los tipos de depósitos del sector privado en el primer semestre de 2007 (ver Página 46), la relación de colocaciones del sector privado a plazo respecto a las vista se sostuvo en 88% en promedio, valor similar al del semestre inmediato anterior y por encima de igual período de 2006. Con referencia particular a los nuevos depósitos a plazo fijo del sector privado, la madurez promedio de estas colocaciones se mantuvo sin variaciones de relevancia en la primera parte del año (aproximadamente 50 días). Con el objetivo de aumentar la madurez de la oferta crediticia en un contexto de sostenimiento del riesgo de plazo, esta consolidación en el plazo promedio de los depósitos del sector privado en el sistema financiero debería estar acompañada de la profundización en la obtención de recursos mediante la colocación de deuda de mediano y largo plazo en el mercado de capitales (ver Página 46).

Los niveles puntuales de liquidez y las nuevas medidas lanzadas por el BCRA mantienen al sistema bancario en una adecuada posición de cara a un turbulento contexto financiero internacional

Gráfico V.6
Tasas de Interés
En porcentaje nominal anual



Para lo que resta de 2007 se estima que, pese a las situaciones de liquidez particulares, el sistema financiero continuará ampliando sus volúmenes de intermediación financiera, recibiendo depósitos y generando nuevos créditos al sector privado. De esta manera, se proyecta que las entidades financieras podrían llegar a reducir gradualmente sus niveles de activos líquidos, si bien los mismos seguirían siendo holgados. Así, el sistema financiero podrá enfrentar de manera más cómoda el contexto de mayor volatilidad.

En esta línea, la recuperación de la función de prestamista de última instancia del BCRA brinda una adecuada cobertura a los bancos frente a potenciales salidas repentinas de depósitos. Asimismo, las restantes medidas implementadas por el BCRA recientemente continuarán siendo efectivas a la hora de proveer herramientas de liquidez de corto plazo a los bancos,



Gráfico V.7
Exposición al Sector Público

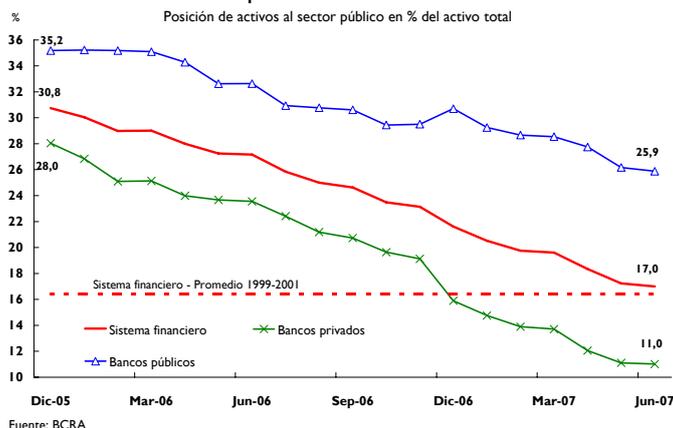


Gráfico V.8
Exposición al Sector Público / Activos
Último dato disponible

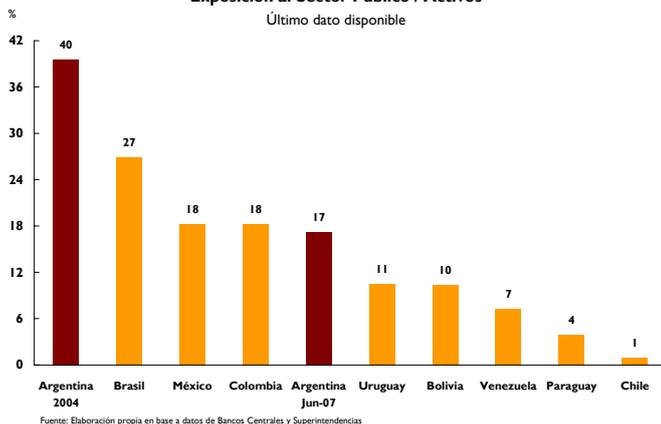
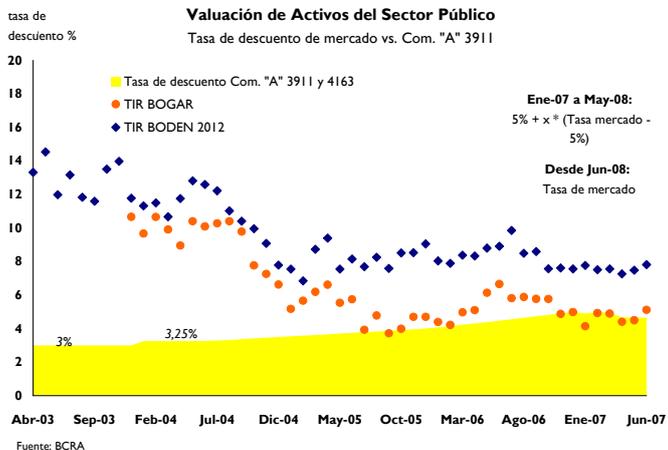


Gráfico V.9
Valuación de Activos del Sector Público
Tasa de descuento de mercado vs. Com. "A" 3911



coadyuvando a normalizar los mercados interfinancieros de liquidez.

V.2. Riesgo de crédito

V.2.1. Sector público²⁸

Decrecientes niveles de exposición al sector público, combinados con resultados fiscales positivos y un menor endeudamiento, mantienen una buena posición de la banca frente al riesgo de crédito de este sector

Impulsado por la política financiera del BCRA, a lo largo de la primera parte de 2007 el sistema financiero continuó mejorando su posición frente al riesgo de crédito del sector público. Así, la exposición de los bancos al sector público totalizó 17% de los activos totales a mediados de año (18,5% del activo neteado), evidenciando un descenso de casi 4,6 p.p. en lo que va de 2007, valor que se extiende hasta más de 17 p.p. en los últimos 2 años (ver Gráfico V.7). Los bancos privados continuaron liderando este proceso, registrando una exposición de 11% a mediados de 2007 (11,9% del activo neteado), con disminuciones de 4,9 p.p. en 2007 y de 22,4 p.p. desde mediados de 2005.

El sostenido descenso en la exposición de los bancos al sector público continuó impulsado tanto por la canalización de recursos para satisfacer las necesidades crediticias de empresas y familias, como por los incentivos normativos introducidos por el BCRA. De esta manera, la exposición de los bancos a títulos y préstamos gubernamentales ya se ubica en niveles similares al promedio de 2000-2001 y por debajo de las economías más grandes de la región (ver Gráfico V.8).

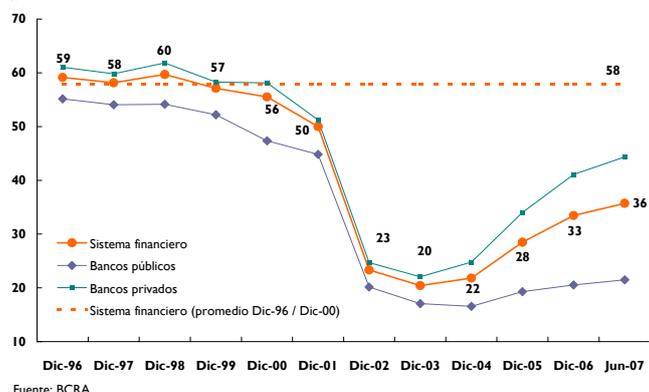
Siguiendo la normativa implementada por el BCRA, la venta de títulos valores por parte de los bancos, la alineación de su valuación contable a valores de mercado (ver Gráfico V.9) y la amortización natural de estos activos, constituyen los principales mecanismos que atemperan la exposición del sistema financiero al sector público. A esta tendencia también contribuyeron la recepción de compensaciones pendientes del Gobierno Nacional parcialmente en efectivo, así como la amortización programada de la deuda gubernamental.

En este contexto, la buena capacidad de pago del Gobierno, reflejada tanto en los niveles de superávit como en el perfil de servicios de la deuda, reduce la exposición de los bancos al riesgo de crédito de este sector. En este particular, el sector público nacional registró un superávit primario durante el primer semestre de 2007 (ver Página 24) y continuó reduciendo sus niveles de endeudamiento.

Para el resto de 2007 se espera una gradual reducción en la exposición al sector público, en un marco de relativamente bajos niveles de riesgo crediticio de este sector

²⁸ El concepto de crédito al sector público utilizado (ver definición en el Glosario) excluye la tenencia de títulos valores emitidos por el BCRA.

Gráfico V.10
Financiamientos al Sector Privado No Financiero
En % del activo neteado



De cara al cierre del año, se estima un escenario de gradual disminución en la exposición del sistema financiero al sector público, movimiento explicado por varios factores. Por un lado, la continua mejora en la relación riesgo-retorno de la cartera crediticia a empresas y familias incentiva a los bancos a trasladar recursos hacia estos sectores, como contrapartida de los menores rendimientos relativos de las emisiones del sector público. Por otro lado, a partir de julio entra en vigencia el nuevo máximo de exposición al sector público establecido por el BCRA (35% del activo). Sin embargo, las turbulencias evidenciadas en los mercados emergentes de renta fija en la primera parte del segundo semestre de 2007 constituyen una barrera para la venta de estos títulos por parte de los bancos, amortiguando los efectos anteriores.

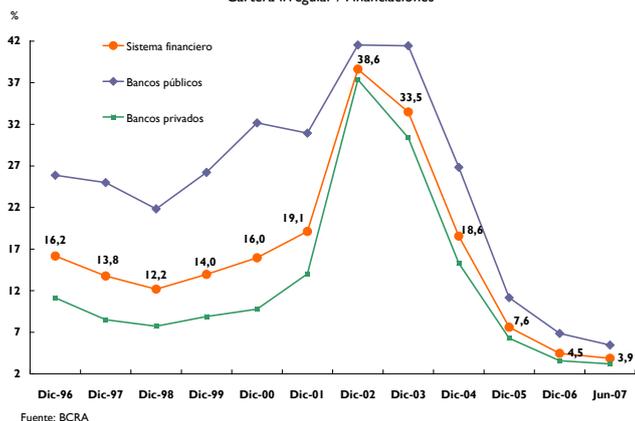
La reducción en la exposición al sector público esperada para los próximos meses, sumada a la continuidad que tendría el buen desempeño de las cuentas fiscales, permiten estimar un fortalecimiento relativo del sistema financiero frente a su exposición al riesgo de crédito del sector público.

V.2.2. Sector privado

Continúa incrementándose la exposición a las familias y a las empresas, en un marco de riesgo crediticio reducido

En la primera parte de 2007 el sistema financiero siguió aumentando su exposición patrimonial al riesgo de crédito del sector privado. En efecto, los bancos continuaron profundizando su financiamiento al sector privado en lo que va de 2007, en un marco de expansión de las actividades productivas y de los ingresos y el empleo de las familias. Esta evolución, combinada con sus aún moderados niveles de endeudamiento (ver Sección II.2), consolidan la posición financiera del sector privado, materializando una disminución a la exposición patrimonial de la banca a su riesgo crediticio.

Gráfico V.11
Irregularidad del Crédito al Sector Privado
Cartera irregular / Financiamientos

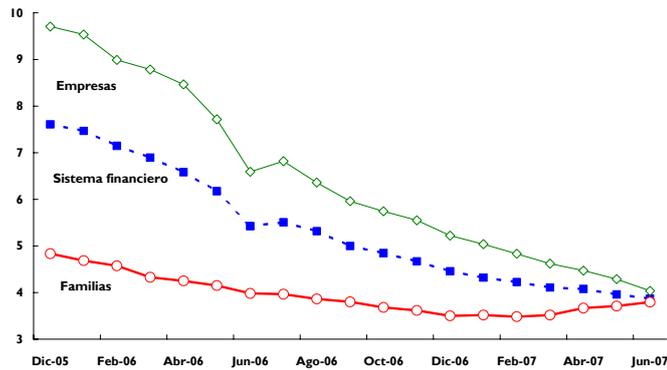


A mediados de año el financiamiento de las entidades financieras a empresas y familias totalizó cerca de 33% del activo total de los bancos (casi 36% del activo neteado) (ver Gráfico V.10). Si bien este nivel todavía se ubica por debajo de los niveles de pre-crisis, representa aumentos de más de 2 p.p. y de 11 p.p. del activo total en el primer semestre de 2007 y en los últimos dos años, respectivamente. Esta tendencia sigue siendo liderada por los bancos privados, cuya exposición supera 41% de su activo.

El significativo incremento en las financiamientos privados con bajo riesgo implícito, contribuyó a continuar reduciendo la irregularidad privada, que ya se encuentra en niveles tanto históricos como regionalmente bajos. En efecto, la irregularidad se ubicó en 3,9% de las financiamientos privadas (ver Gráfico V.11), 0,6 p.p. por debajo de fines de 2006 y casi 36 p.p. menos que el valor máximo de post-crisis. Con referencia particular a la primera parte del año, mejoró el desempeño de las financiamientos destinadas a empresas, mientras que la morosidad de las colocaciones a familias verificó un pequeño deterioro (ver Gráfico V.12).



Gráfico V.12
Irregularidad de Empresas y Familias
Cartera irregular en % de las financiaciones



Fuente: BCRA

Partiendo de niveles más elevados, los bancos públicos lideraron la caída en la morosidad en la primera parte de 2007, alcanzando 5,5% de las financiaciones privadas, casi 1,4 p.p. menos que en el cierre del año anterior. Por su parte, las entidades financieras privadas verificaron una caída de 0,4 p.p. en su morosidad hasta un nivel de 3,2%, movimiento dinamizado por los bancos privados de alcance nacional y regional.

Las financiaciones vigentes al cierre del año anterior registraron mejoras en su desempeño a lo largo de 2007. En efecto, mientras que 88,6% de las líneas mantuvieron su situación²⁹, aproximadamente 2,4% de las mismas mejoraron su calificación, al tiempo que sólo 1% verificó un deterioro³⁰. Más aún, las financiaciones que a fines de 2006 estaban clasificadas como situación 1, representando cerca de 93% del total (ver Tabla V.1), observaron una pequeña desmejora de 0,9 p.p. en su calidad, si bien sólo 0,2 p.p. pasó a categoría irregular.

Tabla V.1

Matriz de Transición Diciembre 2006 / Junio 2007
Porcentajes en base a las financiaciones al sector privado no financiero

		Junio de 2007							Cance- lación (*)	TOTAL
		Regular		Irregular						
		1	2	3	4	5	6			
Diciembre de 2006	1	92,0	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	7,1	92,6	
	2	42,6	45,1	2,7	0,4	0,4	0,0	8,7	2,2	
	3	32,1	9,0	42,9	3,7	0,3	0,0	11,9	1,4	
	4	8,1	8,3	11,3	50,9	2,4	0,0	19,1	2,0	
	5	1,2	0,6	0,9	16,0	44,5	0,0	36,8	1,7	
	6	7,4	0,2	0,1	7,9	2,4	61,1	20,9	0,1	
	TOTAL	86,8	1,9	1,0	1,4	0,9	0,1	8,0	100,0	

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

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

Fuente: BCRA

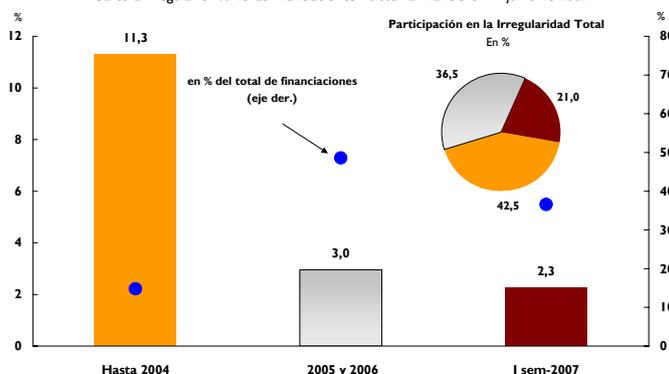
Los restantes segmentos de financiaciones mejoraron su desempeño. En efecto, casi 43% de los créditos en situación 2 a fines de 2006 mejoró su situación, mientras que sólo 3,6% pasó a estar en situación irregular. Por su parte, aproximadamente 41% de las líneas en situación 3 pasaron a ser regulares, presentando un deterioro reducido (4,1% del total). Las restantes categorías también evidenciaron recomposiciones generalizadas en su desempeño. Como resultado, sólo 0,3% de las financiaciones regulares a diciembre de 2006 actualmente se encuentran en mora, mientras que cerca de 18% de las líneas irregulares pasaron a presentar pagos normales³¹.

Buena parte de la irregularidad la explican los créditos otorgados en pre-crisis

Se estima que las financiaciones privadas otorgadas hasta 2004, que tienen una baja ponderación en el total (15%), presentan una morosidad superior a 11% (ver Gráfico V.13). Por su parte, los créditos originados en 2005 y 2006 (casi la mitad de las financiaciones totales vigentes) evidencian una irregularidad de 3%, mientras que, las líneas otorgadas en 2007 (poco más de un tercio del total) registran una morosidad reducida de sólo 2,3%. De esta manera, la irregularidad total observada a mediados de 2007 se encuentra más de 40% explicada por las líneas existentes en 2004 (con una reducida ponderación en el total), siendo el resto proveniente de créditos de los últimos períodos.

Por su parte, la continuidad del proceso de provisionamiento conducido por el sistema financiero lleva a que su exposición patrimonial frente al riesgo de crédito del sector privado se mantenga en valores marcadamente reducidos (ver Gráfico V.14), tanto en las entidades financieras públicas como en las privadas. Así, la significativa cobertura con provisiones de las entidades financieras, combinada con la sostenida expansión de su solvencia, hacen que el sistema financiero se encuentre completamente cubierto ante posibles episodios en que se cristalice la incobrabilidad esperada de la cartera en mora.

Gráfico V.13
Financiaciones al Sector Privado por Período de Origenación
Cartera irregular en % de las financiaciones - Sistema financiero - A junio de 2007



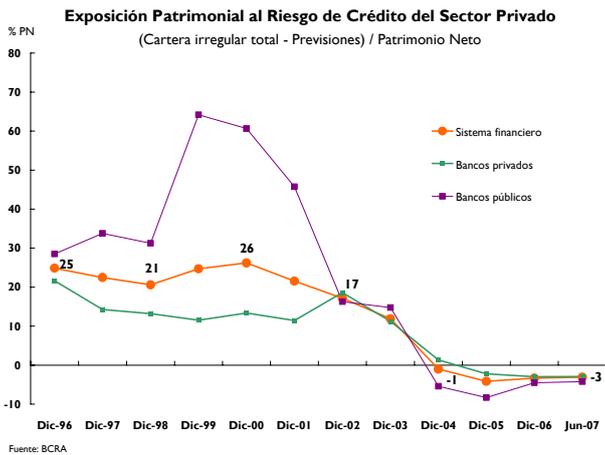
Fuente: BCRA

²⁹ Para ver un detalle sobre las características que definen cada situación, ver Texto Ordenado "Clasificación de Deudores".

³⁰ El resto corresponde a cancelaciones en el período.

³¹ Casi 23% fueron canceladas o transferidas a cuentas de orden en el período.

Gráfico V.14



Se estima que el riesgo de crédito del sector privado seguirá en niveles relativamente reducidos en los próximos meses

Pese al escenario de creciente volatilidad a nivel internacional, se estima que los *fundamentals* de la economía argentina seguirían en buen estado relativo. Este contexto, combinado con los aún bajos niveles de endeudamiento de las empresas y de las familias, repercutiría positivamente sobre su posición financiera, atemperando el riesgo crediticio enfrentado por el sistema financiero.

Durante los próximos meses, la principal debilidad frente al riesgo de crédito del sector privado estaría vinculada a la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Estos eventos podrían llegar a influir sobre los ingresos sectoriales y sobre las tasas de interés de los préstamos locales, lo cuál podría tener un correlato en la posición financiera del sector privado, afectando parcialmente la percepción del riesgo de crédito enfrentado por la banca.

Empresas

Los bancos se fortalecen frente a su exposición patrimonial al riesgo de crédito de las empresas, tendencia sostenida por la buena posición económica y financiera de este sector

Las entidades financieras continúan incrementando su canalización de recursos a las empresas, en un marco de acotado riesgo de crédito de este sector. Las relativamente buenas perspectivas sobre la demanda tanto interna como externa del sector corporativo, combinadas con sus bajos y decrecientes niveles de endeudamiento (enfrentando un menor riesgo cambiario, por la caída en los pasivos en moneda extranjera) configuran un escenario de robustecimiento en la posición financiera de las empresas (ver Página 26), lo cual impulsa un fortalecimiento de la banca frente a su exposición al riesgo crediticio de las firmas. En particular, la exposición del sistema financiero a las empresas sostuvo su expansión en lo que va de 2007, alcanzando 20,9% del activo neteado, aproximadamente 1 p.p. más que a fines de 2006. Esta tendencia se dio conjuntamente con una gradual reducción de los *spreads* de tasas de interés (ver Gráfico V.15), movimiento que también se encuentra en parte impulsado por la creciente competencia entre las entidades financieras por los mejores sujetos de crédito.

La mejora en la capacidad de pago de las empresas se reflejó en la sostenida caída en los niveles de irregularidad. Así, en la primera parte de 2007 la irregularidad de las financiamientos a empresas se redujo 1,2 p.p. hasta 4,1% del total, tendencia que se encontró impulsada por la industria (su irregularidad cae 1,2 p.p. hasta 3,4%) y los servicios (desciende 1,7 p.p. hasta 5,2%) (ver Gráfico V.16).

En este marco, las líneas de todos los tamaños a empresas según su saldo residual siguen mejorando su desempeño, convergiendo a los menores valores de irregularidad registrados por las líneas micro y pequeñas. La irregularidad de las líneas de financiamiento con tamaño mediano y grande disminuyó 1,4 p.p. y 1,3 p.p. hasta 4% y 4,1%, respectivamente (ver Gráfico V.17).

