

PROVINCIA DE TUCUMÁN

CONSEJO FEDERAL DE INVERSIONES



PROYECTO:

**EL MERCADO DE CRÉDITO EN LA PROVINCIA DE TUCUMÁN:  
ANÁLISIS Y PERSPECTIVAS**

**INFORME FINAL**

**COORDINADOR: LICENCIADO EMILIANO BASCO**

**COLABORADORES: LICENCIADO ARY KRIVOPISK**

**LICENCIADO FERNANDO SCOVOTTI**

**LICENCIADO CARLOS GUBERMAN**

**LICENCIADO MARTÍN CALVO**

**LICENCIADO NICOLÁS LITVINOFF**

**LICENCIADA ALINA DAHAN**

**DICIEMBRE DE 2005**

<i>Resumen ejecutivo</i>	4
<i>Actividad 1: Relevamiento de estudios económicos y financieros. Relevamiento de estadísticas financieras disponibles.</i>	6
<i>Actividad 2: Análisis del Contexto Macroeconómico nacional. Análisis del contexto macroeconómico en Tucumán.</i>	10
2.1 Contexto internacional	10
2.2 Contexto Macroeconómico Nacional	18
2.3 Contexto Macroeconómico De Tucumán	25
<i>Actividad 3: Perspectivas de la economía y proyecciones macroeconómicas para las principales variables.</i>	37
<i>Actividad 4: Análisis del financiamiento del sector privado argentino en el contexto global.</i>	42
4.1 Introducción	42
4.2 Financiación de los Mercados Emergentes	45
4.3 Financiamiento en Argentina en el contexto regional	52
4.4 Sistema Financiero	60
<i>Actividad 5: Evolución de depósitos, créditos y tasas del Sistema Financiero. Proyección de corto plazo de las principales variables monetarias del sistema financiero.</i>	73
<i>Actividad 6. Estado de situación patrimonial del sistema financiero. Análisis de fortalezas y debilidades: Ratios de rentabilidad, solvencia y liquidez.</i>	76
6.1 Introducción	76
6.1.1 Pasivos	77
6.1.2 Activo	78
6.2 Análisis de fortalezas y debilidades	82
6.2.1 Indicadores de Capital	82
6.2.2 Indicadores del Activo	84
6.2.3 Indicadores de Eficiencia	86
6.2.4 Indicadores de Rentabilidad	88
6.2.5 Análisis de la brecha estructural	91
6.2.6 Indicadores de Liquidez	92
6.3 Conclusiones sobre las fortalezas y debilidades del sistema	94
<i>Actividad 7. Análisis de las perspectivas de profundización financiera dada la situación existente. Propuestas de desarrollo sobre experiencias internacionales.</i>	96
7.1 Mercados de Capitales en Economías Emergentes	96
7.1.1 Introducción	96
7.1.2 Importancia del mercado de capitales	97
7.1.3 Fuentes de financiamiento locales	99
7.1.4 Desarrollos recientes del mercado de capitales local	100
7.1.5 Caracterización del mercado de capitales en la Argentina	101
7.1.6 Perspectivas	105
7.2 El grado de monetización en la Argentina	105
7.2.1 Introducción	106
7.2.2 La profundidad financiera en Argentina	106
7.2.3 Sugerencias para el incremento de la profundidad financiera	108

<i>Actividad 8: Análisis del crédito del sistema financiero en la provincia de Tucumán y comparación con otras provincias</i>	
<i>8.1 Análisis de la Oferta de Crédito Tucumán en relación a la Nación</i>	
<i>8.1.1 Comparación de jurisdicciones por categoría del sujeto de crédito</i>	113
<i>8.1.2 Perspectivas de corto plazo</i>	114
<i>8.2 El Crédito en la Provincia de Tucumán</i>	115
<i>8.2.1 Breve descripción por actividad</i>	119
<i>8.2.2 Descripción por categoría del sujeto de crédito</i>	121
<i>8.3 Análisis de la Oferta de Crédito en relación a provincias seleccionadas: Salta y Capital Federal</i>	122
<i>8.3.1 Descripción por actividad productiva</i>	125
<i>8.3.2 Comparación de jurisdicciones por categoría del sujeto de crédito</i>	128
<i>Actividad 9: Análisis de la situación patrimonial de los principales bancos que operan en la provincia.</i>	130
<i>9.1 Introducción</i>	130
<i>9.2 Evolución de los pasivos</i>	131
<i>9.3 Evolución de activos</i>	135
<i>9.4 Análisis de fortalezas y debilidades.</i>	138
<i>9.4.1 Indicadores de capital</i>	138
<i>9.4.2 Indicadores del activo</i>	139
<i>9.4.3 Indicadores de eficiencia</i>	141
<i>9.4.4 Indicadores de rentabilidad</i>	142
<i>9.4.5 Análisis de la brecha estructural</i>	144
<i>9.4.6 Indicadores de liquidez</i>	144
<i>9.5 Conclusiones sobre las fortalezas y debilidades de los principales bancos que operan en la provincia</i>	145
<i>Actividad 10: Análisis de la demanda de créditos de las familias, créditos para consumo e hipotecarios</i>	146
<i>Actividad 11: Análisis de la demanda de créditos de las empresas, el financiamiento de las actividades productivas.</i>	152
<i>11.1 Coyuntura del contexto macroeconómico nacional</i>	152
<i>11.2 Financiamiento Nacional</i>	156
<i>11.3 Provincia de Tucumán</i>	161
<i>Actividad 12: Estudio de fuentes alternativas de financiamiento.</i>	166
<i>12.1 Fideicomisos</i>	167
<i>12.2 Warrant</i>	171
<i>12.3 Factoring</i>	174
<i>12.4 El Forfaiting</i>	175
<i>12.5 Leasing</i>	178
<i>12.6 Sociedades de Garantía Recíproca</i>	179
<i>Actividad 13: Conclusiones</i>	183



## RESUMEN EJECUTIVO

El presente proyecto comenzó con la recopilación de la información existente de distintas fuentes, a los efectos de obtener los datos necesarios acerca de la economía y el sistema financiero desde los noventa hasta la actualidad, haciendo especial énfasis en la obtención de las últimas publicaciones disponibles. Para este punto resultó especialmente útil la base de datos del Banco Central de la República Argentina, quien lleva adelante el armado de series imprescindibles en el marco de la presente investigación.

Posteriormente, se procedió al análisis del contexto macroeconómico internacional, descendiendo luego a los niveles nacional y local (Tucuman). De esta manera se definió el marco en el cual se desempeña el sistema financiero actualmente, revisando el pasado reciente y esbozando potenciales escenarios futuros. Dentro de este ítem se realizaron proyecciones macroeconómicas para las principales variables, junto con proyecciones de depósitos, créditos y tasas del sistema financiero.

Seguidamente se efectuó el análisis de la forma de financiamiento del sector privado argentino, incluyendo el estado de situación patrimonial del sistema financiero a nivel agregado. Se definieron e investigaron las fortalezas y debilidades del sistema, utilizando los ratios más representativos como rentabilidad, solvencia y liquidez. Finalmente, en el análisis del sistema financiero, se discutió sobre las perspectivas de profundización financiera en base a la situación existente, realizando una serie de propuestas para el desarrollo del mismo.