Gráfico V.15

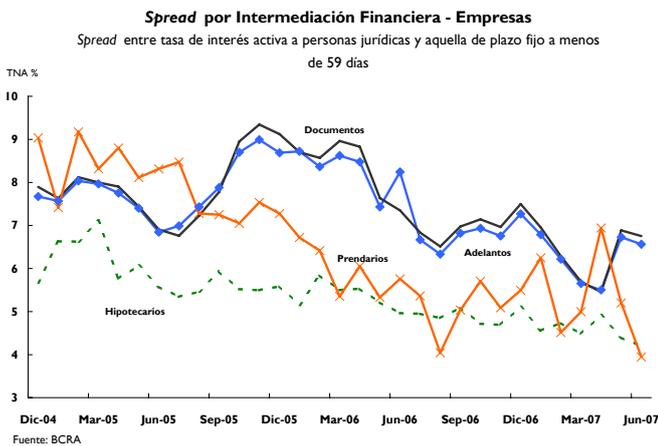


Gráfico V.16

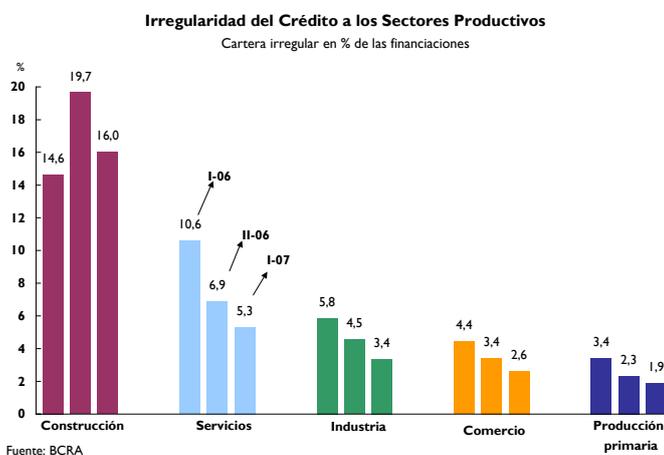
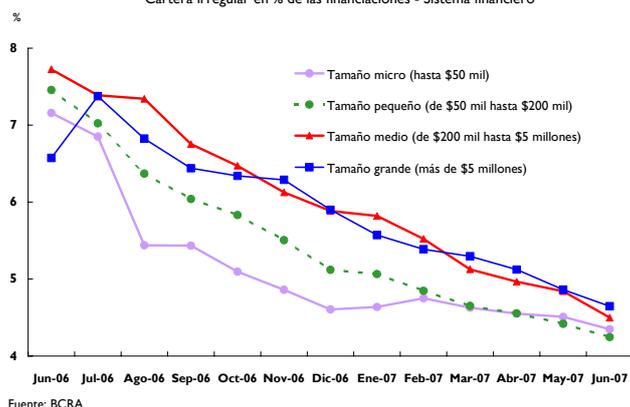


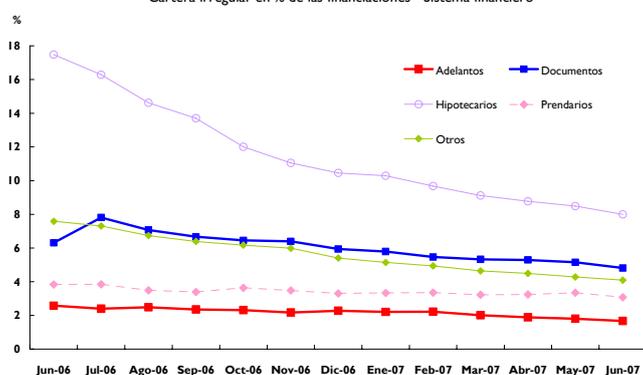


Gráfico V.17
Irregularidad por Tamaño de Financiamiento
Cartera irregular en % de las financiaciones - Sistema financiero



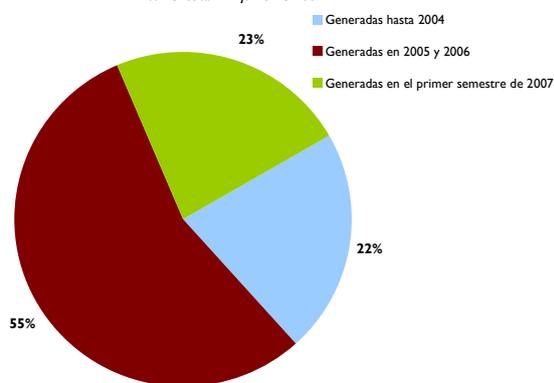
Fuente: BCRA

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



Fuente: BCRA

Gráfico V.19
Financiaciones a Empresas - Composición de la Irregularidad
En % del total - A junio de 2007



Fuente: BCRA

Por su parte, la *performance* de las líneas de menores tamaños también resultó positiva, alcanzando niveles de irregularidad de 3,8% las de dimensión micro y de 3,7% las pequeñas. Los grandes deudores explican gran parte de la irregularidad total. Así, si se excluyen a los 10 principales deudores irregulares, la morosidad del sector llegaría a sólo 1,7% de estas financiaciones, menos de la mitad del valor actual.

En forma congruente con los últimos semestres, las líneas hipotecarias a empresas evidencian las mayores caídas en términos de irregularidad (se reduce 2,5 p.p. hasta un nivel de 8%), mientras que los adelantos en cuenta corriente siguen registrando el mejor desempeño (1,7% de morosidad) (ver Gráfico V.18). Los documentos y los créditos prendarios también presentan mejoras, observando niveles de irregularidad reducidos (4,8% y 3,1%, respectivamente).

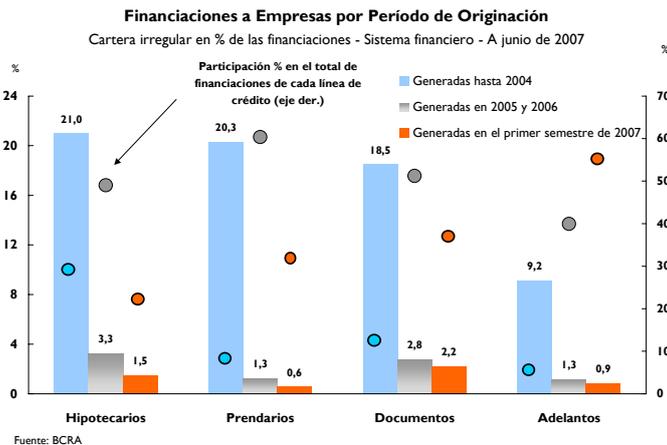
Se estima que más de la mitad de la irregularidad está asociada a líneas existentes a 2004

El nivel de irregularidad actual está principalmente asociado a empresas grandes que se endeudaron en pre-crisis. Mientras que la cartera de financiaciones existentes a fines de 2004 presenta una irregularidad de aproximadamente 16% (con una ponderación de 14% sobre las financiaciones totales), la morosidad de las financiaciones originadas a partir de 2005 se ubica en niveles reducidos, en torno a 2,1%. De esta manera, si bien estas últimas financiaciones alcanzan una participación de más de 85% de la cartera total, su baja morosidad hace que sólo estén explicando menos de la mitad del saldo irregular total (ver Gráfico V.19). En particular, se destaca que las líneas hipotecarias, prendarias y documentos existentes a 2004 presentan los mayores niveles de irregularidad (ver Gráfico V.20) (con una elevada participación relativa en el caso de las primeras), registrando un significativamente mejor desempeño aquellas líneas otorgadas en los últimos dos años y medio.

En los próximos meses los bancos continuarían sólidos frente a su exposición al riesgo de crédito de las empresas, en un escenario de crecimiento económico y moderado endeudamiento del sector

Para lo que resta del año se esperan nuevos incrementos en los niveles de actividad de los distintos sectores productivos, en línea con la gradual maduración de inversiones que extiendan su capacidad instalada y sus niveles de productividad. En función del sendero evidenciado en los últimos años, se estima que las empresas aumentarán la obtención de recursos a través del sistema financiero (ver Gráfico V.21), manteniendo moderados niveles de endeudamiento total. Este escenario podría ser en parte afectado por la volatilidad evidenciada en los mercados financieros internacionales, con mayores tasas de interés activas que se reflejarían en un levemente mayor riesgo crediticio de las empresas.

Gráfico V.20



Familias

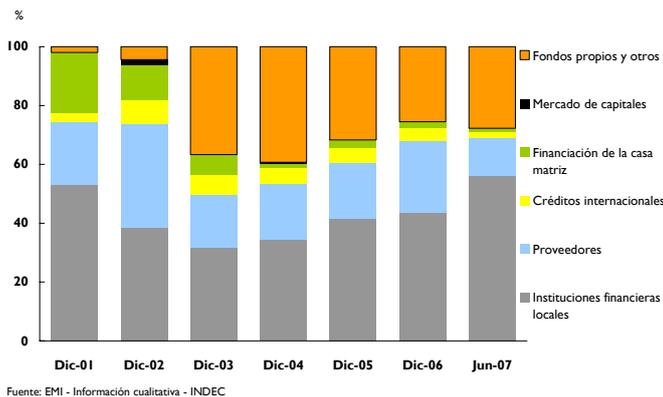
Mayor exposición de los bancos a las familias, en un marco de riesgo de crédito relativamente bajo

La exposición de los bancos a las familias continuó ampliándose en la primera parte de 2007, movimiento impulsado tanto por las alentadoras perspectivas de ingresos de este sector como por las estrategias bancarias de colocación crediticia. Como resultado, a mediados de 2007 los créditos a las familias alcanzaron a representar 40% de la cartera crediticia privada de las entidades financieras, casi 14% de su activo neteado, 1,5 p.p. y 3,8 p.p. por encima de los valores de fines de 2006 y 2005 respectivamente.

El crecimiento en el financiamiento a las familias sigue dándose en un contexto de riesgo de repago relativamente bajo. Esta afirmación se sustenta en el sostenido incremento de la masa salarial de los trabajadores (menor desocupación y mayores salarios reales) y el bajo (si bien creciente) endeudamiento. El nivel de morosidad de las familias se ubica en valores reducidos (3,8%, presentando un leve incremento en el semestre). En un marco de competencia en este segmento del mercado crediticio, los *spreads* de tasas de interés activas de las nuevas colocaciones (ver Gráfico V.22) muestran cierta estabilidad en 2007.

Gráfico V.21

Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de las Empresas
 Perspectivas para el tercer trimestre de 2007



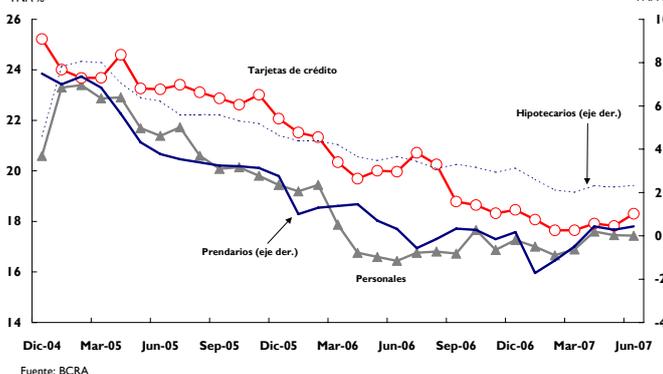
En la primera parte de 2007, si bien aún en niveles bajos, aumentó levemente la irregularidad de la cartera de las familias, impulsada por las líneas al consumo

En la primera parte de 2007 la irregularidad de las financiaciones a las familias presentó un comportamiento heterogéneo (ver Gráfico V.23). Las líneas hipotecarias siguieron evidenciando caídas en su morosidad, de manera similar a la tendencia registrada en los últimos años. Por su parte, tanto los préstamos personales como las tarjetas registraron un deterioro en su desempeño, si bien siguen ubicándose en niveles de irregularidad reducidos. Estos movimientos impulsaron el leve crecimiento en la irregularidad de las familias en lo que va de 2007.

Gráfico V.22

Spread por Intermediación Financiera - Familias

Spread entre tasa de interés activa a personas físicas y aquella de plazo fijo a menos de 59 días



Actualmente, la exposición al riesgo de crédito de las familias está cada vez más ligada al sostenido crecimiento de las financiaciones destinadas al consumo, principalmente instrumentadas mediante los créditos personales y las tarjetas de crédito. En particular, estas líneas actualmente representan casi dos terceras partes del financiamiento total a este sector, alcanzando participaciones en términos del producto y de la masa salarial que superan los valores de pre-crisis (ver Página 31). Esta tendencia se encuentra principalmente motorizada por las estrategias de colocación crediticia de los bancos, tanto para aumentar los productos a los clientes actuales, como destinadas a ampliar la base de deudores.

Se estima que los nuevos préstamos personales y mediante tarjetas de crédito evidencian un desempeño inferior, tanto si se los compara con las viejas colocaciones como con las otras líneas crediticias (ver Gráfico V.24). Por su parte, los nuevos créditos prendarios e hipotecarios presentan niveles de morosidad significativamente menores.

APARTADO 3: DESARROLLO DEL CRÉDITO A FAMILIAS EN AMÉRICA LATINA

El sostenido incremento evidenciado en los últimos años en el financiamiento al sector privado, liderado por el crédito al consumo, genera la necesidad de un mayor monitoreo sobre la capacidad de pago de los hogares. Si bien sigue registrándose un contexto macroeconómico favorable en la mayoría de las economías de la región, hay consenso respecto a la necesidad de contar con un seguimiento más cercano del financiamiento a las familias con el fin de promover un marco de estabilidad financiera

En los últimos cinco años se verificó un significativo desarrollo y fortalecimiento de los sistemas financieros latinoamericanos, proceso impulsado por la combinación de favorables condiciones internacionales y locales. El positivo escenario global, conformado por los holgados niveles de liquidez, los mayores flujos de capitales hacia las economías emergentes y los elevados precios de las *commodities*, favoreció la expansión de las economías latinoamericanas. Estas, en su gran mayoría, se encausaron en senderos de mayor ordenamiento fiscal, monetario y de su endeudamiento público, generando un marco de estabilidad propicio para el desarrollo de las actividades productivas, situación que se derramó en mejoras en los niveles de ingresos de la población y reducción en el desempleo.

Este favorable escenario regional permitió profundizar la actividad de intermediación financiera formal. Así, los sistemas financieros latinoamericanos ampliaron la captación de depósitos del sector privado, utilizando principalmente estos recursos para fondar las necesidades crediticias de empresas y familias (ver Gráfico A.3.1), reduciendo *pari passu* el financiamiento al sector público³². Esta recomposición en la actividad de los bancos, combinada con la mejora registrada en la capacidad de pago de los deudores del sector privado, quedó reflejada en una baja morosidad relativa (ver Gráfico A.3.2) y en el robustecimiento de sus niveles de rentabilidad y de solvencia.

En este contexto, en la mayoría de los sistemas financieros de la región se ha venido evidenciando un significativo incremento en el financiamiento destinado a las familias, si bien aún se ubica en niveles bajos al compararlos con los registrados en países desarrollados (ver Gráfico A.3.3). Esta expansión recoge, por un lado, los efectos del ambiente macroeconómico que impulsa menores tasas de interés y mayores plazos de financiamiento, permitiéndoles así a las familias satisfacer sus necesidades habitacionales y de renovación de su dotación de bienes de consumo durable, muchas de ellas postergadas por los efectos de las sucesivas crisis económicas.

Gráfico A.3.1

Crédito al Sector Privado
En términos reales - deflactado por IPC

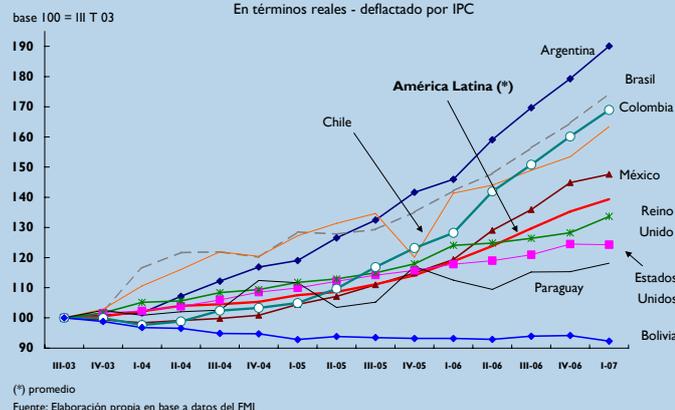
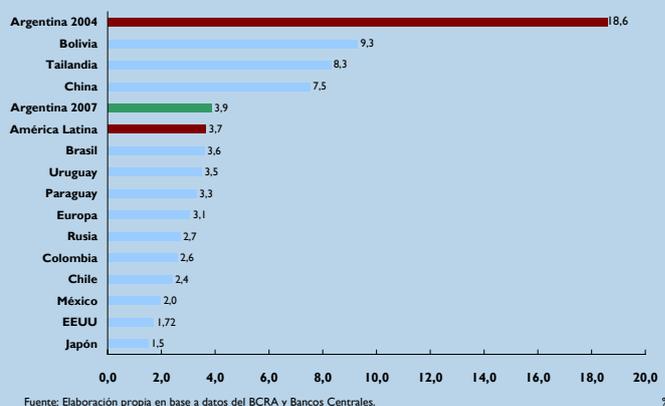


Gráfico A.3.2

Irregularidad de la Cartera Privada - Comparación Internacional
Cartera irregular / Financiamientos - Último dato disponible



Por otro lado, los bancos han tendido a focalizarse en estrategias de originación crediticia que podrían llegar a considerarse relativamente más riesgosas, posiblemente más beneficiosas y de instrumentación más estandarizada. En efecto, tomaron especial impulso las líneas crediticias estrechamente vinculadas al consumo de los hogares: los préstamos personales y las tarjetas de crédito. Entre los primeros se destacó el auspicioso incremento de aquellos créditos otorgados mediante la modalidad de pago de retención de sueldos, en algunos casos con menores tasas de interés dado el relativamente menor riesgo implícito de repago. Por su parte, si bien aún desde niveles internacionalmente bajos (ver Gráfico A.3.4), la colocación de tarjetas de crédito creció significativamente en la región (particularmente en México y en Argentina) de la mano de estrategias destinadas a captar más clientes, así estén o no bancarizados, de los cuales generalmente se cuenta con menores referencias crediticias.

³² Para un mayor desarrollo sobre la evolución de los sistemas financieros latinoamericanos ver Capítulo II del BEF.

Parte de este incremento registrado por el financiamiento al consumo es el resultado de mejores niveles de ingresos actuales y esperados de los hogares de la región (mayores salarios y menores tasas de desocupación) con niveles de endeudamiento que siguen siendo moderados, situación que les brinda una buena posición financiera. No obstante, la continuidad en el crecimiento de estas líneas podría traer aparejado ciertos riesgos. En efecto, bajo circunstancias macroeconómicas adversas, las debilidades financieras de las familias (generalmente vinculadas al ciclo económico) podrían generar incrementos en la morosidad y en los costos de previsionamiento, repercutiendo sobre la rentabilidad del sector.

De forma incipiente, una pequeña parte de estos riesgos ha comenzado a evidenciarse en los sistemas financieros latinoamericanos. Por ejemplo, en Chile³³ se indica que las entidades financieras se inclinan a tener políticas comerciales en cierta medida agresivas, alcanzando segmentos de hogares con comportamiento de pago menos conocido. Esto se refleja en un mayor ritmo de incremento de la deuda que del ingreso disponible y, parcialmente, en la incertidumbre de los bancos respecto al mayor riesgo de crédito de los hogares (particularmente en las líneas de consumo), tendencia que se cristaliza en los mayores gastos de previsionamiento. Esa misma situación se verifica en Colombia³⁴, con un significativo crecimiento de la cartera de consumo acompañado del deterioro de su calidad crediticia, hecho que aumenta las pérdidas esperadas por parte de las entidades financieras y, así, el previsionamiento. En México³⁵, en los últimos años se verificó un significativo incremento del financiamiento a los hogares, con un ritmo de crecimiento del peso del servicio de los pasivos de las familias superior al de su ingreso. Esto comenzó a manifestarse en incrementos en la irregularidad, especialmente en los créditos al consumo, movimiento en parte impulsado por las tarjetas de crédito que en algunos casos fueron colocadas a sectores considerados de mayor riesgo, sobre los cuales se contaba con poca información crediticia previa.

En Argentina, la morosidad de las financiaciones a las familias aumentó levemente en la primera parte de 2007 desde 3,5% hasta 3,8%, lo que implica que se mantiene en niveles históricamente bajos. Este movimiento estuvo impulsado por las líneas para consumo, que verificaron un aumento de 0,7 p.p. en su morosidad (hasta 3,6%). Se estima que los nuevos préstamos personales y de tarjetas de crédito evidencian un desempeño inferior, tanto si se los compara con las viejas colocaciones de consumo como con las restantes líneas crediticias independientemente del período de originación (ver Gráfico V.24). En este marco, el crecimiento del endeudamiento de los hogares sigue superando a la expansión de sus ingresos, si bien se ubica por debajo de los valores de pre-crisis. Aunque esta tendencia merece un monitoreo cercano, las familias siguen sosteniendo una buena capacidad de repago, liderada por la caída en el desempleo, las mejoras en los salarios y las buenas perspectivas de ingresos futuros.

Gráfico A.3.3
Crédito a las Familias
En % del PIB - 2005

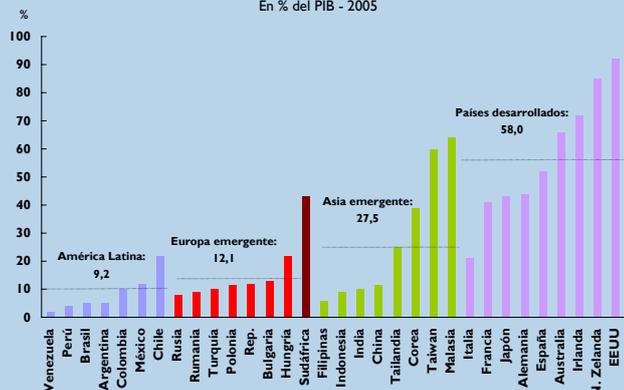
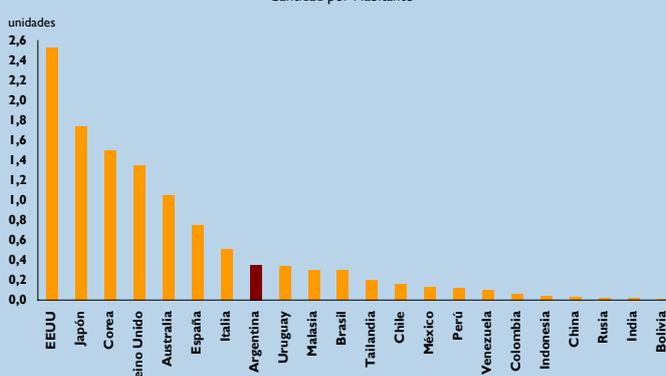


Gráfico A.3.4
Tarjetas de Crédito
Cantidad por Habitante



Fuente: Global Financial Stability Report (FMI), Septiembre 2006

Fuente: BCRA, CEMLA (2005) y Schmith(2007)

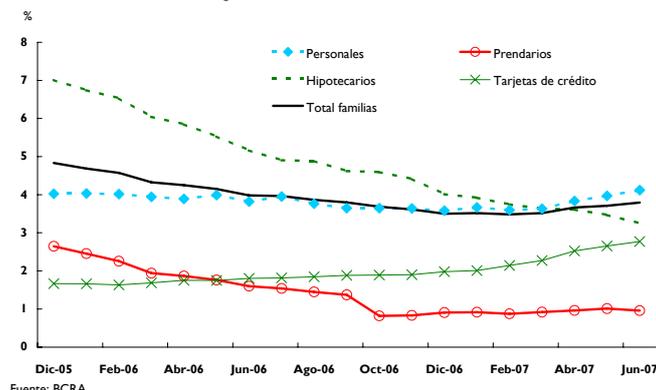
Como resultado del sostenido crecimiento del crédito a los hogares en la mayoría de los países de América Latina, en un marco de deterioro en su calidad, es necesario avanzar en un monitoreo más cercano de los deudores, especialmente de los que se dispone de escasos registros crediticios. De esta manera, se lograría mejorar las herramientas destinadas a realizar una evaluación más rigurosa del riesgo de crédito, aprovechando el actual escenario de buenas condiciones de estabilidad financiera en la región.

³³ Informe de Estabilidad Financiera - Primer semestre de 2007

³⁴ Reporte de Estabilidad Financiera, Marzo de 2007

³⁵ Reporte sobre el Sistema Financiero 2006

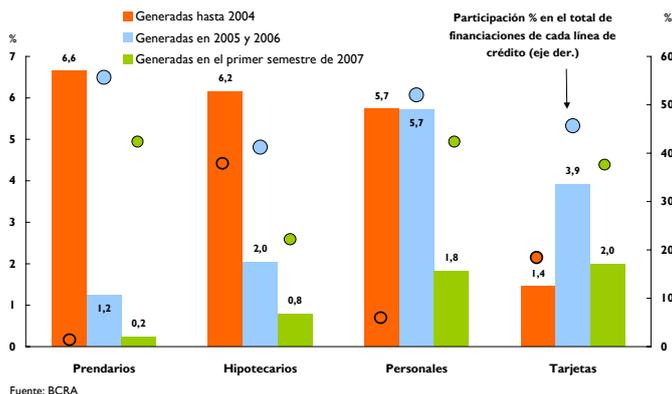
Gráfico V.23
Irregularidad del Crédito a las Familias por Tipo de Línea
Cartera irregular en % de las financiamientos - Sistema financiero



La mayor exposición al riesgo de crédito de las familias, asociada al crecimiento del financiamiento al consumo, no es un fenómeno particular de Argentina, sino que sigue la tendencia registrada en otros países de la región también beneficiados por el contexto macroeconómico positivo de los últimos años tras los efectos de la crisis registrada en la región (ver Apartado 3). Así, esto impulsa la necesidad de un mayor monitoreo del riesgo crediticio, particularmente ante posibles escenarios menos favorables, recogiendo los efectos de un contexto internacional actual de incertidumbre.

Los fideicomisos financieros constituyen uno de los mecanismos que disponen las entidades financieras para reducir su exposición al riesgo crediticio. En particular, a lo largo de 2007 se concretaron securitizaciones por aproximadamente \$790 millones de líneas de consumo (personales y tarjetas de crédito), valor que se extendió hasta \$1.350 millones en 2006. De esta manera, los bancos podrían continuar transfiriendo parte de este riesgo a otros actores de la economía, permitiéndoles sostener la generación crediticia al sector privado en un marco de riesgos acotados.

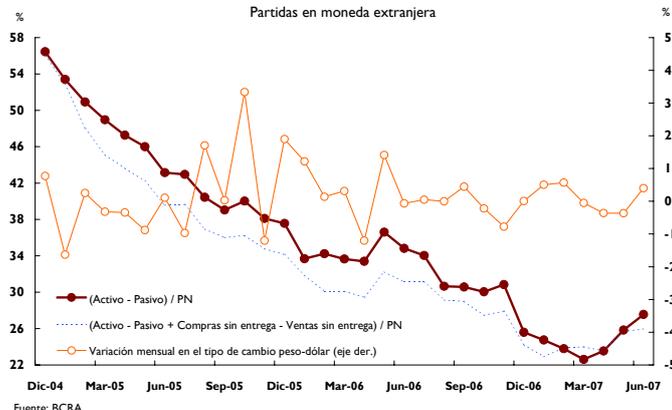
Gráfico V.24
Financiamientos a Familias por Período de Origenación
Cartera irregular en % de las financiamientos - Sistema financiero - A junio de 2007



Para lo que resta de 2007 se espera una mayor exposición a las familias, en un contexto de relativa estabilidad en la posición financiera de este sector

Si bien se estima que las familias continúen incrementando su financiamiento bancario, se espera que el ritmo de aumento sería menor en los próximos meses. Asimismo, es de esperar que sigan creciendo las obligaciones asumidas con las principales cadenas de *retail* (específicamente de electrodomésticos) que brindan financiamiento adicional. Este escenario de mayor endeudamiento se daría en un contexto de expansión de los ingresos de las familias y menores niveles de desocupación, manteniendo la capacidad de pago del sector. No obstante, el contexto internacional más volátil puede repercutir en cierta medida en las tasas de interés activas, reflejándose posiblemente en un leve aumento en el riesgo de crédito de las familias.

Gráfico V.25
Exposición al Riesgo por Descalce de Moneda Extranjera
Partidas en moneda extranjera



V.3. Riesgo de moneda

Leve aumento semestral en la exposición al riesgo de moneda extranjera

A diferencia de períodos anteriores, a lo largo de la primera parte de 2007 los bancos incrementaron ligeramente su descalce de moneda extranjera. No obstante lo anterior, el riesgo de moneda extranjera sigue en niveles acotados, en línea con la normativa establecida por el BCRA. Así, sólo pueden recibir recursos en moneda extranjera aquellos prestatarios con ingresos correlacionados positivamente con el tipo de cambio, líneas que deben ser fondeadas con depósitos en igual moneda, mientras que las entidades financieras deben integrar capital regulatorio por su posición en activos denominados en moneda extranjera. De esta manera, el BCRA ayuda a fortalecer al sistema financiero frente a estas volatilidades, especialmente en un contexto internacional de mayor incertidumbre de cara a la segunda parte de 2007.

En el primer semestre del año el descalce entre partidas del activo y del pasivo en moneda extranjera de los bancos evidenció cierto incremento hasta aproximadamente US\$3.200 millones. Los incrementos en las compras *spot* y a plazo de moneda extranjera, en un contexto de sostenido incremento en las financiaciones al comercio exterior, explicaron parte de este movimiento. Como resultado, el descalce de moneda extranjera alcanzó a representar 27,6% del patrimonio de la banca a mediados de año (ver Gráfico V.25), 2 p.p. por encima de fines de 2006, representando caídas de 10 p.p. y 29 p.p. respecto a fines de 2005 y 2004, respectivamente.

Las entidades financieras públicas sostienen una tendencia paulatinamente decreciente en sus niveles de descalce de moneda extranjera, aunque aún son elevados (casi 58% de su patrimonio neto) (ver Gráfico V.26). Por su parte, los bancos privados (tanto nacionales como extranjeros) observaron incrementos en este descalce, como resultado de su mayor financiamiento a las actividades de exportación, si bien su exposición a este riesgo sigue siendo baja en términos patrimoniales. Cabe considerarse que en el semestre continuaron extendiéndose los mercados de instrumentos de cobertura frente al riesgo de descalce de moneda extranjera (ver Página 39), aunque comenzaron a recoger los efectos del contexto internacional más volátil.

Los *stress test*, abordando el efecto instantáneo en el balance del sistema financiero, siguen brindando sólidos resultados en caso de materializarse episodios de volatilidad extrema en el tipo de cambio peso-dólar. Dado que el sistema financiero mantiene una posición activa en partidas en moneda extranjera, resulta de utilidad probar su resistencia en un escenario de apreciación extrema en el valor de la moneda. El actual contexto de volatilidad en los mercados financieros internacionales llevaría a pensar que este escenario sería de muy baja probabilidad de ocurrencia. Así, se introduce una apreciación nominal extrema³⁶ y se analizan sus efectos de primera ronda sobre los resultados para 2007 (se anualizan los beneficios obtenidos en el primer semestre del año), sin realizar consideraciones sobre los efectos de segunda ronda.

Como es de esperar, el reducido descalce evidenciado por las entidades financieras privadas nacionales y extranjeras se cristaliza en moderados deterioros en sus niveles de rentabilidad (ver Gráfico V.27) y de solvencia (ver Gráfico V.28), ubicándose, luego del *shock*, en niveles de integración de capital en línea con las exigencias locales y las recomendaciones internacionales. Por su parte, los bancos públicos, con una mayor exposición a este riesgo, reducirían casi completamente sus ganancias de materializarse este escenario de apreciación de la moneda, aunque su integración de capital seguiría superando el 8% de los activos a riesgo. De esta manera, el sistema financiero en su conjunto seguiría observando resultados positivos de aproximadamente 0,9% de su activo, con un holgado nivel de solvencia agregado de casi 15,6%.

Gráfico V.26
Posición Abierta en Moneda Extranjera

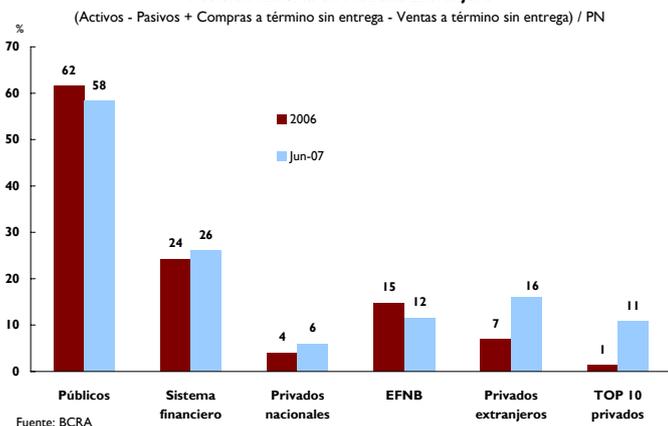
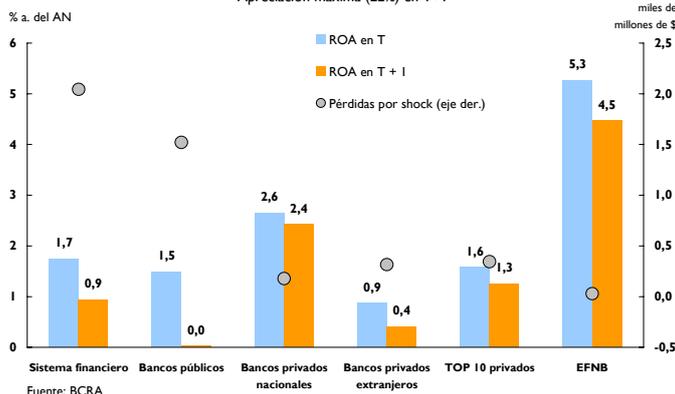


Gráfico V.27
Resultados por Grupos de Bancos - 2007
Apreciación máxima (22%) en T+1



³⁶ Equivalente a una reducción de 22% en el valor actual de la divisa norteamericana, apreciación máxima mensual registrada en Argentina desde los 70 y consistente con la apreciación del real brasileiro frente al dólar en el segundo trimestre de 2003.

Para lo que resta del año se espera que el sistema financiero siga verificando una reducida exposición al riesgo de moneda extranjera, evolución particularmente explicada por el moderado descalce en la mayoría de los grupos de bancos, en un escenario que se estima con mayores volatilidades.

V.4. Riesgo de tasa de interés

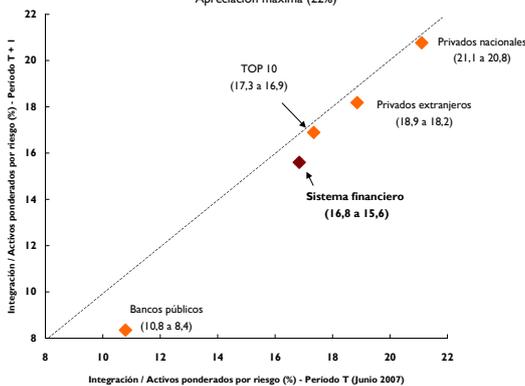
Sigue normalizándose la exposición de la banca al riesgo de tasa de interés

Las entidades financieras logran mitigar su exposición al riesgo de tasa de interés, especialmente impulsadas por los incentivos establecidos por el BCRA y el contexto económico que promueve su normalización patrimonial. Así, se observaron mejoras tanto por la disminución en el plazo de madurez de los activos totales como por la reducción de la ponderación de los activos a tasa de interés fija en el total, ambos fenómenos vinculados a la decreciente exposición al sector público, como la gradual consolidación del fondeo de mayor plazo con nuevas colocaciones de obligaciones negociables en el mercado de capitales (ver Página 46), permiten ayudar a atemperar los descalces de madurez. Sin embargo, el repunte del plazo de ciertas líneas al sector privado, especialmente impulsado por la dinámica de los hipotecarios, puede amortiguar parcialmente esta tendencia.

En particular, la exposición al riesgo de tasa de interés real, originado en el descalce patrimonial de partidas ajustables por CER (a tasa de interés fija), que expone a las entidades financieras ante posibles aumentos en las tasas de interés nominales por encima del incremento de la inflación, continuó reduciéndose en la primera parte de 2007. Mientras que esta exposición superaba al patrimonio del sistema financiero doce meses atrás (ver Gráfico V.29), actualmente se ubica en niveles más moderados (casi 77% del patrimonio neto o \$27.300 millones), tendencia liderada por las entidades financieras privadas. Como resultado de la crisis de 2001-2002 la banca oficial mantiene un descalce que sigue ubicándose por encima de su patrimonio, mientras que los bancos privados lograron una acelerada mitigación de este riesgo, con una brecha entre partidas ajustables que representa menos de la mitad de su patrimonio.

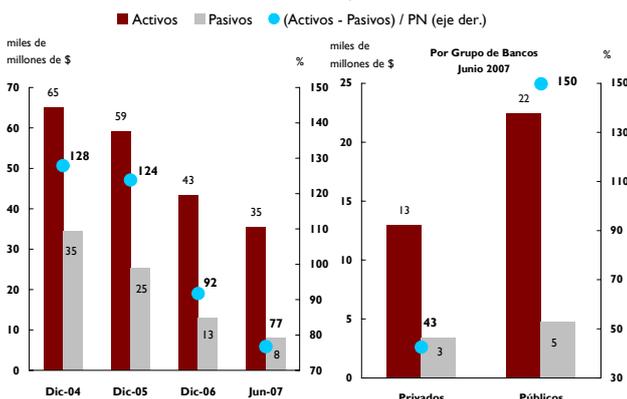
El cronograma de amortización de los títulos públicos y de los instrumentos del BCRA ajustables aún remanentes, así como las ventas de parte de esta cartera, explican casi la totalidad de la reducción en los activos ajustables por CER durante la primera parte de 2007. En términos de exposición, este movimiento estuvo en parte compensado por las cancelaciones adelantadas de obligaciones pendientes de los bancos con el BCRA en el marco del *matching*, por la merma en los depósitos con retribución atada al CER, movimiento particularmente asociado a las adecuaciones en las estrategias de cartera de las AFJP y por la propia dinámica del CER. A su vez, la sostenida consolidación del capital de los bancos, en un contexto de crecimiento de la actividad del sector, coadyuva a mantener el sendero de reducción de este riesgo enfrentado por las entidades financieras.

Gráfico V.28
Evolución de la Integración de Capital
Apreciación máxima (22%)



Fuente: BCRA

Gráfico V.29
Descalce Patrimonial de CER
Partidas ajustadas por CER



Fuente: BCRA

En este contexto, los mercados de futuros de CER y de *swaps* de tasas de interés, que permiten a las entidades financieras cubrirse frente al riesgo de tasas de interés, avanzaron en su maduración en la primera parte de 2007. Este sendero se encuentra en parte impulsado por el BCRA, implementando a principios de 2007 la rueda *swap* de notas que posibilita el canje de títulos valores de diferentes plazos o tasas.

La mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales durante la segunda parte de 2007 podría inducir cierta materialización del riesgo de tasa de interés

Para el cierre de 2007 se espera que continúe la gradual reducción en la exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés, tendencia que probablemente se encontrará influida por la caída en la brecha entre partidas del activo y del pasivo ajustables por CER. En particular, la propia dinámica de las amortizaciones pautadas de los títulos y préstamos al sector público, podría ser sólo en parte compensada por cancelaciones de redescuentos en el marco del *matching*. Por su parte, la mayor volatilidad evidenciada en los mercados internacionales a partir de julio (ver Página 33), y sólo en la medida que se establezca un escenario de tasa de interés mayor que impulse una suba de las tasas de interés locales, podría generar cierta materialización del riesgo de tasa de interés.

V.5. Riesgo de mercado³⁷

La volatilidad de los mercados de renta fija y variable se refleja en una gradualmente mayor exposición al riesgo de mercado de la banca

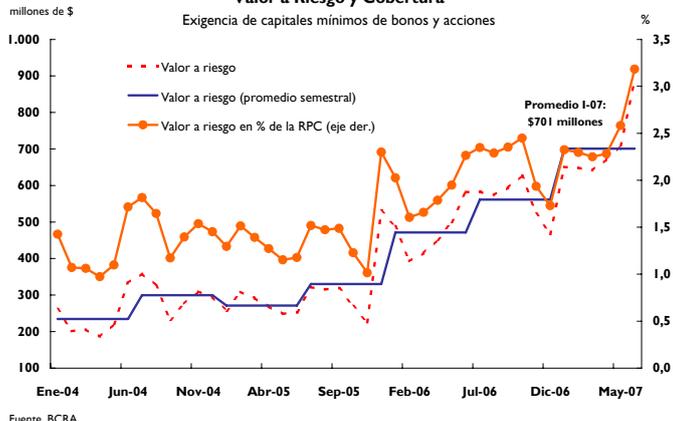
En la primera parte de 2007 las entidades financieras incrementaron su exposición al riesgo de mercado, tendencia principalmente explicada por dos factores. Por un lado, el aumento en la participación de la cartera de títulos del Gobierno valuada a precios de mercado y, por el otro, el crecimiento en su tenencia de títulos del BCRA con cotización de mercado.

En este marco, si bien la exposición al riesgo de mercado evidenció incrementos en los últimos períodos, sigue siendo reducida, con un valor a riesgo de sólo 3,2% del capital regulatorio (ver Gráfico V.30). En particular, la exposición al riesgo de mercado de los bancos sigue encontrándose principalmente explicada por los títulos públicos (94% del total).

Para los próximos meses se espera cierto aumento en la exposición al riesgo de mercado

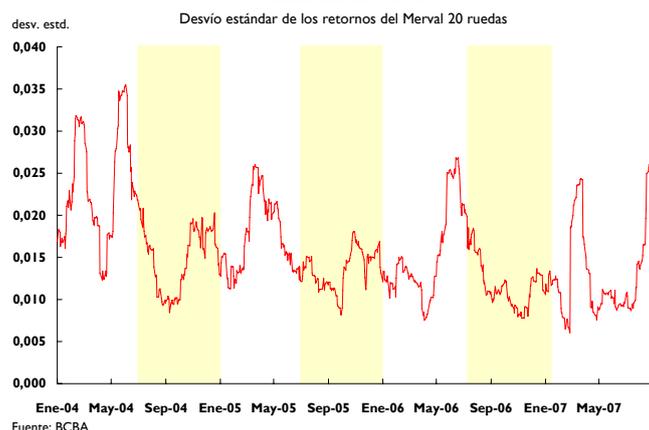
Para el período de mayor volatilidad iniciado en julio, con efecto tanto en el mercado de renta fija (ver Página 33) como variable (ver Gráfico V.31), es de esperar aumentos en la exposición de los bancos al riesgo de mercado. Sin embargo, lo anterior estará en parte amortiguado por las medidas implementadas por el BCRA, con los objetivos de mantener adecuados niveles de liquidez y de evitar excesivas fluctuaciones patrimoniales en

Gráfico V.30
Valor a Riesgo y Cobertura



Fuente: BCRA

Gráfico V.31
Volatilidad del Merval



Fuente: BCBA

³⁷ En esta sección se considera dentro de la exposición al riesgo de mercado los efectos patrimoniales de las volatilidades de precios vinculadas a activos de renta fija y de renta variable.



aqueños bancos con inversiones en títulos del BCRA mantenidos hasta su vencimiento, y aquellos títulos valores que queden disponibles para la venta.