A continuación se realizó el análisis de la oferta de crédito del sistema financiero en la Provincia de Tucumán, investigando los principales bancos locales. En primera instancia se analizó el peso relativo del sistema en la Provincia de Tucumán, comparándolo con los valores nacionales, de Salta y Capital Federal.

Una vez hecho esto, se efectuó el análisis de los principales bancos radicados en la provincia, evaluando la situación patrimonial de los mismos. Dentro del mismo se incluyó una comparación acerca de los escenarios posibles a tomar debido a los recientes movimientos observados en el mercado. Frente a la suspensión del Banco Empresario de Tucuman (por parte de la Superintendencia de Entidades Financieras), y la adquisición del mismo por parte del Banco Macro Bansud, se planteó un escenario acerca del impacto que tiene dicha fusión sobre los ratios analizados. Ahora bien, al momento de cierre del presente estudio el Banco Comafi, dueño del 75% del Banco del Tucumán, evaluaba la posibilidad de la venta del paquete al Banco Macro Bansud. Esta operación se daría en el marco de dos estrategias distintas seguidas por las entidades: en el caso del Comafi la venta se realizaría a los efectos de obtener fondos líquidos para posibles adquisiciones de otras entidades en Buenos Aires, mientras que el Banco Macro avanza sobre una estrategia de consolidación en el norte del país. De esta manera, el tercer

escenario presenta los valores agregados correspondientes a las tres entidades juntas (Macro Bansud, Empresario y del Tucumán).

El análisis de la demanda de crédito de los distintos agentes de la economía en Tucumán fue el paso siguiente en el estudio. Las familias, quienes demandan créditos para consumo e hipotecarios y las empresas, las cuales necesitan obtener crédito para el financiamiento del capital de trabajo e inversión, fueron examinadas respecto de su comportamiento pasado y presente en lo que a financiaciones del sistema financiero se refiere.

Como cierre del presente se evaluaron posibles fuentes alternativas de financiamiento, cuantificando algunos de los valores alcanzados por instrumentos utilizados en la actualidad (fideicomisos y warrants).

Finalmente, se redactaron las conclusiones.

## **ACTIVIDAD 1: RELEVAMIENTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS. RELEVAMIENTO DE ESTADÍSTICAS FINANCIERAS DISPONIBLES.**

A continuación se presentan los estudios económicos relevados para la confección del informe, así como las fuentes estadísticas utilizadas.

- *Ministerio de Economía y Producción de la Nación, La economía Argentina durante el primer semestre de 2005.*
- *Informe de coyuntura. Grupo de investigación económica (GIE), Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires, Segundo trimestre de 2005.*
- *Análisis de cadena alimentaria de aceite esencial de limón, Dirección Nacional de Alimentación.*
- *Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía y Producción.*
- *Dirección de Estadística y Control de Gestión. Dirección Nacional de Cuentas Nacionales. Estadísticas de productos industriales, INDEC.*
- *Empleo y Desempleo, Evolución de las principales tasas de la EPH continua, INDEC, julio de 2005*
- *Condiciones de vida, Indicadores de pobreza e indigencia, INDEC, julio de 2005*
- *Panorama Económico de la Provincia de Tucumán, Dirección Nacional de Programación Económica Regional, Ministerio de Economía y Producción de la Nación, Versiones 2001, 2002, 2003, 2004 y 2005.*
- *Comunicado de Prensa sobre los resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), Banco Central de la República Argentina, varias ediciones*
- *Informe de Inflación, Banco Central de la República Argentina, varias ediciones*
- *Boletín Estadístico, Banco Central de la República Argentina, Julio de 2005*
- *Revista Contexto, "El PBI de Tucumán es de 13 mil millones de pesos", Agosto de 2005*
- *Información estadística elaborada por la Dirección Provincial de Estadística de Tucumán ([www.tucuman.gov.ar](http://www.tucuman.gov.ar))*
- *Informe sobre los resultados del Indicador de Actividad (ICA-TUC), Centro de Investigaciones Económicas y Sociales del Norte (CIES-NORTE), UNSTA, Junio de 2005*
- *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues, International Money Fund, Septiembre 2004*

- *75th Annual Report, Bank for International Settlements, Anexo Estadístico, Junio 2005*
- *Capital Flows and Capital Market Crisis, Calvo Guillermo A, Journal of Applied Economics, Vol I, No. 1, 1988.*
- *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y El Caribe, CEPAL, 2004.*
- *Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects, Francisco Gallego y Norman Loayaza, Preliminary Versión, 1999.*
- *Global Financial Market Developments, International Money Fund, Capítulos II, III, IV y Anexo Estadístico, 2005.*
- *International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues, International Money Fund, Septiembre 2001.*
- *La Globalización de los Mercados Financieros, Gonzalez Sara y Mascareñas Juan, Universidad Complutense de Madrid, 1999.*
- *The Limits of Financial Globalization, Stulz Rene M, American Finance Association, 2005.*
- *Banco Central de la República Argentina ([www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar))*
- *Base de datos del IMF ([www.imf.org](http://www.imf.org)).*
- *International Financial Statistics, IMF ([www.imfstatistics.org](http://www.imfstatistics.org))*
- *Bolsa de Comercio de Buenos Aires ([www.bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar)).*
- *Centro de Economía Aplicada de Universidad de CEMA ([www.cema.edu.ar/cea/index.html](http://www.cema.edu.ar/cea/index.html))*
- *Instituto Argentino de Mercado de Capitales ([www.merval.sba.com.ar](http://www.merval.sba.com.ar)).*
- *Instituto Nacional de Estadísticas y Censos ([www.indec.gov.ar](http://www.indec.gov.ar))*
- *Superintendencia de Seguros de la Nación ([www.ssn.gov.ar](http://www.ssn.gov.ar)).*
- *Superintendencia de Administradoras de Fondos y Jubilación y Pensión ([www.safjp.gov.ar](http://www.safjp.gov.ar))*
- *Latinwatch, Servicio de Estudio Económicos, Segundo Trimestre 2005, Banco BBVA.*
- *Boletín de estabilidad financiera– BCRA.*
- *Informe sobre bancos– BCRA.*
- *Carta monetaria – Septiembre de 2005 – ABAPPRA*
- *Informe monetario mensual – Julio 2005 – BCRA.*
- *Estabilidad financiera, Indicadores microprudenciales – Septiembre 2005 – Centro de Estudios Monetarios Latinoamericano.*