VI. SOLVENCIA

Síntesis

La expansión de los niveles de intermediación financiera con el sector privado durante la primera parte de 2007 repercutieron positivamente sobre las ganancias contables del sistema financiero. En este escenario, el conjunto de entidades financieras mantiene niveles de rentabilidad estables respecto al mismo período del año anterior, registrando un ROA de 1,7%a. y un ROE de 12,8%a. en el primer semestre de 2007. Esta dinámica ayudó a robustecer la solidez del sistema financiero, proceso consolidado por los nuevos aportes de capital.

Las utilidades obtenidas por la banca en lo que va del año estuvieron principalmente asociadas a sus fuentes de ingresos recurrentes, señal de la marcada recuperación de la actividad de intermediación financiera. En particular, en este período se registró un incremento en los resultados por intereses y por servicios, alcanzado estos últimos valores de pre-crisis. Los resultados por títulos valores también se expandieron en el semestre, aunque con una mayor volatilidad. Por otro lado, el menor crecimiento del CER explicó en parte la reducción en los resultados devengados por este coeficiente. En un marco de baja materialización de la exposición al riesgo de crédito privado, los cargos por incobrabilidad siguieron ubicándose en niveles históricamente bajos. Por su parte, la expansión en los gastos administrativos, en un contexto de mayor dotación de personal y de salarios en el sector, no impidieron que se registraran continuas mejoras de eficiencia en el sistema financiero.

Ayudado en los resultados y en los nuevos aportes de capital, la banca fortaleció sus niveles de solvencia en la primera parte de 2007. En este marco, el patrimonio neto aumentó \$2.600 millones (7,9% ó 16,5%a.) con nuevas capitalizaciones que ascendieron a \$960 millones en el período (llevadas a cabo en su totalidad por bancos privados extranjeros). Como resultado, la integración de capital se ubicó en 16,8% de los activos de riesgo, superando tanto los mínimos exigidos a nivel local como a los estándares internacionales.

Para lo que resta de 2007 se espera que el sistema financiero continúe devengando resultados positivos, movimiento principalmente asociado a sus fuentes de ingresos recurrentes. Sin embargo, se estima que las volatilidades en los mercados financieros internacionales tendrán cierto impacto en los resultados en el segundo semestre del año. Los gastos administrativos podrían seguir incrementándose en forma gradual, pero sin impedir que continúen evidenciándose ganancias de eficiencia. Estos desarrollos permitirían continuar el proceso de fortalecimiento de la solvencia del sistema financiero.

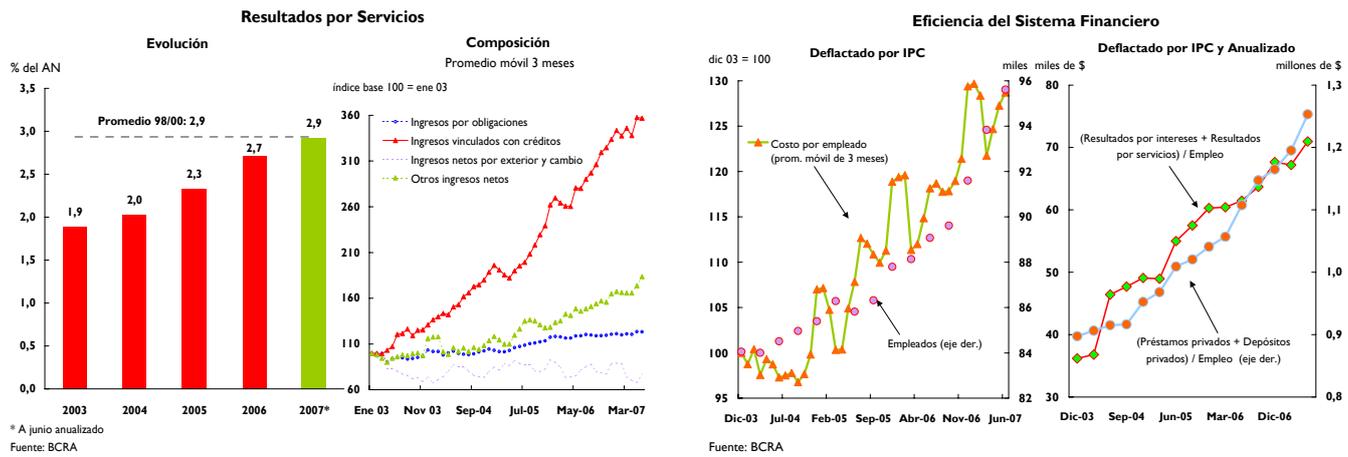
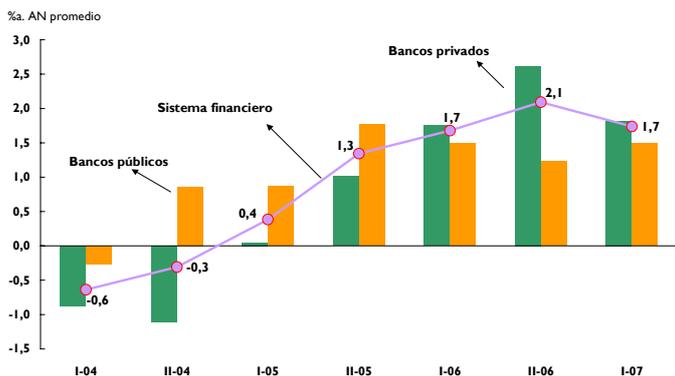




Gráfico VI.1
ROA



Fuente: BCRA

VI.1. Rentabilidad

Los ingresos recurrentes de la banca impulsaron la rentabilidad del primer semestre de 2007

La expansión de la intermediación financiera con el sector privado continuó impulsando los beneficios de la banca en el primer semestre de 2007. En particular, en los primeros seis meses del año las entidades financieras alcanzaron un ROA de 1,7%³⁸ y un ROE de 12,8%a., valores similares a los registrados en igual período de 2006 y levemente inferiores a los del semestre anterior (ver Gráfico VI.1). En particular, el ROE deflactado por el IPC GBA alcanzó 3,8%a. al cierre del primer semestre de 2007, valor aún inferior a lo registrado en otras economías de la región y en países desarrollados. Sin embargo, en términos del ROA presenta una notable recuperación respecto a otros sistemas financieros que han sufrido crisis financieras en los últimos años (ver Gráfico VI.2).

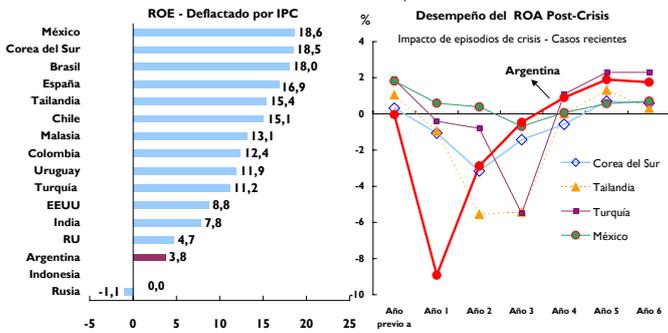
La sostenida rentabilidad del sistema financiero se dio en un marco de acotada volatilidad. Estos moderados niveles de volatilidad en los resultados estuvieron explicados principalmente por las fuentes de ingresos más estables de la banca (ver Gráfico VI.3). En efecto, los resultados por intereses y los ingresos netos por servicios crecieron 0,5 p.p. del activo (hasta 4,9%a.) en los primeros seis meses de 2007 respecto a igual período de 2006, en detrimento de los rubros más volátiles, como ser los resultados por títulos valores.

Mejora cualitativa en la composición del margen financiero de la banca

El margen financiero del sistema financiero se mantuvo estable en los primeros seis meses del año, registrando un cambio en su composición (ver Tabla VI.1). En particular, respecto a la segunda parte de 2006 se verificaron incrementos en los ingresos netos por intereses y, en menor medida, en las ganancias por diferencias de cotización. Por su parte, los resultados derivados de la tenencia y negociación de títulos valores retrocedieron en la primera parte de 2007, mientras que los ajustes por CER no presentaron variaciones. Los ingresos por servicios siguieron expandiéndose mientras que los gastos administrativos aumentaron ligeramente en el semestre, en un escenario de mayores niveles de empleo y salarios en el sector. Por su parte, si bien las ganancias por resultados diversos redujeron su participación en el activo³⁹, los rubros asociados a la amortización de amparos y al devengamiento de ajustes de valuación de activos redujeron su impacto sobre los resultados de la banca.

Asociado al sostenido crecimiento del volumen de intermediación financiera, los resultados por intereses ganaron participación en la estructura de rentabilidad de los bancos: crecieron 0,2 p.p. del activo en la primera parte de 2007 hasta 2%a. respecto al segundo semestre de 2006 (ver Gráfico VI.4). El aumento del financiamiento a las empresas y familias

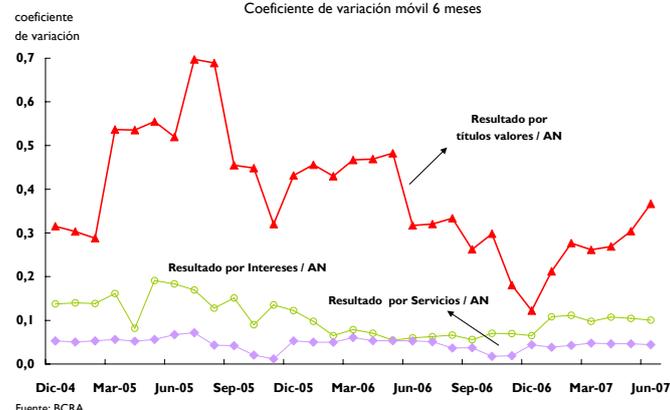
Gráfico VI.2
Rentabilidad - Comparación Internacional



Nota: Datos de Argentina a jun-07 anualizado. Datos acumulados y anualizados a fecha entre paréntesis en los demás países. Uruguay, Brasil, EELU, Rusia y México (mar-07), Chile y Colombia (may-07), Corea del Sur, Malasia, Reino Unido, Turquía y España (dic-06), Indonesia (nov-06), Tailandia (sep-06), India (marzo06).
Fuente: BCRA en base a datos del FMI.

Gráfico VI.3

Volatilidad de los Principales Rubros del Estado de Resultados
Coeficiente de variación móvil 6 meses



Fuente: BCRA

³⁸ En adelante, excepto de aclararse lo contrario, en el Capítulo VI se usa el concepto de activo neteado de las duplicaciones contables generadas por las operaciones de pase, de ventas a término y al contado a liquidar.

³⁹ Esto estuvo asociado principalmente al ajuste del balance realizado por un banco extranjero, movimiento parcialmente compensado por las mayores ganancias por participaciones permanentes y por el recupero de créditos que estaban en condiciones irregulares.

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

	2003	2004	2005	2006	I-06	II-06	I-07
Margen financiero	1,1	3,1	4,6	5,7	5,8	5,7	5,7
Resultado por intereses	-0,5	0,9	1,5	1,8	1,8	1,8	2,0
Ajustes CER y CVS	1,3	1,0	1,5	1,3	1,6	1,1	1,1
Resultado por títulos valores	1,1	1,0	1,2	2,1	1,7	2,4	2,1
Diferencias de cotización	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4
Otros resultados financieros	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Resultado por servicios	1,9	2,0	2,3	2,7	2,6	2,8	2,9
Gastos de administración	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,0	-5,1	-5,2
Cargos por incobrabilidad	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6
Ajustes de activos del sector público (*)	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	0,0
Cargas impositivas	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
Amortización de amparos	-0,6	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9
Diversos	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	1,1	0,9
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5
Resultado final (ROA)	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,7	2,1	1,7
Resultado en % del PN (ROE)	-22,7	-4,2	7,0	14,3	12,7	15,6	12,8
Resultado ajustado (**)	-1,9	0,7	2,0	3,0	2,8	3,1	2,7

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

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

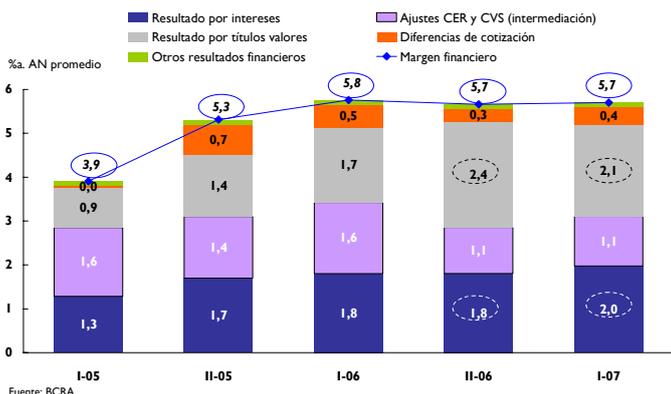
Fuente: BCRA

continuó impulsando los resultados por intereses del sistema financiero. Esta tendencia, combinada con una evolución heterogénea en las tasas de interés activas, se reflejó en mayores ingresos por préstamos (ver Gráfico VI.5). Los intereses devengados por las imposiciones se expandieron a un menor ritmo, en un marco de mayor *stock* de depósitos privados a plazo fijo. A su vez, si se considera que cierta parte de los activos están ajustados por CER, se obtiene que el rendimiento derivado del devengamiento de intereses más CER ascendió a 3,1%a., levemente por encima de lo registrado en la segunda parte de 2006.

Por su parte, las ganancias por diferencias de cotización crecieron 0,1 p.p. del activo hasta 0,4%a., tendencia explicada en parte por el ligero incremento en el tipo de cambio promedio peso-dólar entre puntas del semestre.

El aumento en la incertidumbre vigente en el mercado internacional de capitales comenzó a repercutir en las utilidades del sistema financiero, registrándose una menor ponderación de los resultados por títulos valores. En particular, la caída en los precios de los principales títulos públicos, valuados a precios de mercado en cartera de los bancos (ver Página 33), llevó a que los resultados por títulos valores totales cayeran 0,3 p.p. del activo hasta alcanzar 2,1%a. en la primera parte de 2007.

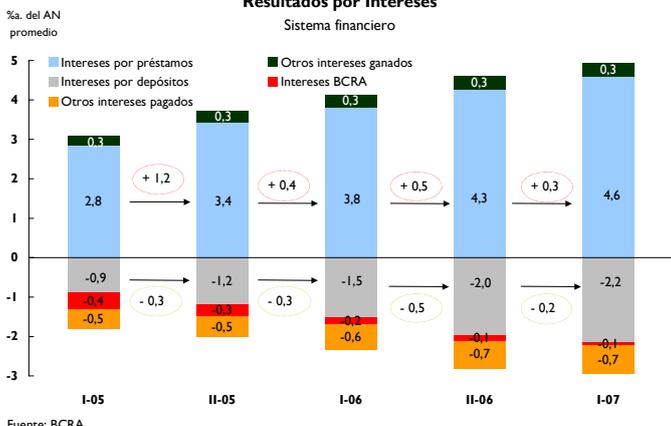
Gráfico VI.4
Composición del Margen Financiero
Sistema financiero



El aumento del crédito al sector privado dinamizó los resultados por servicios de la banca

Los ingresos netos por servicios se consolidaron como la principal fuente de recursos del sistema financiero en el primer semestre de 2007. En efecto, los resultados por servicios del sistema financiero ascendieron a 2,9%a. en los primeros seis meses del año, alcanzando el nivel registrado en el período de pre-crisis (ver Gráfico VI.6). Esta tendencia fue particularmente impulsada por los bancos privados, grupo que devengó ingresos netos por servicios por 3,6%a. de su activo. Por su parte, si bien se observa una evolución creciente en casi todas las líneas que componen este rubro del estado de resultados, los ingresos vinculados con créditos han sido los más dinámicos desde 2003, principalmente impulsados por el aumento en el *stock* crediticio al sector privado.

Gráfico VI.5
Resultados por Intereses
Sistema financiero



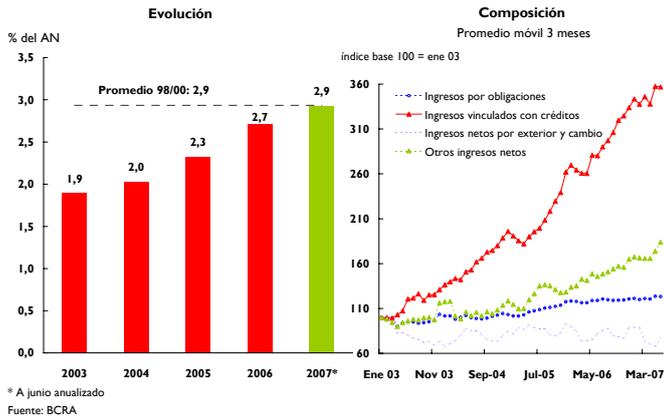
Este incremento en el financiamiento al sector privado sigue siendo acompañado por un bajo riesgo de crédito de este sector, escenario que se cristaliza en menores niveles morosidad y en cargos por incobrabilidad que continuaron ubicándose en niveles históricamente bajos. En efecto, las erogaciones por incobrabilidad alcanzaron 0,6%a. del activo en el primer semestre de 2007, valor ligeramente superior al registrado en el segundo semestre de 2006.⁴⁰ Por su parte, los cargos por incobrabilidad en términos de los préstamos al sector privado ascendieron a 1,7%a. en la primera parte de 2007.

El sistema financiero registra mejoras de eficiencia

Los gastos de administración se ubicaron en 5,2%a. del activo, 0,1 p.p. por encima que el semestre anterior. Este movimiento,

⁴⁰ El leve aumento en los cargos por incobrabilidad en la primera parte de 2007 estuvo en parte explicado por un ajuste realizado por un banco en febrero y por un aumento puntual en una entidad financiera que se fusionó en marzo.

Gráfico VI.6
Resultados por Servicios

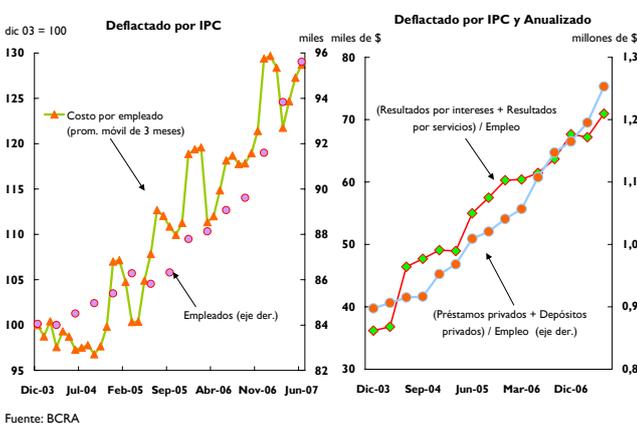


junto al incremento en los resultados por servicios y la estabilidad del margen financiero, llevó a que el ratio de cobertura de los gastos administrativos con ingresos netos alcance 164%, valor similar al registrado en el semestre anterior.

La expansión en los gastos administrativos del sistema financiero estuvo principalmente asociada al crecimiento en la dotación de personal y en los salarios del sector (ver Gráfico VI.7), en un contexto de sostenido incremento en la intermediación financiera. El gradual aumento en la cantidad de empleados no impide que se registren mejoras significativas en la eficiencia del factor trabajo. En efecto, los ingresos netos por intereses y por servicios (deflactados por el IPC GBA) en términos del empleo, se expandieron 15% en los últimos doce meses, mientras que los fondos administrados por trabajador aumentaron 11% en igual período, señal que se siguen registrando ganancias de productividad en el sistema financiero.

Resultados positivos en todos los grupos de entidades financieras

Gráfico VI.7
Eficiencia del Sistema Financiero



En la primera parte de 2007 los bancos privados alcanzaron un ROA de 1,8%a. y un ROE 12,3%a. (ver Tabla VI.2), valores que si bien son inferiores a los registrados en la segunda parte de 2006, fueron similares a los registrados en igual período del año anterior. Con un comportamiento similar al del total del sistema financiero, las mayores utilidades de los bancos privados estuvieron asociadas al marcado incremento en el volumen de intermediación financiera: tanto los resultados por intereses como los ingresos netos por servicios se expandieron 0,2 p.p. del activo hasta 2,3%a. y 3,6%a. respectivamente, alcanzando los mayores niveles de post-crisis. Influidos por la más volátil evolución del mercado internacional de capitales, los resultados por títulos valores de los bancos privados exhibieron un retroceso en el primer semestre de 2007.

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

	2003	2004	2005	2006	I-06	II-06	I-07
Margen financiero	2,3	2,9	4,3	5,8	5,6	6,0	5,9
Resultado por intereses	0,1	1,0	1,7	2,1	2,1	2,1	2,3
Ajustes CER y CVS	0,9	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,5
Resultado por títulos valores	1,7	0,8	1,0	2,4	1,9	2,8	2,3
Diferencias de cotización	-0,3	0,6	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5
Otros resultados financieros	-0,2	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Resultado por servicios	2,0	2,4	2,7	3,3	3,2	3,4	3,6
Gastos de administración	-4,6	-4,6	-5,1	-5,8	-5,6	-5,9	-6,0
Cargos por incobrabilidad	-1,3	-0,9	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Ajustes de activos del sector público (*)	-0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0
Cargas impositivas	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7
Amortización de amparos	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1
Diversos	1,0	0,7	0,9	1,2	0,8	1,6	0,9
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3
Resultado final (ROA)	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,8	2,6	1,8
Resultado en % del PN (ROE)	-19,1	-8,1	4,1	15,3	12,3	18,0	12,3
Resultado ajustado (**)	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,8	3,6	2,8

(*) Com. "A" 3911 y modificatorias.
 (**) Excluyendo amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.
 Fuente: BCRA

Los distintos grupos de bancos privados continuaron registrando resultados positivos en la primera parte de 2007. Las entidades financieras minoristas de alcance nacional alcanzaron un ROA de 1,6%a. (ver Tabla VI.3), siendo los resultados por intereses y los ingresos netos por servicios las líneas más dinámicas. Las menores ganancias respecto a la segunda parte de 2006 estuvieron asociadas al retroceso en los resultados diversos y en los ingresos derivados de la tenencia y negociación de títulos valores. Los bancos privados regionales también registraron menores ganancias (ROA de 3,8%a.), explicadas por los mismos factores que influyeron sobre la rentabilidad de los bancos privados minoristas de alcance nacional. Asimismo, la banca especializada y la mayorista observaron beneficios contables levemente menores a los del cierre de 2006, fundamentalmente por el desempeño de los resultados por títulos valores.