- *Situación y perspectivas del sistema financiero argentino – Mayo 2005 – ABA.*
- *Emerging Stocks Markets -- Factbook 2000 -- Standard & Poor's*
- *Size and Structure of the Bond Market 2000 -- Merrill Lynch*
- *Stock Markets, A Spur To Economic Growth -- 1996 -- World Bank.*
- *Componente D: Las perspectivas de financiamiento de mediano y largo plazo – 2003 -- Jorge A. Todesca y Santiago Acosta Ormaechea.*
- *Desarrollo y transformación del mercado de capitales en la Argentina -- Boston Consulting Group -- Convención anual de ABA, Junio de 2001*
- *Reflexiones Sobre el Futuro del Sistema Financiero en Argentina -- UNLP y Secretaría de Finanzas – 2000.*
- *Las Posibilidades de Desarrollo del Mercado de Capitales y las PyMES. – 2001 -- Lerner C.*
- *Bases Para el Fortalecimiento del Mercado de Capitales en Argentina – 2001 -- Marx D.*
- *Desarrollo y Transformación del Mercado de Capitales de la Argentina - - Riera Antonio -- Convención anual de ABA 2001.*
- *El Uso de Instrumentos Derivados en Empresas no Financieras: El caso de la Argentina – 2000 -- Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato di Tella.*
- *Fortaleciendo la institucionalidad financiera en Latinoamérica – 2000 – Agosin, M.R , CEPAL.*
- *Globalización financiera, riesgo sistémico y control monetario en los países de la OCDE – 1995 -- Aglietta, M, Pensamiento iberoamericano, n° 27.*
- *Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización – 2001 -- Boyer, R., Revista de la CEPAL n ° 69.*
- *La experiencia de la apertura financiera en Argentina, Brasil y México – 2000 -- Penido de Freitas, M.C. y Magalhães Prates D., Revista de la CEPAL n ° 70.*
- *El sistema bancario argentino en los noventa: De la profundización financiera a la crisis sistémica – 1997 -- Rozenwurcel, G. y Bleger, L., Desarrollo económico Revista de Ciencias Sociales vol 31.*
- *Standard and Poor's. informe de calificación, Septiembre de 2005.*
- *Editorial de Fundación Mediterránea, Agosto de 2005.*
- *Situación y perspectivas del sistema financiero argentino – Mayo 2005 – ABA.*
- *"La Caixa", caja de ahorro y pensiones de Barcelona ([www.lacaixa.es](http://www.lacaixa.es))*



- *Asesoramiento Legal en Fideicomisos Financieros, Nicholson y Cano, 2004*
- *Subsecretaria de la Pequeña y Mediana empresa y Desarrollo Regional (www.sepyme.gov.ar)*
- *Puentenet Sociedad de Bolsa (www.puentenet.com)*
- *Fuente: Base de datos de la Secretaria de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos del Ministerio de Economía y Producción.*

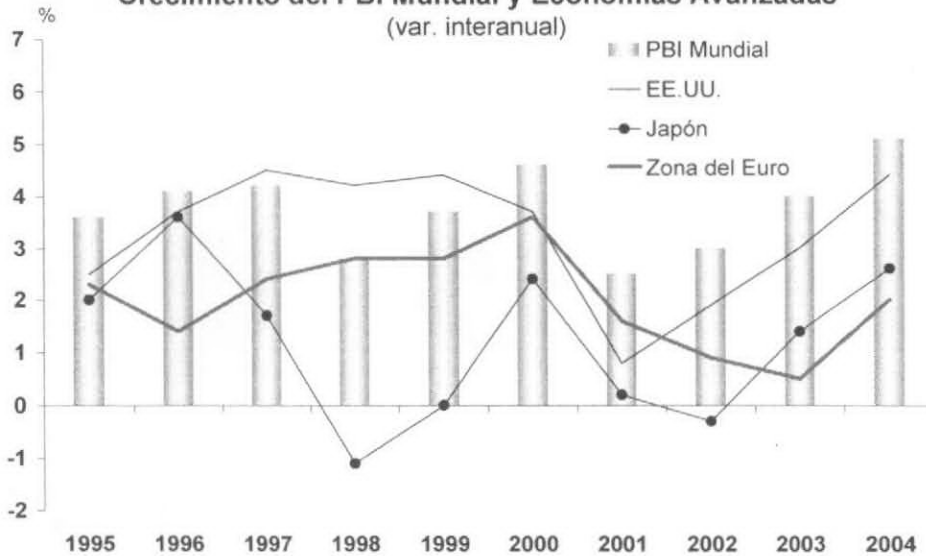
## ACTIVIDAD 2: ANÁLISIS DEL CONTEXTO MACROECONÓMICO NACIONAL. ANÁLISIS DEL CONTEXTO MACROECONÓMICO EN TUCUMÁN.

### 2.1 Contexto internacional

Durante los últimos años, el contexto internacional se ha caracterizado por una importante aceleración en el crecimiento de la economía mundial. En el período 1990-1995 el PBI mundial había registrado una expansión promedio anual (en términos reales) del 2,8%, para luego crecer en promedio al 3,9% anual durante el lustro posterior. Asimismo, en los últimos años se produjo un claro incremento en el ritmo de crecimiento de la economía mundial alcanzando una tasa del 5,1% anual en 2004, la mayor cifra que registra el PBI mundial, al menos, en los últimos 20 años.

**Gráfico II.1**

**Crecimiento del PBI Mundial y Economías Avanzadas**  
(var. interanual)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook, FMI

Al igual que lo observado durante el período 1995-2000, el crecimiento mundial de los últimos años fue liderado por EE.UU., economía que presentó una aceleración en la tasa de expansión durante los últimos cuatro años alcanzando un crecimiento del 4,4% en 2004 (mayor tasa de los últimos 6 años). Por su parte, aunque también mostraron cierto repunte en los últimos años, el crecimiento en la Zona Euro y en Japón resultó bastante más moderado, 2,0% y 2,6% en el último año respectivamente.

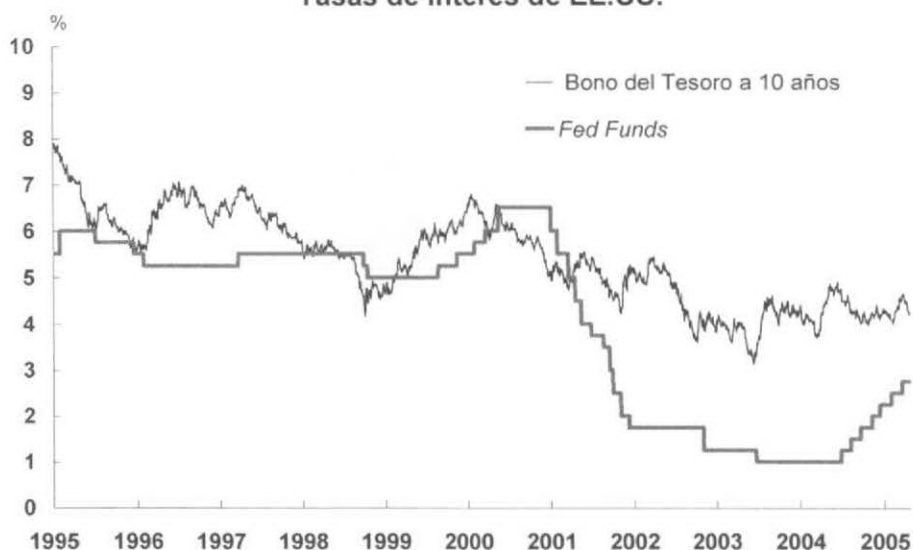
### Tasas de interés de referencia mundiales

En cierta medida, el robusto crecimiento económico presentado por la economía mundial, y por EE.UU. en particular, fue consecuencia de las políticas monetarias acomodaticias adoptadas en los últimos años por los países centrales. Es decir, del mantenimiento de las tasas de interés de

referencia por debajo de los niveles considerados "neutrales" (que no estimulan pero tampoco frenan la actividad económica).