Las entidades oficiales alcanzaron un ROA de 1,5%a. en los primeros seis meses de 2007, 0,3 p.p. del activo por encima del segundo semestre del año anterior (ver Tabla VI.4). Esta evolución estuvo asociada a los mayores resultados diversos y ajustes por CER, al tiempo que las pérdidas por ajustes de valuación de activos del sector público se redujeron.

Tabla VI.3
Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco: Primer Semestre 2007
Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	Privados				
	Total	Minoristas			Mayoristas
		Alcance nacional	Regionales	Especializados	
Margen financiero	5,9	5,5	7,0	14,9	6,6
Resultado por intereses	2,5	2,2	3,2	11,7	-1,0
Ajustes CER y CVS	0,6	0,7	0,1	-0,2	0,0
Resultado por títulos valores	2,2	1,9	3,0	3,0	6,3
Diferencias de cotización	0,5	0,5	0,4	1,0	1,2
Otros resultados financieros	0,2	0,2	0,3	-0,6	0,0
Resultado por servicios	3,7	3,8	3,4	6,6	2,3
Gastos de administración	-5,9	-5,7	-6,3	-14,4	-7,0
Cargos por incobrabilidad	-0,7	-0,7	-0,4	-4,7	-0,6
Ajustes de activos del sector público (*)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cargas impositivas	-0,7	-0,7	-0,6	-0,9	-0,4
Amortización de amparos	-1,0	-1,3	-0,2	-0,2	0,0
Diversos	0,9	0,8	1,4	1,6	0,8
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,1	-0,6	-0,4	-1,0
Resultado final (ROA)	2,1	1,6	3,8	2,4	0,7
Resultado en % del PN (ROE)	14,6	12,7	20,7	12,1	3,3
Resultado ajustado (**)	3,4	2,8	5,9	3,2	2,3
Ponderación en el activo del sistema (%)	58,9	46,9	11,1	0,9	3,3

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

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

Fuente: BCRA

Tabla VI.4

Estructura de Rentabilidad: Bancos Públicos
Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	2003	2004	2005	2006	I-06	II-06	I-07
Margen financiero	-0,9	3,3	4,9	5,2	5,7	4,8	5,0
Resultado por intereses	-1,7	0,5	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Ajustes CER y CVS	1,8	1,4	2,3	2,3	2,9	1,8	2,0
Resultado por títulos valores	0,1	1,3	1,3	1,6	1,4	1,9	1,7
Diferencias de cotización	-0,7	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2
Otros resultados financieros	-0,4	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Resultado por servicios	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8
Gastos de administración	-3,4	-3,2	-3,5	-3,8	-3,7	-3,8	-3,9
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-0,6	-0,5	-0,4	-0,5	-0,3	-0,2
Ajustes de activos del sector público (*)	-0,1	-0,4	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-0,1
Cargas impositivas	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Amortización de amparos	-0,5	-0,7	-0,9	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7
Diversos	0,7	0,7	0,6	0,5	0,6	0,4	0,8
Monetario	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Impuesto a las ganancias	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,6	-0,2	-0,8
Resultado final (ROA)	-3,5	0,3	1,3	1,4	1,5	1,2	1,5
Resultado en % del PN (ROE)	-31,8	3,9	12,4	12,3	13,6	11,1	13,5
Resultado ajustado (*)	-3,0	1,4	2,4	2,6	2,8	2,4	2,3

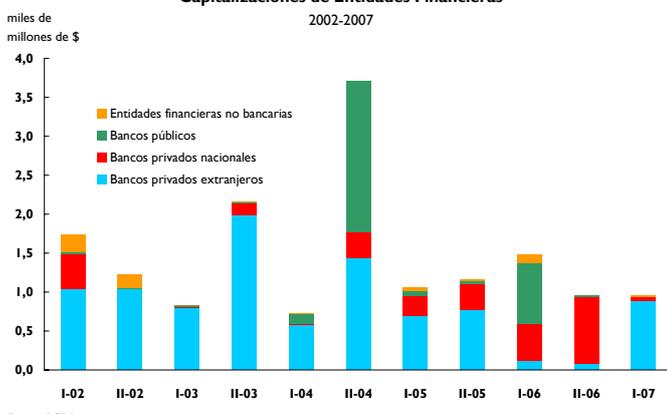
(*) Com. "A" 3911 y modificatorias.

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

Fuente: BCRA

Gráfico VI.8

Capitalizaciones de Entidades Financieras
2002-2007



Fuente: BCRA

De cara al cierre de 2007, se espera que los bancos continúen profundizando sus fuentes de ingresos recurrentes

En particular, se estima que los resultados por intereses y los ingresos netos por servicios de la banca continúen expandiéndose, en un contexto de sostenido crecimiento tanto de los préstamos como de los depósitos privados. Por su parte, la mayor incertidumbre respecto a la profundidad, alcance y duración de la desfavorable coyuntura en el mercado internacional de capitales, mostrará cierto impacto negativo en los resultados por títulos valores en la segunda parte de 2007.

Se prevé que los cargos por incobrabilidad sigan ubicándose en valores históricamente reducidos. Se estima que los ajustes CER continúen disminuyendo su ponderación en los resultados de la banca, en un contexto de menor descalce por partidas ajustables por CER. Los gastos administrativos seguirían incrementándose gradualmente, a un ritmo similar a la expansión del nivel de empleo del sector. No obstante la mayor dotación de personal, se proyecta que continuarán registrándose mejoras de eficiencia.

VI.2. Posición de capital

Mayores ganancias y nuevos aportes de capital apuntalan la solvencia del sistema financiero

La banca continuó robusteciendo su solvencia en el primer semestre de 2007, en un marco de sostenidos beneficios contables y nuevas inyecciones de capital. En particular, el sistema financiero recibió nuevos aportes de capital por aproximadamente \$960 millones en la primera parte del año (ver Gráfico VI.8). Como resultado, el flujo de capitalizaciones acumuladas por la banca desde principios de 2002 alcanza \$16.000 millones (US\$ 5.400 millones). Asimismo, ya en julio las entidades financieras recibieron nuevos aportes de capital por \$800 millones, correspondiendo gran parte a emisiones de acciones en la bolsa local, en la de Brasil y en la de EEUU. Por último, en línea con perspectivas existentes sobre el sector, los bancos mantienen capitalizaciones comprometidas pendientes por \$180 millones para los últimos 5 meses de 2007.

En el primer semestre de 2007 los bancos privados extranjeros recibieron la totalidad de los nuevos aportes de capital, parte de los mismos en el marco de fusiones llevadas a cabo en el período. En perspectiva, se destaca que desde 2002 hasta la actualidad las entidades financieras privadas extranjeras explican casi 59% del total de las capitalizaciones realizadas, mientras que los bancos públicos recibieron 19% de los aportes de capital y los bancos privados canalizaron 18% de las mismas.

El patrimonio neto del sistema financiero continuó expandiéndose en la primera parte de 2007, pero a un ritmo más moderado que la segunda parte de 2006⁴¹. En particular, en los primeros seis meses del año el patrimonio neto de la banca aumentó \$2.600 millones, 7,9% (16,5%a.) (ver Gráfico VI.9), movimiento principalmente explicado por las entidades

⁴¹ El menor crecimiento del patrimonio neto en el primer semestre de 2007 estuvo asociado en parte a dos movimientos realizados en mayo: la distribución de dividendos en efectivo llevada a cabo por un banco privado y un ajuste en el devengamiento del impuesto a las ganancias correspondiente a 2006, afectando los resultados de ejercicios anteriores en mayo de 2007.

APARTADO 4: CONDICIONES DE ESTABILIDAD FINANCIERA LOCAL EN UN MARCO DE MAYOR VOLATILIDAD INTERNACIONAL

El contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales se generalizó hacia economías emergentes a partir del proceso de búsqueda de activos de mayor calidad observado a nivel global. En este marco, el sistema financiero argentino no presenta una exposición al riesgo hipotecario y dispone de sólidos indicadores de solvencia, en un marco de nuevas herramientas puestas a disposición por el BCRA para evitar efectos patrimoniales adversos que afecten el flujo normal de intermediación financiera local

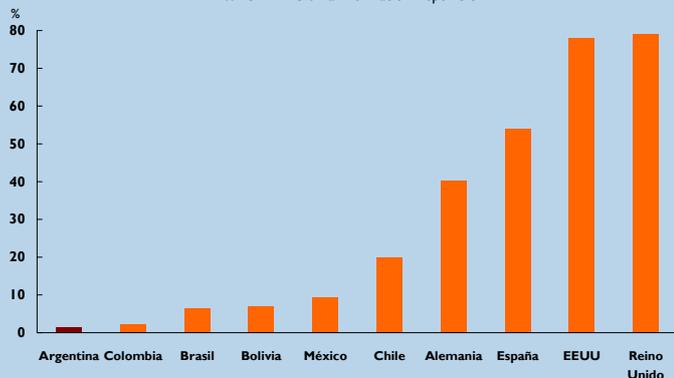
A mediados de 2007 se desencadenó en EEUU un período de *stress* financiero que se generalizó a los mercados globales. En un marco de holgados niveles de liquidez internacional, en los últimos años se observó una profundización del mercado norteamericano de hipotecas más riesgosas (*subprime*) al tiempo que creció su utilización en productos estructurados, constituyéndose en una alternativa de inversión rentable para las entidades financieras bancarias, especialmente, para los inversores de riesgo⁴².

Con relación a la exposición directa a productos relacionados al financiamiento con garantía hipotecaria, tanto en el sistema financiero argentino como en los restantes países de la región (ver Gráfico A.4.1) se registra una baja participación en términos del PIB. En el sistema financiero argentino, después de la crisis de 2001-2002, recién en 2006 el crédito hipotecario logró encausarse en un evidente sendero expansivo, de la mano de las mejores perspectivas económicas locales. Como resultado, si bien partiendo de niveles aún bajos, los créditos hipotecarios observaron un crecimiento de 16,7% en 2006 y de 31,9% en el primer semestre de 2007, llevando a que estas financiaciones actualmente representen 1,5% del PIB (ver Gráfico A.4.2) y cerca de 13% de la cartera total destinada al sector privado. A la luz de estas dimensiones, queda en evidencia que el mercado hipotecario local aún es pequeño, con un nivel de productos estructurados con estos créditos como subyacentes que tiene un volumen muy bajo, cerca de 7,2% del saldo de los préstamos hipotecarios totales⁴³. Así, el alcance actual del mercado hipotecario aleja la posibilidad que debilidades en el mercado inmobiliario tengan un impacto de magnitud en los bancos y en los restantes inversores.

Gráfico A.4.1

Profundidad del Crédito Hipotecario - Comparación Internacional

En % del PIB - Última información disponible

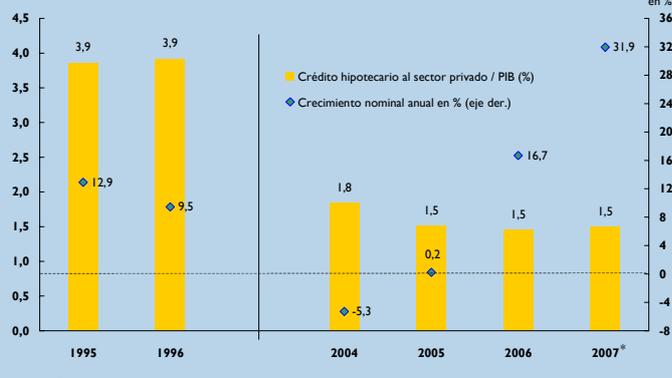


Fuente: BCRA y Bancos Centrales de los respectivos países

Gráfico A.4.2

Crédito Hipotecario al Sector Privado en Argentina

en % del PIB



* 1 sem-07 anualizado.
Fuente: BCRA.

Si bien al igual que el resto de los emergentes Argentina recibió el impacto del proceso de búsqueda de activos de mayor calidad, producto de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, las condiciones de solidez del sistema financiero local sumadas a las herramientas puestas a disposición por el BCRA generan un marco adecuado para absorber los efectos negativos del actual escenario internacional. Ante el contexto de mayor incertidumbre los bancos tendieron a asumir estrategias más conservadoras en términos de liquidez, situación que eventualmente impactó en las tasas de interés interfinancieras. Esto influyó en las tasas de interés sobre los depósitos y, en la medida que se profundicen y mantengan estas volatilidades se daría cierto impacto sobre el riesgo de tasa de interés y de crédito de las entidades financieras. En este último sentido, en un escenario de *stress* persistente la mayor carga de los servicios del sector privado podría afectar parcialmente su capacidad de pago y, por ende, incrementar el riesgo de repago enfrentado por las entidades financieras.

En este escenario, las buenas condiciones de solidez del sistema financiero local, sumadas a las medidas implementadas por el BCRA, configuran un adecuado contexto para enfrentar las volatilidades externas. En los últimos tres años el sistema financiero se encauzó en un sendero de consolidación y normalización de sus balances (ver Gráfico A.4.3),

⁴² Para un análisis más detallado, Ver Apartado 1

⁴³ Se incluyen securitizaciones realizadas desde 2005.

permitiéndole así contar actualmente con una buena posición para enfrentar las mayores volatilidades externas. En particular, el favorable contexto económico local, combinado con la política financiera implementada por el BCRA, ayudaron a consolidar el financiamiento de los bancos al sector privado, reduciendo su exposición al sector público. Asimismo, la utilización del fondeo mediante depósitos privados ganó espacio en los pasivos de los bancos.

La profundización de la intermediación financiera con el sector privado impulsó las ganancias contables del sistema financiero, siendo estas últimas especialmente lideradas por aquellas fuentes de ingresos recurrentes (los resultados por intereses y por servicios) (ver Gráfico 3). Estos beneficios, sumados a los nuevos aportes de capital, permitieron robustecer los niveles de solvencia de los bancos que actualmente se encuentran por encima tanto de los requerimientos locales de capital como de los estándares internacionales. De esta manera, el sistema financiero logró ubicarse en línea con los principales sistemas financieros latinoamericanos (ver Gráfico A.4.4), recomponiendo su posición de post-crisis.

Gráfico A.4.3

Normalización del Balance del Sistema Financiero

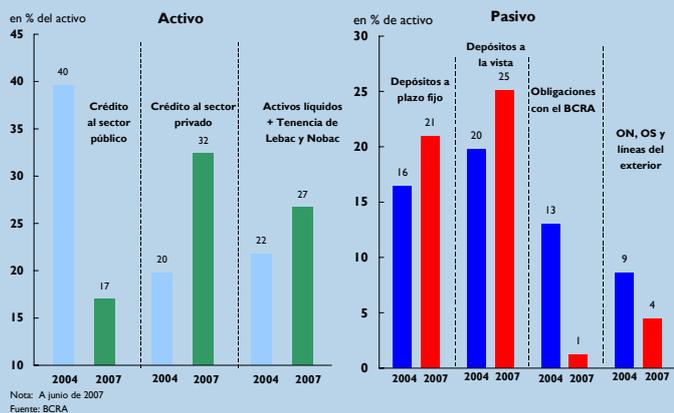
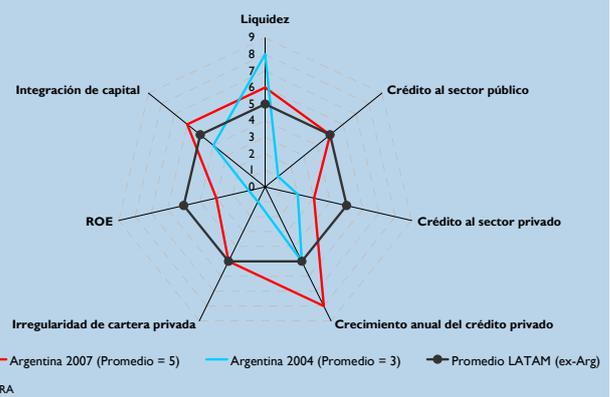


Gráfico A.4.4

Sistema Financiero Argentino en Línea con la Región
Argentina respecto al promedio de LATAM

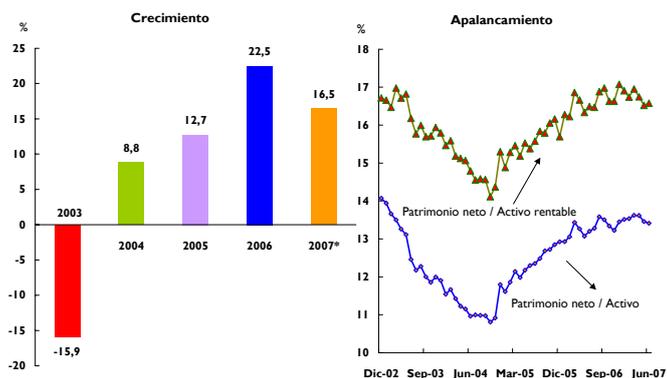


En vistas al contexto de mayor volatilidad externa, el BCRA diseñó un conjunto de medidas para mitigar los efectos locales de la mayor volatilidad externa. Por un lado, se fortaleció la exposición de los bancos al riesgo de liquidez (ver Página 23), evitando así que posibles efectos sobre las tasas de interés impacten en el dinamismo del mercado de crédito al sector privado y sobre el riesgo crediticio enfrentado por los bancos. Asimismo, se minimizó el efecto de volatilidades externas de corto plazo sobre el patrimonio de los bancos, especialmente a través de modificaciones en los criterios de valuación de sus tenencias de títulos valores públicos.

Como resultado, el sistema financiero local se ubica en una buena posición relativa para absorber los efectos negativos y transitorios de corto plazo del actual contexto internacional, afirmación respaldada por varios factores. Por un lado, la dimensión y las características del mercado hipotecario local lo soslayan como una fuente de riesgos de magnitud sobre la banca. Por el otro, el sistema financiero ha robustecido su posición de solvencia en los últimos años, proceso liderado por la profundización de la intermediación financiera con el sector privado. Finalmente, el BCRA ha implementado un conjunto de medidas que generan un dique de contención contra los efectos negativos de las volatilidades de corto plazo en los mercados financieros internacionales. Así, se cuenta con un marco de buenas condiciones de estabilidad financiera, permitiendo a la banca enfrentar con mayor solidez el actual momento de *stress* financiero.

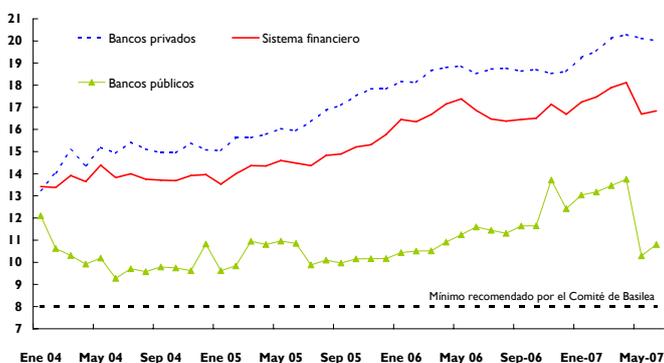


Gráfico VI.9
Patrimonio Neto del Sistema Financiero



* A junio anualizado
Fuente: BCRA

Gráfico VI.10
Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos
En % de los activos ponderados por riesgo



Fuente: BCRA

Tabla VI.5
Capitales Mínimos por Grupo de Bancos

Grupo de bancos	Integración de capital / Activos de riesgo (*)	
	Dic-06	Jun-07
Bancos públicos	12,4	10,8
Bancos privados	18,6	20,0
De alcance nacional	16,5	17,2
De alcance regional	24,5	23,7
Especializados	26,5	22,5
Mayoristas	37,9	50,8
EFNB	39,6	35,0
Sistema financiero	16,7	16,8

(*) Activos ponderados por riesgo de crédito.

Fuente: BCRA

financieras privadas. Por su parte, el patrimonio neto en términos del activo se mantuvo estable en el semestre, alcanzando un nivel de 13,4% a junio de 2007, mientras que respecto al activo rentable se ubicó en 16,6%⁴⁴.

Los bancos privados impulsan las mejoras en la posición de capital del sistema financiero

En la primera parte de 2007 el sistema financiero continuó exhibiendo adecuados niveles de integración de capital, superando tanto los mínimos exigidos localmente como aquellos recomendados a nivel internacional. En particular, la posición de capital del sistema financiero alcanzó 92% de la exigencia, mientras que la integración de capital creció 0,1 p.p. de los activos ponderados por riesgo en la primera parte del año, alcanzando 16,8% a junio de 2007 (ver Gráfico VI.10).

A diferencia de lo registrado en el semestre anterior, en la primera parte de 2007 las entidades financieras privadas impulsaron la mejora en los indicadores de solvencia. Dentro de este grupo de bancos, el comportamiento fue heterogéneo: los bancos minoristas de alcance nacional y los mayoristas incrementaron su integración de capital, mientras que los de alcance regional y los especializados exhibieron leves retrocesos (ver Tabla VI.5). Estos movimientos se debieron en parte a que, si bien todos los grupos de bancos expandieron en forma generalizada el financiamiento al sector privado, los bancos privados minoristas y los mayoristas fueron quienes principalmente recibieron las nuevas capitalizaciones en el semestre. Por su parte, los bancos públicos registraron un leve descenso en su ratio de integración de capital, movimiento en parte asociado a un ajuste realizado en un banco público en mayo de este año.

Se proyecta una gradual consolidación de la solvencia de los bancos de cara al cierre de 2007

Los mayores volúmenes proyectados de intermediación financiera para los próximos meses llevarían a un sostenimiento en la rentabilidad de la banca, apuntalando la solvencia del sector. Esta tendencia estaría consolidada por los eventuales aportes de capital. En esta línea, se espera que las entidades financieras continúen manteniendo niveles adecuados de capital.