La tasa de interés de referencia mundial (tasa de interés sobre los Fondos de la Reserva Federal de EE.UU.) se ha ubicado en el período 2002-2004 en los menores niveles de los últimos 10 años. De hecho, en el contexto de una política monetaria expansiva para alentar el débil crecimiento de la economía norteamericana (y sin apreciarse peligros de inflación en ese entonces) el Comité de Mercado Abierto Federal (FOMC, según sus siglas en inglés) mantuvo la tasa de los Fed Funds en 1,0% anual entre junio de 2003 y junio de 2004, el menor nivel observado durante los últimos 42 años. Consecuentemente, las tasas de interés de más largo plazo también exhibieron cifras moderadas en términos históricos. El rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano a 10 años llegó a ubicarse por debajo del 4,0% anual.

**Gráfico II.2**  
Tasas de Interés de EE.UU.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

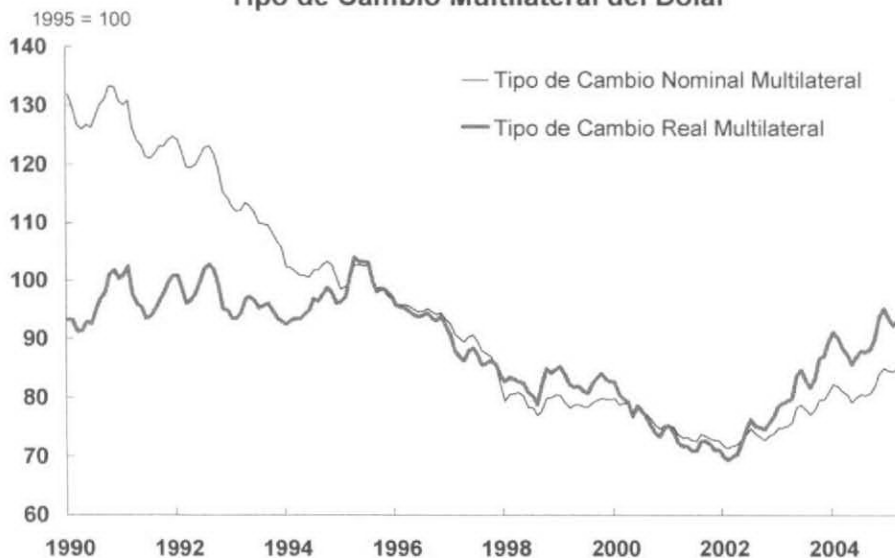
No obstante, a partir de mediados de 2004, y ante ciertas evidencias de recalentamiento de la economía norteamericana y de un punto de inflexión en la tendencia descendiente que venían exhibiendo los índices de inflación en EE.UU., la Reserva Federal de aquel país dió comienzo a un proceso gradual de ajuste al alza en la tasa de interés de corto plazo. Aún así, las tasas de largo plazo no mostraron aún un incremento significativo, siendo éste uno de los principales interrogantes, y a su vez riesgos, que se plantean hoy en día en la economía mundial (con especial relevancia para las economías emergentes). De hecho, en los primeros meses del año los mercados financieros han reflejado el temor acerca de que la Fed acelere el proceso de

suba de tasas (hasta el momento lo ha hecho en 25 puntos básicos en las últimas reuniones desde que inició el proceso de ajuste), plasmándose este hecho en un repentino incremento en las tasas de rendimiento de los bonos a 10 años que finalmente fue revertido ante la creencia por parte de los mercados de que el ajuste continuaría siendo gradual.

### Cotización del dólar en el mundo

Por otro lado, las bajas tasas de interés en EE.UU. vigentes en los últimos años, conjuntamente con el creciente déficit en cuenta corriente que presentó la economía norteamericana en ese período (en 2004 alcanzó un nivel máximo histórico equivalente al 5,7% del PBI), condujeron a una depreciación del dólar frente a las principales monedas fuertes del mundo (en particular respecto al Euro). Tras un período de 7 años de persistente apreciación, acumulando un fortalecimiento de 45% en términos reales con relación a una canasta amplia de monedas (ponderadas de acuerdo a la participación relativa en el comercio exterior de EE.UU.), en el período 2002-2004 el dólar perdió 25% de su valor. Sólo a partir de comienzos de 2005 ha revertido este último comportamiento, aunque hasta el momento la cotización del dólar en el mundo se ha caracterizado más por su volatilidad que por una tendencia bien definida.

**Gráfico II.3**  
Tipo de Cambio Multilateral del Dólar

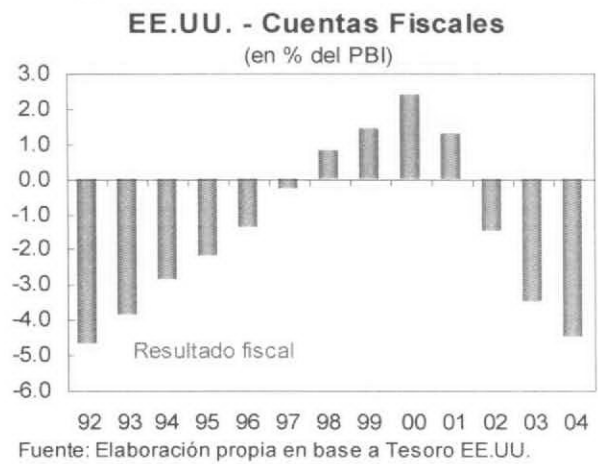
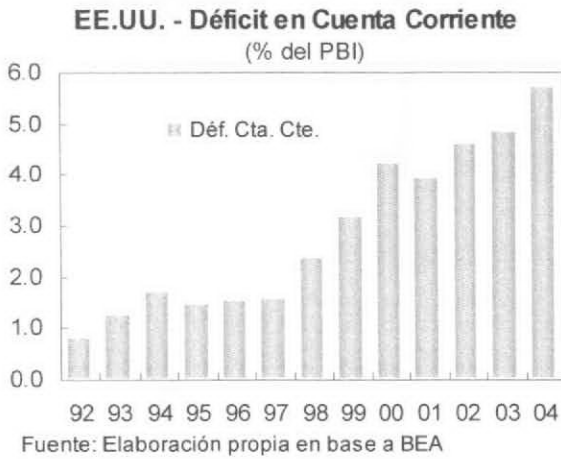


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de EE.UU.