Finalmente, dados los actuales niveles de exposición de la banca a los distintos tipos de riesgos, se destaca que el sistema financiero se encuentra en una posición favorable para enfrentar un eventual *shock* negativo, como el actual contexto de volatilidades en los mercados financieros internacionales.

⁴⁴ Activo rentable: activo total menos otras disponibilidades, integración de efectivo mínimo, bienes de uso y diversos, filiales en el exterior y pérdidas activadas por amparos judiciales.

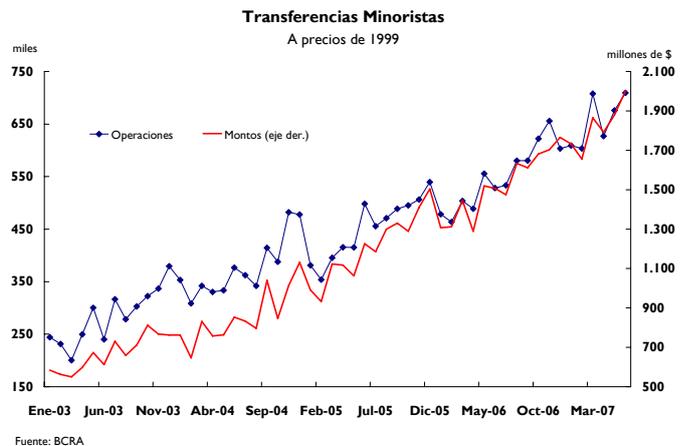
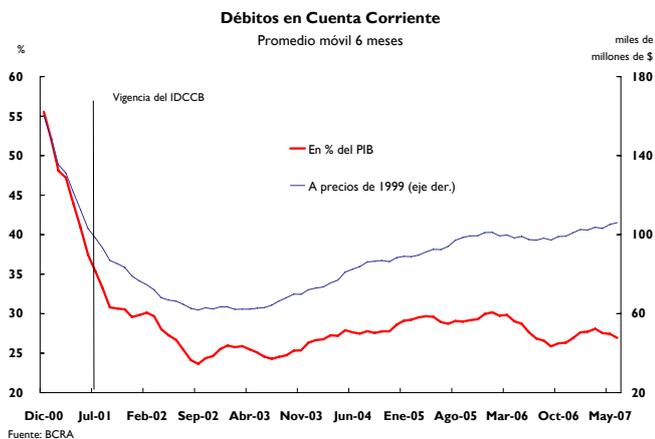
VII. SISTEMA DE PAGOS

Síntesis

El Sistema Nacional de Pagos (SNP) sigue acompañando el desarrollo económico, aportando mecanismos de realización de transacciones cada vez más adecuados a las necesidades de las empresas y de las familias. Aunque la utilización del efectivo continúa representando el principal medio de pago en la economía, mecanismos alternativos van ganando participación. Así, el denominado dinero bancario (principalmente tarjetas, débitos directos y transferencias bancarias) está alcanzando una mayor profundidad, de la mano de su creciente incorporación en los hábitos culturales de la población, del aumento de los niveles de formalización de los mercados (especialmente en laboral) y de la mayor bancarización.

En la primera parte de 2007 continuó aumentando la disponibilidad de tarjetas de débito y de crédito, particularmente dinamizadas estas últimas por las estrategias de colocación de las entidades financieras. La compensación de cheques, las transferencias minoristas y los débitos directos verificaron nuevas expansiones tanto en la cantidad de operaciones cursadas como en los montos asociados. En este sentido, en el semestre se registró una leve merma en la proporción de cheques rechazados respecto al total compensados (hasta 1,9%). Por su parte, las transacciones realizadas mediante el sistema de pagos de alto valor (Medio Electrónico de Pagos) también sostuvieron su sendero de crecimiento.

El BCRA consolida su objetivo de alcanzar una mayor eficiencia y agilidad en el SNP, en un marco de menores riesgos y fortaleciendo los medios para la concreción de transacciones en la economía. En este sentido, se está concluyendo con la implementación de una serie de medidas para avanzar en el desarrollo del SNP, entre las que se destacan la fase final del procedimiento de Compensación Federal Uniforme (CFU) y la estandarización de la totalidad de los documentos compensables. Asimismo, se está avanzando en el análisis de alternativas para mejorar la operatoria de compraventa de inmuebles, el estudio de una propuesta para reformular la Ley de Cheques, la exploración de mecanismos tendientes a perfeccionar la tarea de vigilancia del BCRA en el ámbito del SNP y la optimización de los medios electrónicos de pago.





VII.1. El Sistema Nacional de Pagos

El mayor volumen de transacciones en la economía impulsa la creciente utilización de los medios electrónicos de pago

El Sistema Nacional de Pagos (SNP) continúa acompañando al sostenido crecimiento económico, brindando mecanismos de pago cada vez más adecuados a las necesidades de los diferentes agentes económicos. Aunque el dinero en efectivo sigue constituyendo el principal instrumento utilizado por el sector privado para la concreción de sus operaciones habituales, gradualmente adquieren una mayor ponderación los distintos mecanismos electrónicos de pago. De esta manera, existe un amplio campo de desarrollo del dinero denominado bancario (especialmente las tarjetas de crédito y de débito, las transferencias y los débitos directos), instrumentos que en las economías desarrolladas alcanzan un alto grado de sustitución con el efectivo.

La utilización del efectivo continuó aumentando en la primera parte de 2007 (ver Gráfico VII.1), en línea con el incremento de la actividad de la economía. Los billetes y monedas en circulación en poder del público alcanzaron \$53.850 millones en promedio en el primer semestre de 2007, casi 26% más que en igual período de 2006 (15% deflactado por IPC GBA). De esta manera, el circulante se ubicaba en torno a 7,2% del PIB a mediados de 2007 (ver Gráfico VII.2), 0,3 p.p. más que el año anterior.

Las mejoras en los ingresos de las familias y de las empresas, continúan impulsando el incremento de los depósitos a la vista (cuenta corriente y caja de ahorros) del sector privado. En particular, las colocaciones a la vista verificaron una expansión de 26% a mediados de 2007 respecto a igual período del año anterior, aunque con una leve reducción de los débitos en cuenta corriente en términos del PIB. Esta tendencia sigue ampliando la base de fondos disponibles que permiten profundizar el uso de los medios bancarios de pago (ver Gráfico VII.3), si bien este sendero sigue recogiendo la influencia del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias (IDCCB)⁴⁵.

El sector privado sigue ampliando progresivamente la utilización de las tarjetas de débito y de crédito como medios de pago, instrumentos que brindan una mayor seguridad respecto al transporte de efectivo, permitiendo además acceder a beneficios fiscales en determinadas operaciones. En particular, el número de tarjetas de débito alcanzó aproximadamente 14,4 millones a mediados de 2007 (ver Gráfico VII.4), creciendo poco más de 13,5% en los últimos 12 meses. Cabe destacarse que este movimiento está en parte asociado a la mejora en los indicadores de formalización del mercado laboral, extendiendo el cobro de haberes mediante cuentas bancarias. La cantidad de tarjetas de crédito se expandió cerca de 22% desde mediados de 2006, hasta 13,9 millones, de la mano de las estrategias de colocación de las entidades financieras.

La cantidad de cheques compensados sigue manteniendo su tendencia ascendente, luego de la caída producida con la crisis

Gráfico VII.1

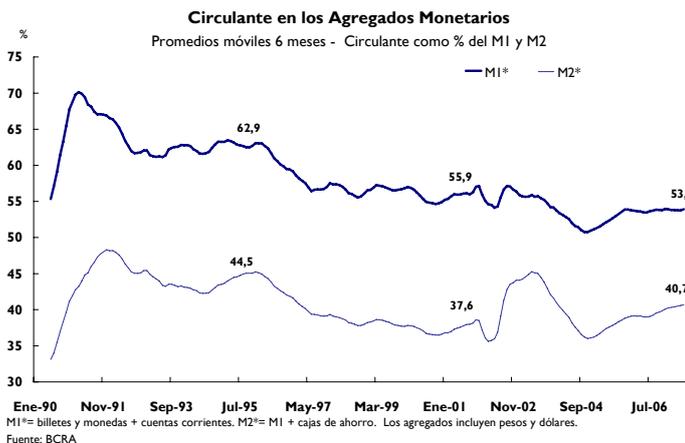
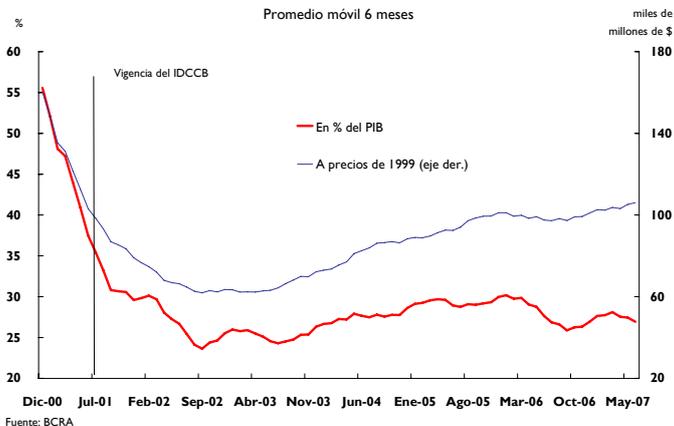


Gráfico VII.2



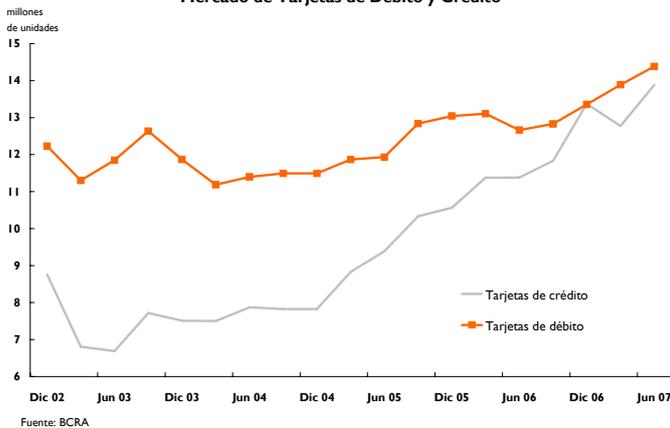
Gráfico VII.3
Débitos en Cuenta Corriente
Promedio móvil 6 meses



⁴⁵ Ley 25.413



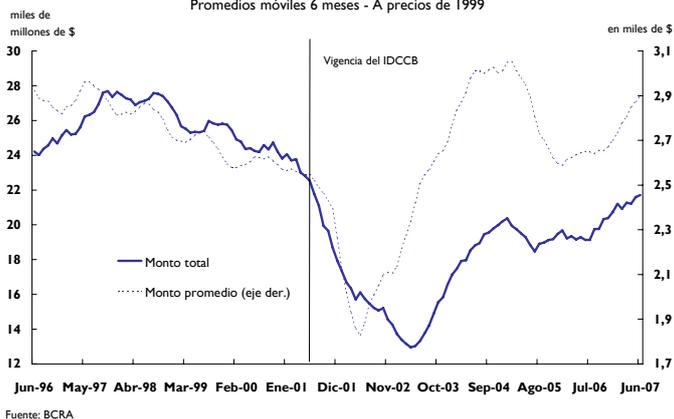
Gráfico VII.4
Mercado de Tarjetas de Débito y Crédito



de 2001-2002 y la aplicación del IDCCB. Durante el primer semestre de 2007 se cursaron a través del sistema de compensación electrónica aproximadamente 45 millones de documentos en pesos, casi 4% más que en la primera parte de 2006. Esto representó un valor de \$249 mil millones, superando en 24% el monto de igual período del año anterior (13,5% deflactado por IPC GBA) (ver Gráfico VII.5). El valor promedio de las operaciones siguió aumentando en la primera parte de 2007, con un alza de 19% respecto al primer semestre de 2006 (9,5% deflactado por IPC GBA), alcanzando una participación en el PIB de alrededor de 5,1%. Por su parte, el promedio mensual en el semestre de cheques truncados en los que no se envía imagen del documento –es decir, aquellos con montos hasta \$5.000- se ubicó en aproximadamente 85% del total de los documentos compensados.

En el transcurso de 2007 se registró una ligera caída en la cantidad de cheques rechazados respecto a igual período del año anterior, totalizando 1,9% del promedio mensual de documentos procesados (ver Gráfico VII.6). Sin embargo, de compararse con la primera parte de 2006, la cantidad y el monto total de cheques rechazados registraron aumentos de aproximadamente 2% y 19%, respectivamente.

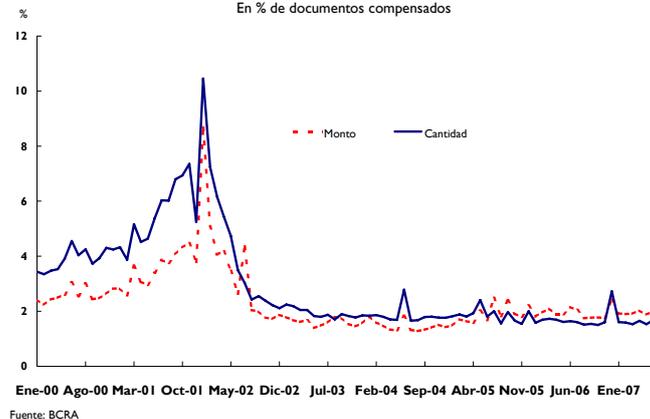
Gráfico VII.5
Documentos Compensados
Promedios móviles 6 meses - A precios de 1999



Las transferencias minoristas continúan siendo un medio de pago en franca expansión, dada la necesidad del público de contar con mecanismos de pago más eficientes que el dinero en efectivo. En la primera parte de 2007 se realizaron poco más de 3,9 millones de operaciones de transferencia, 30% más que en igual período del año previo. Esta expansión es similar a la observada en los montos totales operados (deflactados por IPC GBA) mediante este mecanismo de pago (ver Gráfico VII.7), verificándose asimismo una gradualmente mayor ponderación en términos del PIB.

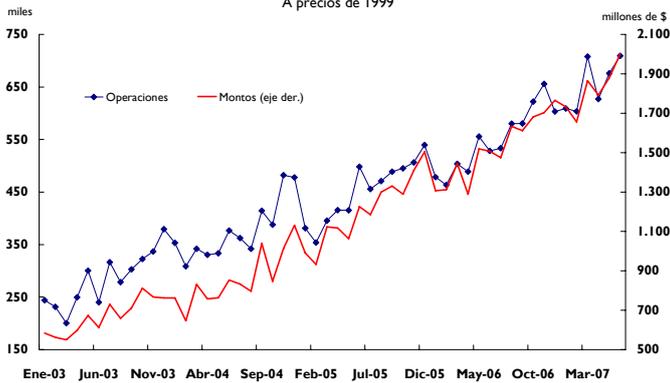
Por otra parte, continúa ampliándose la utilización de los débitos directos para el pago de los servicios tradicionales (luz, gas, cuotas asistenciales, tarjetas de crédito, entre otros) por parte de las empresas y las familias. Así, en el primer semestre de 2007 la cantidad de operaciones mediante débitos directos ascendió a casi 11,7 millones, con un incremento interanual de aproximadamente 33,5%. La compensación de estas operaciones fue por un monto de casi \$4.700 millones en la primera parte de 2007 (ver Gráfico VII.8), tres cuartas partes más que en el primer semestre del año anterior (58,5% más si se deflacta por IPC GBA). A su vez, si bien desde niveles bajos, este mecanismo continúa ganando paulatinamente una mayor ponderación en el producto de la economía.

Gráfico VII.6
Documentos Rechazados
En % de documentos compensados



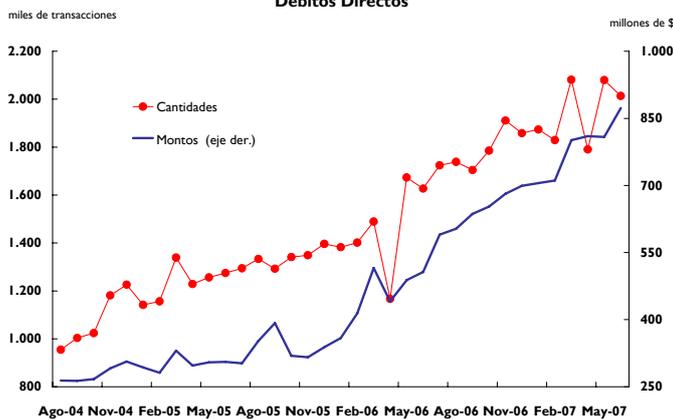
Las transacciones realizadas en pesos mediante el Medio Electrónico de Pagos (MEP) (sistema de pagos de alto valor), totalizaron cerca de 676 mil en el primer semestre de 2007, con un valor de \$1.100 miles de millones. Esto representó un incremento de casi 8% en la cantidad y de 33% en el monto (22% deflactado por IPC GBA) (ver Gráfico VII.9) respecto al primer semestre de 2006. Por su parte, las transacciones realizadas en moneda extranjera siguen representando una baja ponderación en el total.

Gráfico VII.7
Transferencias Minoristas
A precios de 1999



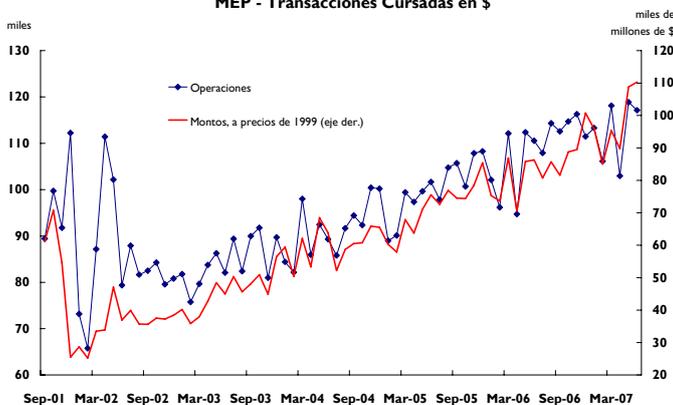
Fuente: BCRA

Gráfico VII.8
Débitos Directos



Fuente: BCRA

Gráfico VII.9
MEP - Transacciones Cursadas en \$



Fuente: BCRA

VII.2. Modernización del sistema de pagos

El BCRA sigue impulsando medidas para alcanzar un Sistema Nacional de Pagos más eficiente, seguro y ágil

El BCRA profundiza las acciones tendientes a alcanzar una mayor eficiencia, agilidad y seguridad en el SNP, articulando los medios para la concreción de transacciones en la economía. En particular, se ha definido una serie de medidas para avanzar en el desarrollo del sistema de pagos, entre las que se destacan la implementación de la fase final del procedimiento de CFU, la estandarización de la totalidad de los documentos compensables, el análisis de alternativas para mejorar la operatoria de compraventa de inmuebles, el estudio de una propuesta para reformular la Ley de Cheques⁴⁶, la exploración de mecanismos tendientes a perfeccionar la tarea de vigilancia del BCRA en el ámbito del SNP y la optimización de los medios electrónicos de pago.

A mediados de 2005 se comenzó a introducir el esquema de CFU, el cual consiste en la transmisión de imágenes de cheques y de otros documentos compensables en forma unificada a través de todo el país. En líneas generales, mediante la CFU los cheques que representan sumas de hasta \$5.000 son transmitidos únicamente como información electrónica (registro), mientras que por importes superiores las entidades financieras depositarias deben cursar archivos electrónicos e imágenes de los documentos, respetando ciertas características técnicas conforme a la normativa vigente.

En este marco, desde noviembre del año pasado el esquema de la CFU ingresó en su etapa final de ejecución, significando la eliminación total del traslado físico de los documentos. Frente a este nuevo escenario operacional, la reglamentación del BCRA se ha articulado con la suscripción de nuevos convenios de truncamiento formalizados entre las entidades financieras en los que, además de darse un marco general de procedimientos, se establecen detalladamente las responsabilidades de las entidades financieras depositarias y giradas.

En perspectiva, la implementación de la CFU ha redundado en una significativa disminución del riesgo operacional y en los costos de la operatoria con documentos, posibilitando simultáneamente la interconexión de todas las plazas del país en una sola sesión diaria de cámara. Además, todos los clientes del sistema financiero reciben la acreditación de sus fondos en un único y mismo plazo, con independencia tanto del lugar donde se depositen los instrumentos como de su valor. De esta manera, este mecanismo dota de mayor agilidad a la cadena de pagos, facilitando en gran medida el intercambio comercial.

La creciente optimización del sistema de compensación electrónica de medios de pago ha planteado la necesidad de estandarizar la totalidad de los documentos compensables existentes o de próxima implementación. Esta estandarización, que puede concebirse como una continuación del proceso iniciado oportunamente en los cheques, se encuentra enmarcada en los modelos y medidas de seguridad estipulados para estos

⁴⁶ Ley N° 24.452 y modificatorias



últimos. Tanto la unificación de diseños como la obligatoriedad en la inclusión de determinadas medidas de seguridad, tienen como meta brindar a los bancos depositarios mayores herramientas para la verificación y el control de los documentos, lo cual ayudará a mitigar el riesgo operacional vinculado a posibles fraudes.

Como resultado, el BCRA está elaborando el modelo de estandarización para los certificados de depósitos a plazo fijo nominativos, avanzándose en la elaboración de las pautas a ser cumplimentadas por las letras de cambio compensables que habrán de emitir las Cajas de Crédito Cooperativas de acuerdo con lo dispuesto en la Ley N° 26.173.

Por otro lado, el BCRA está trabajando en medidas que mejoren la modalidad de compra-venta de inmuebles. En la actualidad estas transacciones son efectuadas mayoritariamente en efectivo, generando un alto riesgo en el traslado físico del dinero como, ocasionalmente, siendo proclives a operaciones que violan las obligaciones fiscales. En este contexto, el BCRA está analizando diversas alternativas dirigidas a aportar mejoras a este procedimiento en lo referente a la identificación de los actores intervinientes, dotando a los mismos de mayor seguridad y proporcionando un mayor grado de transparencia fiscal, de la mano del estímulo a ingresar el dinero al sistema bancario.