En adelante, entre los factores principales que guiarán la futura tendencia del dólar cobra relevancia la evolución de los desequilibrios macroeconómicos en Estados Unidos. En este sentido, existe consenso acerca de que el principal desafío que enfrenta la economía norteamericana de cara al futuro es la reducción de estos abultados y persistentes desequilibrios en el ámbito

externo y fiscal, denominados "déficits gemelos", que actualmente alcanzan sus niveles máximos históricos (el déficit en cuenta corriente, como hemos mencionado, alcanzó el 5,7% del PIB en 2004 en tanto que el déficit fiscal ascendió al 4,5% del PIB).

### Gráficos II.4 y II.5

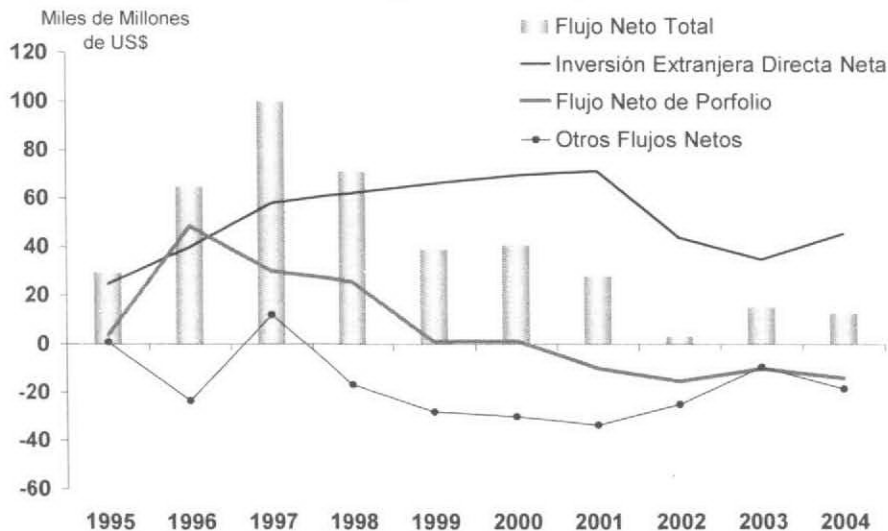


### Flujo de capitales hacia Latinoamérica

Por otro lado, dado los bajos rendimientos que presentaron los activos financieros en las economías centrales y la apreciable mejora que presentaron las variables fundamentales de la mayoría de las economías emergentes, en los últimos años se observó una recomposición (parcial) de los flujos de capitales hacia estos mercados, luego de que los mismos se desplomaran como consecuencia de la sucesión de crisis financieras que golpearon a los mercados emergentes en los años anteriores, período que culminó con la crisis Argentina en 2002 y por la crisis de confianza en Brasil en mediados de aquel año con el advenimiento de las elecciones presidenciales.

### Gráfico II.6

**Latinoamérica: Flujo Neto de Capitales Privados**



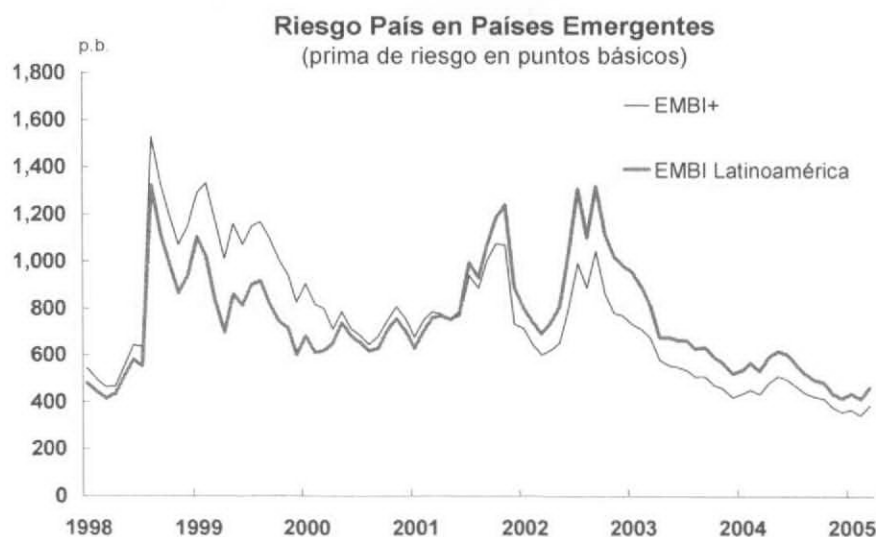
Fuente: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook, FMI

Particularmente, los flujos netos de capitales privados hacia Latinoamérica se incrementaron a un promedio de US\$14.000 millones durante los últimos dos años, tras haber alcanzado un mínimo de US\$3.300 millones en 2002. Aún así, estas cifras distan del promedio anual de US\$57.200 millones observado durante el período 1995-2000, aunque debe recordarse que aquel período estuvo caracterizado por un proceso de privatizaciones en buena parte de los países de la región, de manera que buena parte de la Inversión Extranjera Directa se dio bajo la forma de “cambio de manos”, en lugar de inversión genuina destinada a ampliar el capital productivo.

### Percepción de riesgo en mercados emergentes y Latinoamérica

Paralelamente, como consecuencia del incremento en los flujos de capitales hacia los países emergentes y el incremento de liquidez en los mercados financieros internacionales, la prima de riesgo exigida por los inversores internacionales en el rendimiento de los títulos de deuda pública de estos países se ubicó en niveles mínimos históricos. A su vez, dados los bajos niveles de tasas de interés en las economías desarrolladas, el costo total de endeudamiento de los países emergentes también se ubicó en cifras mínimas con relación a la historia reciente.

**Gráfico II.7**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de J.P. Morgan

Hacia fines de 2004, y luego de mostrar durante los dos años y medio anteriores una tendencia claramente decreciente, el riesgo país en economías emergentes (medido por el Emerging Markets Bond Index +, elaborado por J.P. Morgan) se ubicó en casi 350 puntos básicos, el mínimo nivel desde que se confecciona el índice. Por su parte, el riesgo país específicamente en Latinoamérica (EMBI Latam) también exhibió cifras mínimas, ubicándose en torno a los 400 puntos básicos. Con relación al promedio observado durante el

período 1998-2001, las cifras de riesgo país que exhiben actualmente los mercados emergentes en conjunto (así también como el sub-conjunto Latinoamérica) representan una merma del orden de los 400 puntos básicos. Asimismo, dado los episodios de crisis ocurridos en el lapso mencionado anteriormente, los mercados de deuda emergente mostraban una mayor volatilidad en comparación con la actualidad.