Por último, se sigue impulsando la tarea de optimización de los medios electrónicos de pago, encontrándose en estudio medidas tendientes a dotar de mayor seguridad y eficiencia a los débitos directos. En ese sentido, se están examinando sus diferentes aspectos operativos y comerciales vinculados con los mecanismos de adhesiones, bajas y reversiones de este producto, con el fin de agilizar los procesos y evitar inconvenientes a los clientes. En esta línea, se está analizando la conveniencia de adoptar un esquema de validaciones a ser ejecutado por las cámaras de compensación electrónicas para los débitos directos presentados por los bancos, con el propósito de profundizar los controles sistémicos.

BALANCE DE RIESGOS

En la primer parte de 2007 el sistema financiero continuó mostrando mejoras en su nivel de solidez, ubicándose en una buena posición relativa para enfrentar eventuales efectos negativos generados por las turbulencias en los mercados financieros globales. Impulsados por el marco normativo y de supervisión diseñado por el BCRA en un escenario macroeconómico favorable, los avances observados en la administración de riesgos de la banca durante los últimos 3 años refuerzan el argumento anterior. Si bien como parte de su estrategia de negocio se detecta que el sistema financiero está incrementando su exposición a ciertos riesgos, en simultáneo está achicando su exposición a otros y mejorando sus niveles de solvencia, dando como resultado un adecuado balance de riesgos. En síntesis, el sistema financiero muestra fortaleza frente a la exposición al riesgo de crédito del sector privado y del sector público, al riesgo de liquidez y al riesgo de moneda extranjera, mientras que se deberá seguir trabajando en reducciones adicionales en la exposición al riesgo de tasa de interés y de mercado.

La exposición de la banca al riesgo de crédito del sector privado continúa sólida. Aunque el sistema financiero sigue expandiendo su exposición al sector privado, los buenos niveles de ingresos, el bajo endeudamiento y las relativamente reducida carga de los servicios de la deuda del sector privado dan cuenta del fenómeno anterior. Si bien se observa cierto incremento en la morosidad del sector familias, sus niveles de incumplimiento son bajos y el incremento es leve. De todas formas, este fenómeno pone de manifiesto la necesidad de un monitoreo más cercano de las políticas de gestión de riesgo en las nuevas líneas de crédito al consumo que se están otorgando. A su vez, la banca continúa con su activo proceso de previsionamiento, generando una adecuada cobertura frente pérdidas esperadas.

Por su parte, la reducción en la exposición al sector público sumado al buen desempeño fiscal y al nivel decreciente del endeudamiento del Gobierno, muestran una **menor exposición patrimonial del sistema financiero al riesgo de contraparte del sector público.**

A pesar de destinar buena parte de sus fuentes de fondos a financiar al sector privado, el sistema financiero logró constituir activos líquidos suficientes como para mantener sus indicadores de liquidez en niveles adecuados, **robusteciendo la posición de la banca frente al riesgo de liquidez.** Este elemento sumado al accionar del BCRA con sus múltiples herramientas ayudaron a reducir las volatilidades de los mercados de dinero de principios del segundo semestre de 2007 ocasionadas por el *stress* financiero de los mercados internacionales.

La banca observó un ligero deterioro en la exposición al riesgo de moneda extranjera. Lo anterior se debió principalmente al incremento de la posición activa en moneda extranjera. Sin embargo, los *stress test* siguen

mostrando **una sólida posición del sistema financiero frente a movimientos en el tipo de cambio peso-dólar.** Esto último se vio reforzado por las políticas desarrolladas por el BCRA en la segunda parte de 2007 para mitigar que una excesiva volatilidad en el tipo de cambio genere distorsiones en las expectativas de los agentes económicos.

La exposición patrimonial al riesgo de tasa de interés continúa reduciéndose gradualmente. En particular, en la primer mitad de 2007 se notó una contracción en el descalce de partidas que ajustan por CER, lo cual mejora la posición de la banca frente al riesgo de tasa de interés real. Se espera una continuidad del proceso de reducción del descalce por CER.

La exposición al riesgo de mercado subió en la primer parte de 2007, dada la mayor ponderación de los activos con cotización de mercado en cartera de los bancos. No obstante el riesgo de mercado sigue teniendo una baja participación en el balance de riesgos del sistema financiero, los efectos de las turbulencias en los mercados financieros internacionales implicarán cierto impacto de la exposición a este tipo de riesgo. En este sentido, el BCRA también impulsó una serie de medidas para ayudar a evitar que movimientos de corto plazo afecten transitoriamente los resultados bancarios.

En la medida que las entidades financieras mantienen un buen balance de riesgos, la expansión de la actividad de intermediación financiera con el sector privado está fortaleciendo sus fuentes de ingresos, especialmente a través del aumento en los ingresos recurrentes. **La obtención de beneficios sumado al continuo proceso de capitalización están cimentando los niveles de solvencia de la banca, lo cual le permite configurar una primer barrera frente a eventuales pérdidas derivadas de shocks negativos.** Un ejemplo de lo anterior se puede ver, si bien se espera que haya sido un fenómeno transitorio, en las limitadas pérdidas registradas durante el comienzo de la segunda parte de 2007 por efecto de las turbulencias en los mercados financieros. En este contexto adverso la banca demostró solidez, absorbiendo estas pérdidas sin que por ello se vean afectados sus niveles de solvencia.

El buen desempeño macroeconómico local durante los últimos años generó un marco favorable para el desarrollo del sistema financiero en un contexto de adecuado balance global de riesgos. Se estima que, si bien la segunda parte de 2007 estará caracterizada por una mayor volatilidad en los mercados, **el sistema financiero está mejor preparado que en el pasado para absorber los efectos negativos que se deriven de este escenario.** En un contexto en donde aún es incierta la profundidad y la permanencia del actual *stress* financiero internacional, **el BCRA sigue direccionando su accionar en promover las condiciones que favorezcan la persistencia del contexto de estabilidad monetaria y financiera.**

ANEXO ESTADÍSTICO – SISTEMA FINANCIERO

Cuadro 1: Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Jun 06	2006	Jun 07
1.- Liquidez	22,3	26,1	23,1	25,0	23,4	19,6	22,8	29,1	29,6	20,1	22,2	22,5	22,1
2.- Crédito al sector público	16,9	16,2	16,2	18,0	17,3	23,0	48,5	46,5	39,6	30,8	27,2	21,6	17,0
3.- Crédito al sector privado	50,8	47,7	48,4	44,9	39,9	42,7	20,8	18,1	19,6	25,8	28,3	31,0	32,1
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	5,4	4,5	3,9
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	-4,1	-3,3	-3,1
6.- ROA	0,6	1,0	0,5	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,7	1,9	1,7
7.- ROE	4,1	6,3	3,9	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	12,7	14,3	12,8
8.- Eficiencia	142	136	138	142	147	143	189	69	125	151	168	167	164
9.- Integración de capital	23,8	20,8	20,3	21,0	20,1	21,4	-	14,5	14,0	15,3	16,9	16,7	16,8
10.- Posición de capital	64	73	49	54	58	54	-	116	185	173	134	132	92

Fuente: BCRA

Cuadro 2: Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Jun 06	Dic 06	Jun 07	Variaciones (en %)	
										Semestral	Anual
Activo	163.550	123.743	187.532	186.873	212.562	221.962	239.165	258.742	289.450	11,9	21,0
Activos líquidos ¹	20.278	13.005	17.138	27.575	29.154	20.819	29.670	37.991	37.579	-1,1	26,7
Títulos públicos	10.474	3.694	31.418	45.062	55.382	66.733	66.300	64.395	76.929	19,5	16,0
Lebac/Nobac	0	0	-	-	17.755	28.340	27.792	29.091	44.504	53,0	60,1
Por tenencia	0	0	-	-	11.803	21.067	21.949	25.570	35.189	37,6	60,3
Por operaciones de pase	0	0	-	-	5.953	7.273	5.842	3.521	9.315	164,5	59,4
Títulos privados	633	543	332	198	387	389	800	813	795	-2,2	-0,6
Préstamos	83.277	77.351	84.792	68.042	73.617	84.171	92.102	103.611	112.084	8,2	21,7
Sector público	15.164	22.694	44.337	33.228	30.866	25.836	23.033	20.815	16.734	-19,6	-27,3
Sector privado	64.464	52.039	38.470	33.398	41.054	55.885	65.841	77.834	89.922	15,5	36,6
Sector financiero	3.649	2.617	1.985	1.417	1.697	2.450	3.228	4.962	5.427	9,4	68,2
Previsiones por préstamos	-6.907	-6.987	-11.952	-9.374	-7.500	-4.930	-4.249	-3.999	-4.013	0,3	-5,6
Otros créditos por intermediación financiera	42.361	21.485	39.089	27.030	32.554	26.721	26.347	26.030	35.707	37,2	35,5
ON y OS	794	751	1.708	1.569	1.018	873	815	773	724	-6,3	-11,1
Fideicomisos sin cotización	2.053	2.065	6.698	4.133	3.145	3.883	4.545	4.881	4.753	-2,6	4,6
Compensación a recibir	0	0	17.111	14.937	15.467	5.841	5.150	763	367	-52,0	-92,9
Otros	39.514	18.669	13.572	6.392	12.924	16.124	15.838	19.613	29.863	52,3	88,6
Bienes en locación financiera	786	771	567	397	611	1.384	1.846	2.262	2.945	30,2	59,5
Participación en otras sociedades	2.645	2.688	4.653	4.591	3.871	4.532	4.728	6.378	6.836	7,2	44,6
Bienes de uso y diversos	4.939	4.804	8.636	8.164	7.782	7.546	7.491	7.638	7.628	-0,1	1,8
Filiales en el exterior	1.115	1.057	3.522	3.144	3.524	3.647	3.832	2.788	2.884	3,4	-24,7
Otros activos	3.950	5.334	9.338	12.043	13.180	10.950	10.299	10.835	10.075	-7,0	-2,2
Pasivo	146.267	107.261	161.446	164.923	188.683	195.044	209.373	225.773	253.871	12,4	21,3
Depósitos	86.506	66.458	75.001	94.635	116.655	136.492	155.072	170.898	190.281	11,3	22,7
Sector público ²	7.204	950	8.381	16.040	31.649	34.019	40.493	45.410	47.805	5,3	18,1
Sector privado ²	78.397	43.270	59.698	74.951	83.000	100.809	111.799	123.431	139.935	13,4	25,2
Cuenta corriente	6.438	7.158	11.462	15.071	18.219	23.487	24.376	26.900	32.054	19,2	31,5
Caja de ahorros	13.008	14.757	10.523	16.809	23.866	29.078	33.348	36.442	40.654	11,6	21,9
Plazo fijo	53.915	18.012	19.080	33.285	34.944	42.822	48.359	54.338	60.515	11,4	25,1
CEDRO	0	0	12.328	3.217	1.046	17	16	13	13	-5,8	-23,1
Otras obligaciones por intermediación financiera	55.297	36.019	75.737	61.690	64.928	52.072	47.606	46.037	54.976	19,4	15,5
Obligaciones interfinancieras	3.545	2.550	1.649	1.317	1.461	2.164	2.983	4.578	4.864	6,2	63,1
Obligaciones con el BCRA	102	4.470	27.837	27.491	27.726	17.005	11.434	7.686	3.585	-53,4	-68,6
Obligaciones negociables	4.954	3.777	9.096	6.675	7.922	6.548	6.762	6.603	8.003	21,2	18,4
Líneas de préstamos del exterior	8.813	7.927	25.199	15.196	8.884	4.684	4.461	4.240	3.255	-23,2	-27,0
Otros	37.883	17.295	11.955	11.012	18.934	21.671	21.966	22.930	35.269	53,8	60,6
Obligaciones subordinadas	2.255	2.260	3.712	2.028	1.415	1.381	1.243	1.642	1.657	0,9	33,3
Otros pasivos	2.210	2.524	6.997	6.569	5.685	5.099	5.452	7.196	6.957	-3,3	27,6
Patrimonio neto	17.283	16.483	26.086	21.950	23.879	26.918	29.792	32.969	35.579	7,9	19,4
Memo											
Activo neteado	129.815	110.275	185.356	184.371	202.447	208.275	225.659	245.149	265.264	8,2	17,6
Activo neteado consolidado	125.093	106.576	181.253	181.077	198.462	203.286	219.649	236.216	255.472	8,2	16,3

(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.

Cuadro 3: Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual								Semestres			Variaciones (%)	
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	I-06	II-06	I-07	I-07 / II-06	I-07 / I-06
Margen financiero	6.967	7.291	6.943	13.991	1.965	6.075	9.475	12.956	6.232	6.724	7.297	9	17
Resultado por intereses	5.396	5.106	4.625	-3.624	-943	1.753	3.069	4.095	1.948	2.147	2.545	19	31
Ajustes CER y CVS	0	0	0	8.298	2.315	1.944	3.051	3.008	1.758	1.250	1.449	16	-18
Diferencias de cotización	227	185	268	5.977	-890	866	751	928	561	368	499	36	-11
Resultado por títulos valores	1.112	1.481	1.490	3.639	1.962	1.887	2.371	4.703	1.849	2.854	2.660	-7	44
Otros resultados financieros	232	519	559	-299	-480	-375	233	222	116	105	144	36	24
Resultado por servicios	3.623	3.582	3.604	4.011	3.415	3.904	4.781	6.162	2.819	3.343	3.751	12	33
Cargos por incobrabilidad	-2.565	-3.056	-3.096	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.174	-595	-579	-721	25	21
Gastos de administración	-7.432	-7.375	-7.362	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.477	-5.377	-6.099	-6.721	10	25
Cargas impositivas	-497	-528	-571	-691	-473	-584	-737	-1.078	-479	-599	-681	14	42
Impuesto a las ganancias	-421	-446	-262	-509	-305	-275	-581	-765	-402	-363	-619	70	54
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-701	-320	-410	-747	-382	-365	-36	-90	-91
Amortización de amparos	0	0	0	0	-1.124	-1.686	-1.867	-1.698	-819	-879	-1.162	32	42
Diversos	617	535	702	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.123	819	1.304	1.120	-14	37
Resultado monetario	0	0	0	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	291	3	-42	-19.162	-5.265	-898	1.780	4.302	1.816	2.486	2.229	-10	23
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-3.440	1.337	4.057	6.746	3.016	3.730	3.427	-8	14
Indicadores anualizados - En % del activo neteado												variaciones en p.p.	
Margen financiero	5,6	5,7	5,7	6,5	1,1	3,1	4,6	5,7	5,8	5,7	5,7	0,0	-0,1
Resultado por intereses	4,3	4,0	3,8	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	1,8	1,8	2,0	0,2	0,2
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,6	1,1	1,1	0,1	-0,5
Diferencias de cotización	0,2	0,1	0,2	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4	0,1	-0,1
Resultado por títulos valores	0,9	1,2	1,2	1,7	1,1	1,0	1,2	2,1	1,7	2,4	2,1	-0,3	0,4
Otros resultados financieros	0,2	0,4	0,5	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Resultado por servicios	2,9	2,8	3,0	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	2,6	2,8	2,9	0,1	0,3
Cargos por incobrabilidad	-2,1	-2,4	-2,6	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,1	0,0
Gastos de administración	-5,9	-5,8	-6,1	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,0	-5,1	-5,2	-0,1	-0,3
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,0	-0,1
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	0,3	0,3
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-0,2	-0,1
Diversos	0,5	0,4	0,6	-1,8	0,9	0,8	0,8	0,9	0,8	1,1	0,9	-0,2	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
Resultado total	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,7	2,1	1,7	-0,4	0,1
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,9	0,7	2,0	3,0	2,8	3,1	2,7	-0,5	-0,1
ROE	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	12,7	15,6	12,8	-2,8	0,1

(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	Jun 06	Dic 06	Abr 07	May 07	Jun 07
Cartera irregular total	12,9	13,1	18,1	17,7	10,7	5,2	4,0	3,4	3,2	3,2	3,1
Al sector privado no financiero	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	7,6	5,4	4,5	4,1	4,0	3,9
Cartera comercial (*)	14,9	20,7	44,0	38,0	22,8	9,3	6,3	5,0	4,3	4,1	3,9
Cartera de consumo y vivienda	17,3	17,5	31,4	28,0	11,0	4,8	4,1	3,5	3,7	3,7	3,8
Previsiones / Cartera irregular total	61	66	74	79	103	125	132	130	131	130	130
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	5,0	4,4	4,7	3,7	-0,3	-1,3	-1,3	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	26,2	21,6	17,2	11,9	-1,0	-4,1	-4,0	-3,3	-3,2	-3,1	-3,1

(*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

Cuadro 5: Indicadores internacionales

	PIB	Activos líquidos / Depósitos privados	Préstamos privados / Activos totales	Cartera irregular privada	Previsiones / Cartera irregular	ROA	ROE	ROE Real	Integración de capital / APR
2006/2007: Último dato disponible	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Argentina	231	26,9	30,4	3,9	130	1,7	12,8	3,8	16,8
Australia	1.221	0,9	87,6	0,6	205	1,8	25,3	21,9	10,4
Brasil	1.075	8,6	37,6	4,6	153	2,1	21,6	18,0	18,5
Chile	145	6,2	84,1	2,4	191	1,2	18,4	15,1	12,8
España	1.237	1,6	76,7	1,3	252	1,0	19,9	16,9	11,9
EEUU	13.247	0,8	56,9	0,8	130	1,2	11,4	8,8	13,0
Japón	4.331	1,8	52,5	2,4	30	0,4	18,5	18,7	13,1
México	828	14,9	24,9	2,0	195	3,2	23,5	18,6	16,1
Reino Unido	2.389	1,4	44,3	0,9	56	0,5	8,9	4,7	12,9

Fuente: BCRA; International Financial Statistics (Marzo 2007) y Global Financial Stability Report (Septiembre 2007) - Fondo Monetario Internacional; Bancos centrales de los respectivos países

Nota metodológica (cuadro 5):

1.- Producto Bruto Interno de 2006 - En miles de millones de US\$ corrientes; 2.- Efectivo en bancos más depósitos en la autoridad monetaria / Depósitos privados (%); 3.- Préstamos al sector privado / Activos totales (%); 4.- Cartera irregular privada / Total financiaciones privadas (%); 5.- Previsiones / Cartera irregular (%); 6.- Resultado total / Activo neteado (%); 7.- Resultado total / Patrimonio neto (%); 8.- Resultado total / Patrimonio neto (%) (deflactado por IPC); 9.- Integración de capital / Activos ponderados por riesgo (%).

ANEXO ESTADÍSTICO – BANCOS PRIVADOS

Cuadro 6: Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Jun 06	2006	Jun 07
1.- Liquidez	23,6	26,9	22,8	24,3	24,1	23,6	24,8	27,6	29,2	21,5	21,8	23,7	23,8
2.- Crédito al sector público	13,5	13,7	13,6	16,1	14,7	20,8	49,4	47,1	41,2	28,0	23,5	15,9	11,0
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	35,4	37,9	40,3
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	4,8	3,6	3,2
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	-2,1	-3,0	-2,9
6.- ROA	0,6	0,7	0,5	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	1,8	2,2	1,8
7.- ROE	4,1	6,3	4,3	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	12,3	15,3	12,3
8.- Eficiencia	144	135	139	146	152	151	168	93	115	136	156	159	159
9.- Integración de capital	15,9	15,4	14,6	18,9	18,0	17,6	-	14,0	15,1	17,8	18,5	18,6	20,0
10.- Posición de capital	33	47	27	60	49	43	-	88	157	155	118	116	93

Fuente: BCRA

Cuadro 7: Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Jun 06	Dic 06	Jun 07	Variaciones (en %)	
										Semestral	Anual
Activo	119.371	82.344	118.906	116.633	128.065	129.680	136.557	152.414	166.408	9,2	21,9
Activos líquidos ¹	13.920	10.576	11.044	14.500	15.893	14.074	17.555	22.226	23.293	4,8	32,7
Títulos públicos	7.583	1.627	19.751	22.260	24.817	29.966	28.729	27.663	32.298	16,8	12,4
Lebac/Nobac	0	0	-	-	8.359	15.227	14.019	15.952	22.229	39,4	58,6
Por tenencia	0	0	-	-	5.611	12.899	12.998	14.220	18.668	31,3	43,6
Por operaciones de pases	0	0	-	-	2.749	2.328	1.021	1.732	3.561	105,6	248,8
Títulos privados	563	451	273	172	333	307	692	683	639	-6,4	-7,6
Préstamos	56.035	52.319	51.774	47.017	50.741	56.565	61.028	69.294	74.876	8,1	22,7
Sector público	8.172	13.803	25.056	23.571	21.420	15.954	12.341	10.036	6.461	-35,6	-47,6
Sector privado	45.103	36.636	26.074	22.816	28.213	39.031	46.584	55.632	64.311	15,6	38,1
Sector financiero	2.760	1.880	644	630	1.107	1.580	2.103	3.626	4.104	13,2	95,2
Previsiones por préstamos	-3.248	-3.957	-7.463	-5.225	-3.717	-2.482	-2.240	-2.227	-2.293	3,0	2,4
Otros créditos por intermediación financiera	36.600	13.037	27.212	22.148	25.753	16.873	16.374	18.387	20.136	9,5	23,0
ON y OS	724	665	1.514	1.394	829	675	644	618	583	-5,7	-9,5
Fideicomisos sin cotización	1.609	1.637	6.205	3.571	2.362	2.444	2.947	2.982	3.403	14,1	15,5
Compensación a recibir	0	0	15.971	13.812	14.657	5.575	4.883	760	366	-51,8	-92,5
Otros	34.267	10.735	3.523	3.370	7.905	8.179	7.900	14.027	15.783	12,5	99,8
Bienes en locación financiera	776	752	553	387	592	1.356	1.780	2.126	2.743	29,0	54,0
Participación en otras sociedades	1.651	1.703	3.123	2.791	1.892	2.416	2.578	4.042	4.433	9,7	72,0
Bienes de uso y diversos	3.225	3.150	5.198	4.902	4.678	4.575	4.536	4.677	4.676	0,0	3,1
Filiales en el exterior	75	112	-109	-136	-53	-148	-122	-139	-145	4,6	18,9
Otros activos	2.190	2.574	7.549	7.816	7.137	6.178	5.648	5.682	5.753	1,2	1,9
Pasivo	107.193	80.829	103.079	101.732	113.285	112.600	118.194	131.476	143.830	9,4	21,7
Depósitos	57.833	44.863	44.445	52.625	62.685	75.668	83.487	94.095	105.833	12,5	26,8
Sector público ²	1.276	950	1.636	3.077	6.039	6.946	6.951	7.029	7.730	10,0	11,2
Sector privado ²	55.917	43.270	38.289	47.097	55.384	67.859	74.820	85.714	96.668	12,8	29,2
Cuenta corriente	4.960	7.158	8.905	11.588	13.966	17.946	18.236	20.604	24.317	18,0	33,3
Caja de ahorros	9.409	14.757	6.309	10.547	14.842	18.362	20.366	23.165	25.485	10,0	25,1
Plazo fijo	39.030	18.012	11.083	18.710	22.729	27.736	32.327	38.043	42.582	11,9	31,7
CEDRO	0	0	9.016	2.409	798	3	2	1	1	-39,9	-65,2
Otras obligaciones por intermediación financiera	46.271	22.629	49.341	42.367	45.083	32.349	30.283	31.750	32.598	2,7	7,6
Obligaciones interfinancieras	2.293	1.514	836	726	1.070	1.488	2.123	3.383	3.204	-5,3	50,9
Obligaciones con el BCRA	83	1.758	16.624	17.030	17.768	10.088	7.072	3.689	730	-80,2	-89,7
Obligaciones negociables	4.939	3.703	9.073	6.674	7.922	6.548	6.762	6.413	7.813	21,8	15,5
Líneas de préstamos del exterior	5.491	4.644	15.434	9.998	5.444	2.696	2.478	2.249	1.286	-42,8	-48,1
Otros	33.466	11.010	7.374	7.939	12.878	11.530	11.847	16.015	19.564	22,2	65,1
Obligaciones subordinadas	1.668	1.700	3.622	1.850	1.304	1.319	1.183	1.642	1.653	0,7	39,8
Otros pasivos	1.420	1.637	5.671	4.890	4.213	3.264	3.242	3.989	3.745	-6,1	15,5
Patrimonio neto	12.178	11.515	15.827	14.900	14.780	17.080	18.363	20.938	22.578	7,8	23,0
Memo											
Activo neteado	88.501	73.796	117.928	115.091	121.889	123.271	130.290	143.807	154.184	7,2	18,3

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

Fuente: BCRA

Nota metodológica (cuadro 6):

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



Cuadro 8: Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual								Semestres			Variaciones (%)	
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	I-06	II-06	I-07	I-07 / II-06	I-07 / I-06
Margen financiero	5.176	5.441	5.282	10.628	2.575	3.415	5.253	7.672	3.545	4.126	4.407	7	24
Resultado por intereses	3.819	3.598	3.519	-304	107	1.214	2.069	2.772	1.330	1.442	1.742	21	31
Ajustes CER y CVS	0	0	0	1.476	1.082	900	1.215	854	498	357	401	12	-19
Diferencias de cotización	213	160	256	6.189	-312	666	576	725	412	313	387	24	-6
Resultado por títulos valores	908	1.232	962	3.464	1.892	959	1.259	3.132	1.219	1.913	1.747	-9	43
Otros resultados financieros	236	450	546	-197	-195	-322	134	188	86	102	131	28	53
Resultado por servicios	2.598	2.554	2.598	2.782	2.341	2.774	3.350	4.379	2.016	2.363	2.713	15	35
Cargos por incobrabilidad	-1.872	-2.173	-2.464	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-713	-326	-387	-518	34	59
Gastos de administración	-5.326	-5.263	-5.224	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-7.598	-3.565	-4.034	-4.475	11	26
Cargas impositivas	-368	-379	-418	-512	-366	-393	-509	-760	-343	-417	-486	17	42
Impuesto a las ganancias	-386	-393	-216	-337	-295	-202	-217	-365	-107	-258	-192	-26	79
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-665	-51	-201	-170	-102	-68	20	-129	-119
Amortización de amparos	0	0	0	0	-791	-1.147	-1.168	-1.161	-539	-622	-781	26	45
Diversos	447	307	615	-4.164	1.178	846	1.156	1.626	528	1.097	666	-39	26
Resultado monetario	0	0	0	-10.531	-20	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	269	93	174	-15.784	-2.813	-1.176	648	2.910	1.109	1.802	1.353	-25	22
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1.357	252	2.016	4.242	1.749	2.492	2.115	-15	21
Indicadores anualizados - En % del activo neteado												variaciones en p.p.	
Margen financiero	6,1	6,2	6,4	7,6	2,3	2,9	4,3	5,8	5,6	6,0	5,9	-0,1	0,3
Resultado por intereses	4,5	4,1	4,3	-0,2	0,1	1,0	1,7	2,1	2,1	2,1	2,3	0,2	0,2
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	1,1	0,9	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,5	0,0	-0,2
Diferencias de cotización	0,3	0,2	0,3	4,4	-0,3	0,6	0,5	0,5	0,7	0,5	0,5	0,1	-0,1
Resultado por títulos valores	1,1	1,4	1,2	2,5	1,7	0,8	1,0	2,4	1,9	2,8	2,3	-0,4	0,4
Otros resultados financieros	0,3	0,5	0,7	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Resultado por servicios	3,1	2,9	3,2	2,0	2,0	2,4	2,7	3,3	3,2	3,4	3,6	0,2	0,5
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-2,5	-3,0	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,1	-0,2
Gastos de administración	-6,3	-6,0	-6,4	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-5,8	-5,6	-5,9	-6,0	-0,2	-0,4
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7	0,0	-0,1
Impuesto a las ganancias	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,4	-0,3	0,1	-0,1
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-0,1	-0,2
Diversos	0,5	0,4	0,7	-3,0	1,0	0,7	0,9	1,2	0,8	1,6	0,9	-0,7	0,1
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
Resultado total	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,8	2,6	1,8	-0,8	0,1
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,8	3,6	2,8	-0,8	0,1
ROE	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	12,3	18,0	12,3	-5,7	-0,1

(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 9: Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Jun 06	Dic 06	Abr 07	May 07	Jun 07
Cartera irregular total	8,3	9,9	19,8	15,7	8,9	4,4	3,7	2,9	2,8	2,8	2,8
Al sector privado no financiero	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	6,3	4,8	3,6	3,3	3,2	3,2
Cartera comercial (*)	8,4	15,4	44,7	39,0	18,2	7,3	5,3	3,8	3,3	3,1	3,0
Cartera de consumo y vivienda	11,9	12,4	26,0	17,2	10,0	4,2	3,8	3,2	3,3	3,4	3,5
Previsiones / Cartera irregular total	68	76	73	79	96	115	116	130	132	132	130
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	2,7	2,4	5,3	3,3	0,4	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	13,4	11,4	18,6	11,2	1,3	-2,2	-2,1	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9

(*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA



GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

\$: Pesos argentinos

%a. : Porcentaje anualizado

a.: Anualizado

AFJP: Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

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

ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social

APE: Acuerdos Preventivos

AT: Adelantos Transitorios

BADLAR: Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos, en el tramo de 30 a 35 días, por el promedio de entidades.

BC: Banco Central

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BEF: Boletín de Estabilidad Financiera

BIRF: Banco Mundial

BIS: Banco de Pagos Internacionales

BM: Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos, la cuenta corriente en pesos de las entidades financieras en BCRA.

Boden: Bonos del Estado Nacional

Bogar: Bonos Garantizados

BoJ: Banco de Japón

Bonar: Bonos de la Nación Argentina

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

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

CAMELBIG: *Capital, Assets, Management, Earnings, Liquidity, Business, Internal Control, Gerencia*

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

CDS: *Credit Default Swap*

CEC: Cámaras Electrónicas de Compensación

CEDEM: Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano

CEDRO: Certificado de Depósito Reprogramado

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CFT: Costo Financiero Total

CFU: Compensación Federal Uniforme

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

CNV: Comisión Nacional de Valores

Crédito al sector público: incluye la posición en títulos públicos (considerando compensaciones a recibir) y los préstamos al sector público. No se incluyen Lebac y Nobac.

CS: Compañías de Seguros

CVS: Coeficiente de Variación Salarial

DICP: Bono Descuento en pesos

DICY: Bono Descuento en dólares New York

DPN: Deuda Pública Nacional

EEUU: Estados Unidos de Norteamérica

EF: Estabilidad Financiera

EFNB: Entidades Financieras no Bancarias

eje der.: Eje derecho

EM: Efectivo Mínimo

EMBI: *Emerging Markets Bond Index*

EMTA: *Trade Association for the Emerging Markets*

EP: Estabilidad de Precios

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: *Federal Reserve*

FF: Fideicomisos Financieros

FGD: Fondo de Garantía de Depósitos

FJP: Fondo de Jubilaciones y Pensiones

FMI: Fondo Monetario Internacional

FOMC: *Federal Open Market Committee* (EEUU)

FUCO: Fondo Unificado de Cuentas Corrientes Oficiales

GBA: Gran Buenos Aires

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IDCCB: Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias

IFI: Instituciones Financieras Internacionales

IFNB: Intermediarios Financieros No Bancarios

IFS: *International financial statistics*

IGBC: Índice General de la Bolsa de Colombia

IHH: Índice Herfindahl-Hirschman

INDEC: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

IndeR: Instituto Nacional de Reaseguros

IPC: Índice de Precios al Consumidor



IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor	P/VL: Precio sobre Valor Libro
IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas	Par: Bono Par
IPSA: Índice de Precios Selectivo de Acciones (Chile)	PEN: Poder Ejecutivo Nacional
ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción	PF: Plazo Fijo
ISDA: <i>International Swaps and Derivatives Association</i>	PGN: Préstamos Garantizados Nacionales
ISSP: Índice Sintético de Servicios Públicos	PIB: Producto Interno Bruto
IVA: Impuesto al Valor Agregado	PM: Programa Monetario
LBTR: Liquidación Bruta en Tiempo Real	PN: Patrimonio Neto
Lebac: Letras del Banco Central de la República Argentina	PPP: Paridad del Poder de Compra
LIBOR: <i>London Interbank Offered Rate</i> (Tasa interbancaria ofrecida en el mercado de Londres)	prom. móv.: promedio móvil
M2: Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en pesos + cajas de ahorro en pesos	PyME: Pequeñas y Medianas Empresas
M3: Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en pesos	REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado
MAE: Mercado Abierto Electrónico	ROA: <i>Return on assets</i>
m.e.: moneda extranjera	ROE: <i>Return on equity</i>
MEC: Mercado Electrónico de Corredores	Rofex: Rosario Futures Exchange (Mercado a término de Rosario)
MECON: Ministerio de Economía y Producción	RPC: Responsabilidad Patrimonial Computable
MEP: Medio Electrónico de Pagos	RU: Reino Unido
MERCOSUR: Mercado Común del Sur	s.e.: Serie sin estacionalidad
MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires	SAFJP: Superintendencia de AFJP
MEXBOL: Índice de la Bolsa Mexicana de Valores	SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos
MIPyME: Micro, Pequeñas y Medianas Empresas	SEDESA: Seguro de Depósitos Sociedad Anónima
MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario	SEFyC: Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias
MOI: Manufacturas de Origen Industrial	SGR: Sociedad de Garantía Recíproca
MRO: <i>Main refinancing operations</i>	SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas
MUICP: <i>Monetary Union Index of Consumer Prices</i>	SNP: Sistema Nacional de Pagos
MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International</i>	SPNF: Sector Público Nacional no Financiero
NACHA: Asociación de Cámaras Compensadoras Electrónicas Nacionales	SPP: Sector Público Provincial
Nobac: Notas del Banco Central	SSN: Superintendencia de Seguros de la Nación
O/N: <i>Overnight rate</i>	TGN: Tesorería General de la Nación
OCT: Operaciones Concertadas a Término	TIR: Tasa Interna de Retorno
OECD: <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>	TM: Tasa de Mercado
ON: Obligaciones Negociables	TNA: Tasa Nominal Anual
OS: Obligaciones Subordinadas	UCI: Utilización de Capacidad Instalada
p.b.: puntos básicos	US\$: Dólares estadounidenses
p.p.: Puntos porcentuales	UTDT: Universidad Torcuato Di Tella
	Var. % trim.: Variación porcentual trimestral
	VaR: Valor a Riesgo
	VN: Valor Nominal



ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Índice de Gráficos

1.	Sistema Financiero Argentino en Línea con la Región.....	7
2.	Irregularidad de Empresas y Familias.....	8
3.	Rentabilidad del Sistema Financiero	9
4.	Crédito al Sector Privado.....	10
5.	Riesgo Percibido y Bolsas: Países Emergentes.....	11
I.1.	PIB real.....	14
I.2.	Índices de Precios al Consumidor.....	14
I.3.	Principales Tasas de Interés de Referencia.....	14
I.4.	Índices de Precios de las Materias Primas.....	15
I.5.	Renta Variable de Mercados Desarrollados.....	15
I.6.	Títulos del Tesoro de EEUU.....	15
A.1.1.	Indicadores Sector Inmobiliario EEUU.....	16
A.1.2.	Indicadores del Mercado de Hipotecas.....	16
A.1.3.	<i>Asset Backed Commercial Paper</i> (ABCP) en EEUU.....	17
A.1.4.	<i>Spreads</i> de Tasas Interbancarias y Riesgo Percibido entre Bancos.....	17
I.7.	Índices Bursátiles.....	18
I.8.	Evolución de los <i>Spreads</i> de Riesgo Soberano.....	18
I.9.	CDS Emergentes.....	18
I.10.	Montos Operados en Instrumentos de Deuda Emergente.....	19
I.11.	Capital en Términos de los Activos Ponderados por Riesgo.....	19
I.12.	Préstamos al Sector Privado / PIB.....	19
II.1	PIB.....	22
II.2.	Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto.....	22
II.3.	Exportaciones, Importaciones y Balanza Comercial.....	22
II.4.	M2 – Metas 2007.....	23
II.5.	Reservas Internacionales y PIB.....	23
II.6.	Índices de Precios.....	23
II.7	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	24
II.8.	Cuentas Fiscales del Sector Público No Financiero.....	24
II.9.	Composición de la Recaudación Tributaria Nacional.....	24
II.10.	Resultado Primario Consolidado.....	25
II.11.	Deuda Pública Nacional.....	25
II.12.	PIB. Bienes y Servicios.....	26
II.13.	Cartera de Financiaciones a Empresas.....	26
II.14.	Deuda de las Empresas.....	26
II.15.	Endeudamiento de Empresas Listadas.....	27
II.16.	Evolución Industria.....	27
II.17.	EMI. Evolución Sectorial.....	27
II.18.	Deuda de la Industria.....	28
II.19.	Faena de Bovinos.....	28
II.20.	Deuda del Sector Primario.....	29
II.21.	PIB Servicios.....	29
II.22.	Deuda del Sector Servicios.....	29
II.23.	Ventas en Supermercados y Centros de Compras.....	30
II.24.	Evolución de la Construcción.....	30
II.25.	Construcción. Evolución por Bloque.....	30
II.26.	Masa Salarial y Consumo Privado.....	31
II.27.	Tasas de Actividad, Empleo y Desocupación.....	31
II.28.	Carga de la Deuda de las Familias.....	31
II.29.	Carga de Deuda de Consumo de las Familias.....	32
III.1.	Rendimientos de Títulos Argentinos de Mayor Liquidez.....	34
III.2.	Curva de Rendimientos: Argentina.....	34
III.3.	Valor Relativo de Bonos Argentinos.....	34
III.4.	<i>Credit Default Swaps</i> : Argentina.....	35
III.5.	Composición de <i>Stock</i> de Lebac y Nobac en Circulación	36
III.6.	Licitaciones de Lebac y Nobac.....	36
III.7.	Mercado Secundario de Lebac y Nobac.....	37
III.8.	Volumen Operado Títulos Públicos BCRA.....	37
III.9	Montos Negociados Renta Fija.....	37
III.10.	Obligaciones Negociables en Mercado Primario y Secundario (MAE).....	38
III.11.	Rendimiento de Obligaciones Negociables Emitidas por Bancos.....	38
III.12.	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	39
III.13.	Composición de Fideicomisos Financieros Emitidos.....	39
III.14.	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	39
III.15.	Evolución del Mercado Domésticos de Acciones.....	40
III.16.	Acciones de Bancos y Merval.....	40
III.17.	Futuros de Dólar.....	40
IV.1.	Crecimiento de los Intermediarios Financieros Locales.....	42
IV.2.	Escala del Sistema Financiero.....	42
IV.3.	Exposición de Cartera de los Inversores Institucionales.....	42
IV.4.	Profundización de la Intermediación Financiera.....	43
IV.5.	Crédito al Sector Privado.....	43
IV.6.	Madurez de los Préstamos al Sector Privado.....	44
IV.7.	Participación Regional en el Crecimiento del Crédito Privado.....	44



IV.8.	Financiamiento a Empresas por Actividad.....	44
IV.9.	Financiamiento a Empresas por Tamaño.....	45
IV.10.	Exposición al Sector Público y Privado.....	45
IV.11.	Depósitos Privados a Plazo Fijo en Pesos.....	45
IV.12.	Endeudamiento con el BCRA – Esquema de <i>Matching</i>	46
IV.13.	Estructura del Sistema Financiero.....	46
IV.14.	Productividad.....	46
IV.15.	Concentración del Sistema Financiero.....	47
IV.16.	Participación por Tipo de Banco.....	47
V.1.	Ingreso de Fondos en el sistema Financiero por Depósitos del Sector Privado.....	50
V.2.	Cobertura al Riesgo de Liquidez.....	50
V.3.	Liquidez en Pesos.....	50
V.4.	Liquidez en Dólares.....	53
V.5.	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	53
V.6.	Tasas de Interés.....	53
V.7.	Exposición al Sector Público.....	54
V.8.	Exposición al Sector Público / Activos.....	54
V.9.	Valuación de Activos al Sector Público.....	54
V.10.	Financiaciones al Sector Privado no Financiero.....	55
V.11.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	55
V.12.	Irregularidad de Empresas y Familias.....	56
V.13.	Financiaciones al Sector Privado por Período de Originación.....	56
V.14.	Exposición Patrimonial al Riesgo de Crédito del Sector Privado.....	57
V.15.	<i>Spread</i> por Intermediación Financiera - Empresas.....	57
V.16.	Irregularidad del Crédito a los Sectores Productivos.....	57
V.17.	Irregularidad por Tamaño de Financiamiento.....	58
V.18.	Irregularidad del Crédito a las Empresas por Tipo de Línea.....	58
V.19.	Financiaciones a Empresas – Composición de la Irregularidad.....	58
V.20.	Financiaciones a Empresas por Período de Originación.....	59
V.21.	Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de las Empresas.....	59
V.22.	<i>Spread</i> por Intermediación Financiera - Familias.....	59
A.3.1.	Crédito al Sector Privado.....	60
A.3.2.	Irregularidad de la Cartera Privada – Comparación Internacional	60
A.3.3.	Crédito a las Familias.....	61
A.3.4.	Tarjetas de Crédito.....	61
V.23.	Irregularidad del Crédito a las Familias por Tipo de Línea.....	62
V.24.	Financiaciones a Familias por Período de Originación.....	62
V.25.	Exposición al Riesgo por Descalce de Moneda Extranjera.....	62
V.26.	Posición Abierta en Moneda Extranjera.....	63
V.27.	Resultado por Grupos de Bancos – 2007.....	63
V.28.	Evolución de la Integración de Capital.....	64
V.29.	Descalce Patrimonial de CER.....	64
V.30.	Valor a Riesgo y Cobertura.....	65
V.31.	Volatilidad del Merval.....	65
VI.1.	ROA.....	68
VI.2.	Rentabilidad - Comparación Internacional.....	68
VI.3.	Volatilidad de los Principales Rubros del Estado de Resultados.....	68
VI.4.	Composición del Margen Financiero.....	69
VI.5.	Resultados por Intereses.....	69
VI.6.	Resultados por Servicios.....	70
VI.7.	Eficiencia en el Sistema Financiero.....	70
VI.8.	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	71
A.4.1.	Profundidad del Crédito Hipotecario - Comparación Internacional.....	72
A.4.2.	Crédito Hipotecario al Sector Privado en Argentina.....	72
A.4.3.	Normalización del Balance del Sistema Financiero.....	73
A.4.4.	Sistema Financiero Argentino en Línea con la Región.....	73
VI.9.	Patrimonio Neto del Sistema Financiero.....	74
VI.10.	Integración de Capital según Norma de Capitales Mínimos.....	74
VII.1.	Circulante en los Agregados Monetarios.....	76
VII.2.	Circulante.....	76
VII.3.	Débitos en Cuenta Corriente.....	76
VII.4.	Mercado de Tarjetas de Débito y Crédito.....	77
VII.5.	Documentos Compensados.....	77
VII.6.	Documentos Rechazados.....	77
VII.7.	Transferencias Minoristas.....	78
VII.8.	Débitos Directos.....	78
VII.9.	MEP – Transacciones Cursadas en \$.....	78

Índice de Tablas

II.1.	Emisiones de Bonos en 2006 y 2007.....	25
II.2.	Producción de Granos y Algodón.....	28
III.1.	Colocaciones de Deuda del Gobierno Nacional.....	35
IV.1.	Situación Patrimonial.....	43
V.1.	Matriz de Transición Diciembre 2006 / Junio 2007.....	56
VI.1.	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	69
VI.2.	Estructura de Rentabilidad: Bancos Privados.....	70
VI.3.	Estructura de Rentabilidad por Tipo de Banco: Primer Semestre 2007.....	71
VI.4.	Estructura de Rentabilidad: Bancos Públicos.....	71