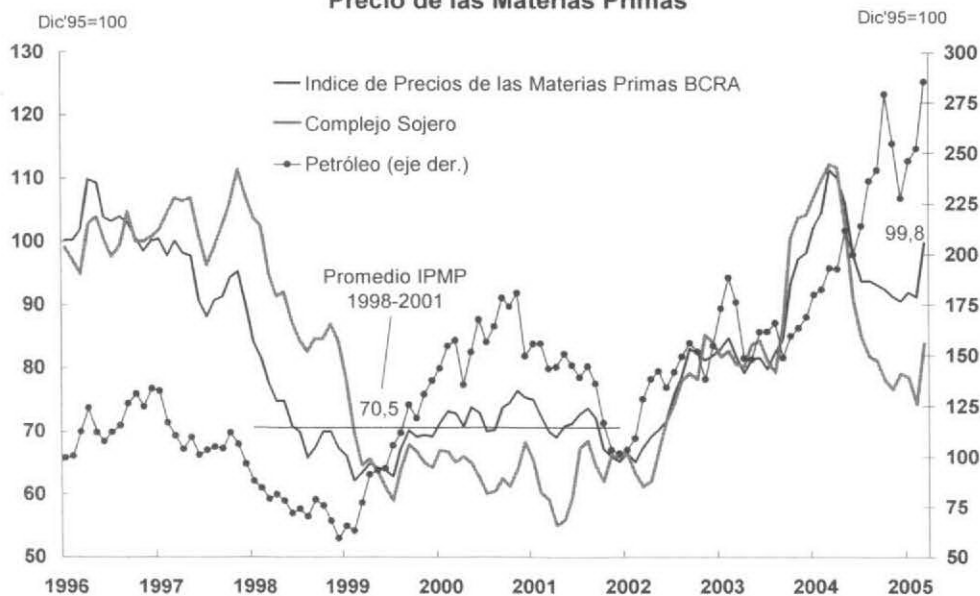
### Precio de materias primas

Otro de los factores que benefició a los países de la región en los últimos años, y a Argentina en particular, fue el marcado aumento que registraron los precios de las materias primas (*commodities*) en el período 2002-2004 producto, entre otras cosas, de las bajas tasas de interés en las economías centrales, la depreciación real del dólar contra otras monedas fuertes y el vigoroso crecimiento económico de los países demandantes de estos productos (en particular China).

No obstante, tras haber alcanzado niveles máximos en abril de 2004 (comparable al pico anterior observado en mediados de 1996), los precios de las materias primas relevantes para la Argentina experimentaron un fuerte retroceso durante el segundo semestre del año pasado, aunque volvieron a recuperar parte de esa pérdida en los primeros meses de 2005. A fin del primer trimestre, los precios medios de los commodities exportados por Argentina (ponderados de acuerdo a su participación dentro de las exportaciones) se ubicaban un 41,5% por encima del promedio de 1998-2001, período que se había caracterizado por los bajos precios de los commodities.

### Gráfico II.8

Precio de las Materias Primas



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA y Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos, Ministerio de Economía

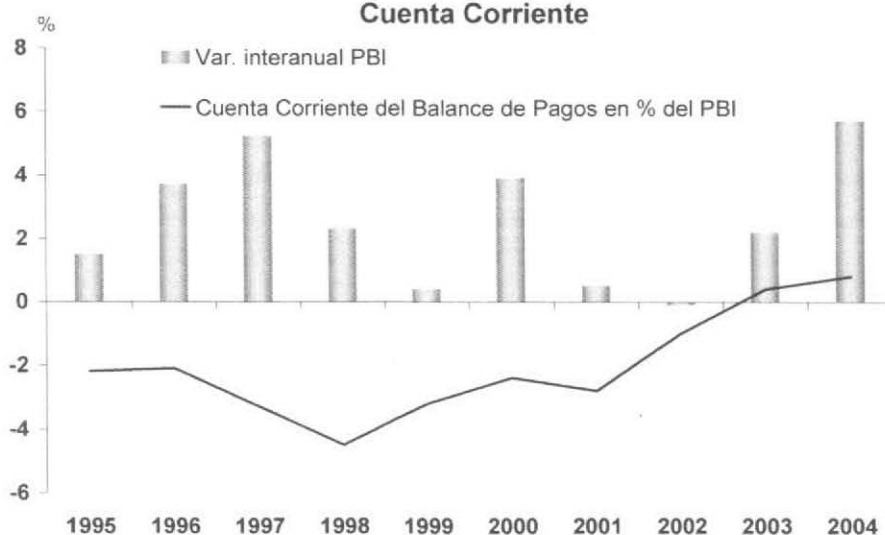
De todos modos, no todos los commodities presentaron un comportamiento similar en sus precios en el último año. Mientras que la baja del precio medio de las materias primas exportadas por Argentina tuvo su origen en la caída de los productos agrarios (en particular, aquellos del complejo sojero), el precio del petróleo mantuvo una tendencia claramente alcista, superando en términos nominales de manera reiterada los precios máximos históricos, aunque con una marcada volatilidad. Entre los factores que explican este comportamiento se destacan la restricción de la oferta consecuencia de la falta de inversión (en los principales países productores, claro está), la debilidad que manifiesta el dólar en el mundo y la reducción de inventarios, en un contexto en que la demanda de combustible se incrementó por encima de lo previsto a causa de condiciones climáticas adversas prevalecientes en el hemisferio norte.

### Crecimiento en la región

Sin duda, el contexto internacional que prevaleció durante los últimos dos años pavimentó el camino para que la región pudiera recuperar un buen crecimiento. En efecto, luego de dos años en los cuales el PIB de Latinoamérica en conjunto se mantuvo prácticamente estancado, en el período 2003-2004 la región mostró un marcado repunte. En 2004, el PIB de Latinoamérica alcanzó una variación anual del 5,7%, la mayor tasa de expansión que se observó desde 1980. No obstante, para ponerlo en términos relativos, debe recordarse que varios de los países de la región vienen de un período de recesión y/o caída en sus niveles de actividad económica.

**Gráfico II.9**

**Latinoamérica: Crecimiento del PBI y Cuenta Corriente**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del World Economic Outlook, FMI



Por otra parte, obedeciendo al hecho de que varias de las economías experimentaron en los años previos una contracción en la demanda interna (y consecuentemente en sus importaciones), lo que ha caracterizado a este nuevo ciclo de expansión es que se ha dado acompañado de una mejora en la cuenta corriente. En 2004, el saldo en cuenta corriente del balance de pagos para Latinoamérica en su conjunto ascendió a US\$15.900 millones o 0,8% del PIB de la región, distanciándose del déficit promedio de US\$56.000 millones o 2,9% del PIB observado en el período 1995-2001, el cual contribuía a la vulnerabilidad a estas economías.

## Perspectivas

Existe consenso acerca de que el particular contexto internacional que benefició a las economías emergentes durante los últimos dos años difícilmente se repita en los años venideros. De hecho, el cambio de sesgo en la política monetaria de EE.UU., bajo la cual se inició un proceso de alza en las tasas de interés (y que se espera que continúe), ya ha comenzado a reflejarse en los mercados emergentes. Un mayor rendimiento en las economías desarrolladas incidirá negativamente en los flujos de capitales hacia los países emergentes y Latinoamérica particularmente, afectando negativamente los spreads de rendimiento y el costo de endeudamiento externo de la región. Asimismo, también para el mundo en su conjunto se prevé un menor crecimiento luego de la excepcional tasa de expansión observada en 2004 (entre otros factores, incidiría el cambio en la política monetaria de los países centrales y el elevado precio que se espera mantenga el petróleo en el mediano plazo).

**Cuadro II.1**  
**Contexto Internacional: Principales Variables Económicas**

	2003	2004	2005 (p)	2006 (p)
<b>Crecimiento del PBI</b> <b>(variación % anual)</b>				
Mundo	4.0	5.1	4.3	4.4
EE.UU.	3.0	4.4	3.6	3.6
Zona del Euro	0.5	2.0	1.6	2.3
Japón	1.4	2.6	0.8	1.9
Latinoamérica	2.2	5.7	4.1	3.7
<b>Saldo de Cuenta Corriente</b> <b>(en % del PBI)</b>				
Latinoamérica	0.4	0.8	0.2	-0.5
<b>Tasas de Interés</b> <b>(en % anual fin de período)</b>				
Fed Funds	1.00	2.25	4.00	5.00
<b>Precio del Petróleo</b> <b>(US\$ por barril)</b>				
West Texas Intermediate	31.2	41.2	44.3	38.5

Fuente: Elaboración propia en base a World Economic Outlook, FMI y BBVA

No obstante, debe recordarse que las primas de riesgo de los títulos de deuda de las economías emergentes, y de Latinoamérica en particular, alcanzaron a fines de 2004 niveles mínimos históricos, de manera que aún con el deterioro (moderado) que se prevé en estos indicadores, los nuevos niveles en los cuales se ubicarían continuarían siendo favorables para la región. Además, los países de Latinoamérica se encuentran en una posición mucho más sólida (en términos de cuenta corriente del balance de pagos y de las cuentas fiscales) que permitiría enfrentar de mejor manera los cambios que se esperan. Con todo, el contexto internacional continúa siendo favorable al crecimiento y a la estabilidad de la región.

## **2.2 Contexto Macroeconómico Nacional**

El análisis de la evolución de la macroeconomía nacional contribuye a determinar diferentes factores que han tenido un impacto diferencial sobre las economías regionales en Argentina. La situación particular de la Provincia de Tucumán no ha escapado a las generalidades del proceso de cambio estructural que atravesó todo el país desde la década de 1980 hasta la actualidad. En consecuencia, dado que la contextualización del entorno nacional permitirá una mejor evaluación de la situación provincial, a continuación se presenta un repaso de la evolución económica nacional desde la década pasada hasta la actualidad.

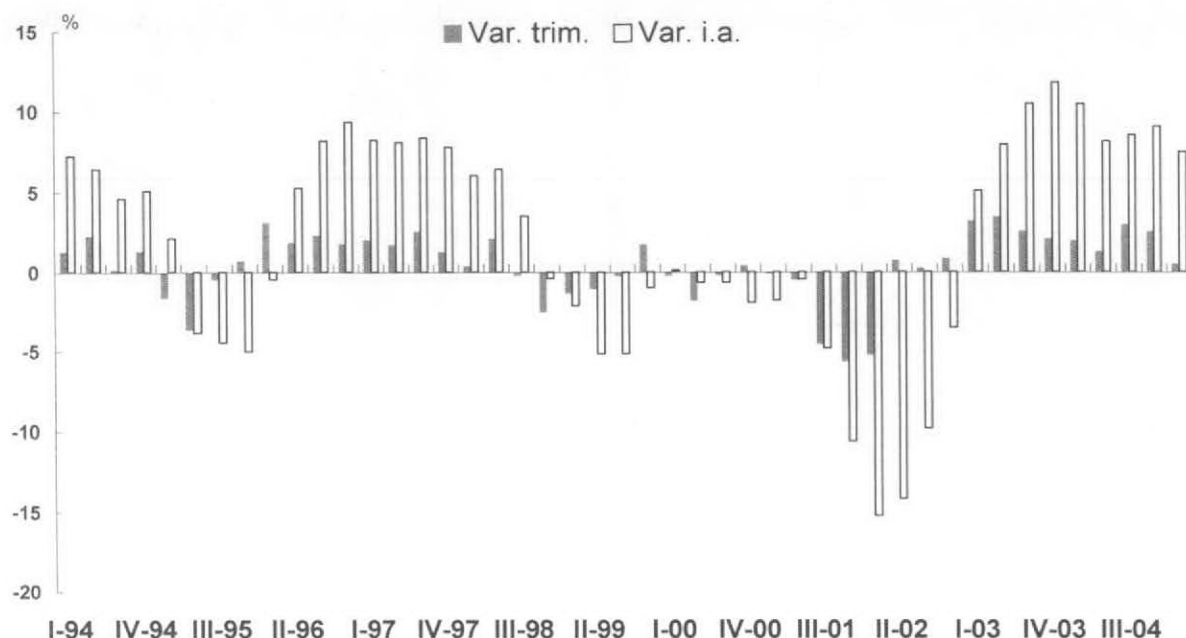
Se comienza con la evolución del PIB en los últimos 15 años, seguida por la situación del empleo a nivel nacional que acompañó las transformaciones productivas del período. Posteriormente, se analizan algunas variables relacionadas al sistema financiero como son las tasas activas y pasivas, dando lugar para el análisis de las variables relacionadas al contexto internacional como resultan el tipo de cambio y los flujos de comercio y capital.

Finalmente, se describe la evolución de los precios de la economía, por ser en gran medida un correlato de todas las variables anteriores.

La economía argentina ha presentado un comportamiento errático a lo largo de su historia en cuanto a crecimiento se refiere, situación que resultó agravada a partir de la década de 1970. Distintos desajustes macroeconómicos marcaron el comienzo y el final de períodos breves de crecimiento del PIB en términos reales, siendo uno de estos episodios el proceso hiperinflacionario de 1989, con un rebrote en 1990, circunstancias estas que resultaron determinantes en la imposición de un régimen cambiario como fue la Convertibilidad.

## Gráfico II.10

### Producto Interno Bruto (s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Este esquema, caracterizado por un conjunto de limitaciones en cuanto a grados de libertad para realizar política económica, fundamentalmente sobre la monetaria, permitió que en el período de su vigencia la economía se expanda en promedio 3,1% anual en términos reales, cifra que se eleva a 5,4% si solo se consideran los años que van entre 1991 y 1998.

La configuración productiva nacional se fue transformando a lo largo de la década de 1990, pasando de una economía cerrada con una alta participación del Sector Público dentro de la actividad económica, no solo en su rol fundamental como regulador, sino también como productor de bienes y servicios. La crisis de finales de los '80 produjo una clara oportunidad política para realizar los cambios económicos que se sucedieron.

Las principales modificaciones que se realizaron fueron la privatización en forma masiva de las empresas productoras de bienes públicos, el traspaso de un sistema de seguridad social únicamente público a uno mixto y la apertura de la economía a los flujos internacionales de comercio y de capital, factores que determinaron una transformación radical la estructura productiva y social.

En particular, la búsqueda de mejorar la eficiencia productiva local motivó la apertura, en cierta medida indiscriminada, a los flujos de comercio internacionales situación que implicó una fuerte reducción en la cantidad de empresas que conformaban el tejido productivo nacional, con un claro correlato por el lado del desempleo.

Así, mientras la evolución del PIB marcaba cifras promedio superiores al 5% anual, el desempleo trepaba hasta niveles de dos dígitos, llegando a un pico de 18,4% en 1995, determinando un promedio durante la vigencia de la Convertibilidad de 13,4%, cifra muy superior al 4,7% promedio de las dos décadas previas.

**Gráfico II.11**  
Tasa de desocupación



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Por su parte, el contexto financiero internacional desde mediados de la década de 1990 comenzó un proceso de inestabilidad que impactó en forma importante sobre las economías emergentes, comenzando con la crisis del Tequila en 1994, siguiendo con la del Sudeste asiático en 1997 y la rusa de 1998. Así, a pesar de haber logrado sobrepasar esas crisis, la interrupción de los flujos internacionales de capital contribuyó a un progresivo deterioro del contexto macroeconómico nacional.

Iniciada la recesión sobre el tercer trimestre de 1998, el PIB acumuló una caída de 8,6% hasta finales de 2001, momento en que una mezcla de vulnerabilidad en el sistema financiero, malas decisiones de política económica, debilidad política del gobierno de turno y un contexto internacional más adverso, precipitan una de las peores crisis económico-social de la historia argentina.

En 2002 el PIB se contrajo 10,9% en términos reales, la caída más importante de la historia nacional, el desempleo trepó a 22,5% de la Población Económicamente Activa y los precios tienen una suba de 67% entre puntas (27% promedio) y una depreciación del tipo de cambio nominal frente al dólar americano que tuvo un pico de 287% a finales de junio.

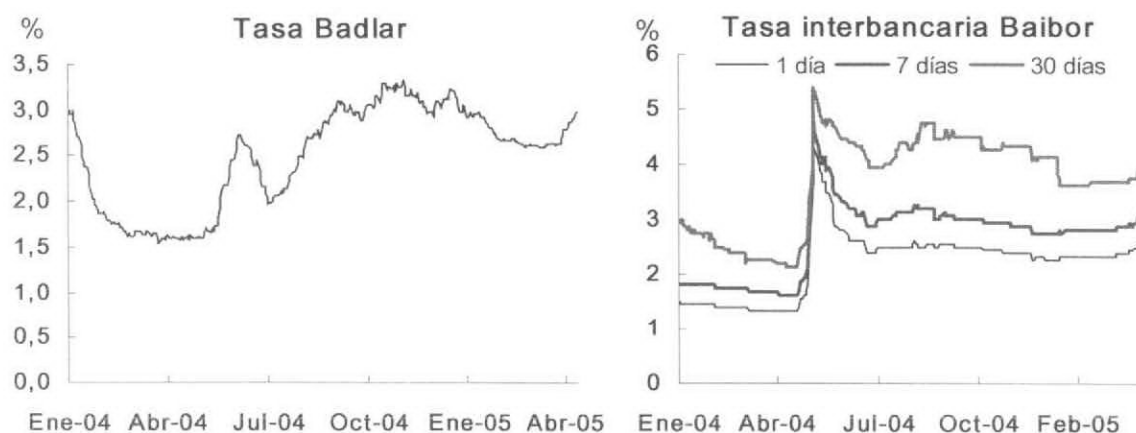
En efecto, la ruptura del régimen de convertibilidad y la consecuente devaluación que sobrevino determinaron un abrupto cambio en precios relativos, producto de la menor escalada que registraron los precios internos.

En este contexto, comenzó un proceso de reconfiguración productiva, marcado por una incipiente sustitución de importaciones, a lo que se sumó una suerte de boom exportador fomentado por la mejora del contexto internacional, fundamentalmente para los productos agropecuarios.

Así, lo que comenzó como un rebote hacia finales de 2002, se fue consolidando en un nuevo período de crecimiento del PIB a tasas de 9% real anual en 2003 y 2004, sentando las bases para que las expectativas de expansión del Producto en el corriente año se sitúen en torno a 7% en términos reales.

### Gráfico II.12

#### Tasas de interés domésticas



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Por otro lado, el contexto macroeconómico tiene una variable que resulta de suma importancia para la comprensión de la evolución del mismo y esta variable es la tasa de interés que rige en los mercados. Realizar un análisis sobre la situación de las tasas de interés en Argentina resulta más complejo que cuando el mismo se realiza en el contexto internacional. La razón principal es que no hay tasas de referencia comúnmente aceptadas y de manera reciente, el Banco Central de la República Argentina inició el camino hacia la consolidación de una tasa de referencia.

Adicionalmente, el acontecer de la crisis financiera local de 2001 y el *default* de la deuda pública, dificultan aún más el análisis ya que gran parte de los movimientos que se observaron en las tasas de interés en períodos recientes responden a situaciones intrínsecas al sistema local por los resabios de la crisis de confianza que atravesó el sector bancario, quedando casi completamente aislado de la situación internacional.

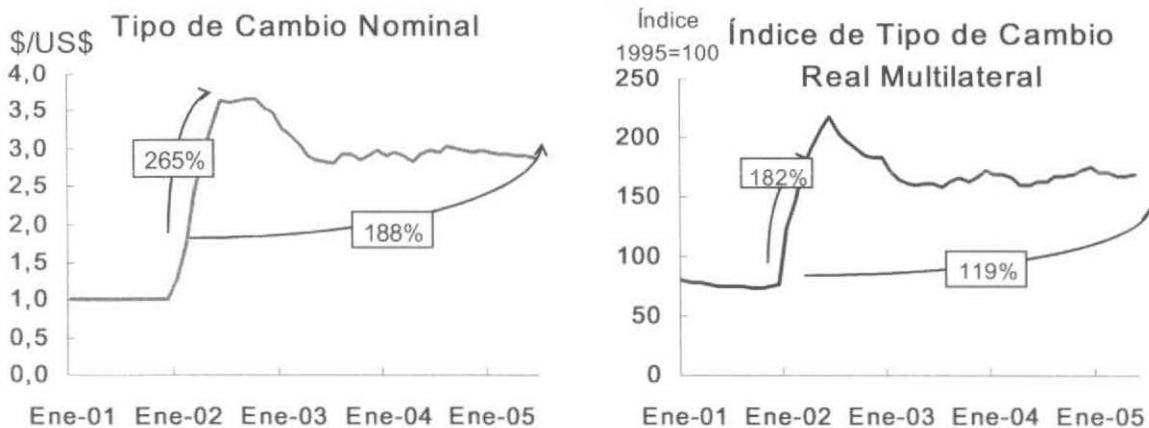
No obstante, una noción aproximada a la situación local se puede realizar mediante el análisis de dos tipos de interés que al menos resultan representativos de las tendencias generales de las tasas en la economía nacional como son las tasas Badlar (tasa pasiva) y Baibor (tasa interbancaria).

Como se puede apreciar en el gráfico N° 12, tras un proceso de lenta normalización del contexto macroeconómico, desde 2004 las tasas mostraron un comportamiento relativamente estable, manteniéndose en niveles relativamente bajos en términos absolutos y más aún reales.

Factores estacionales determinaron los saltos que se observan entre mayo y junio de 2004, principalmente por la acumulación de vencimientos impositivos que determinó una serie de problemas de liquidez en algunas entidades financieras, lo que empujó las tasas que debieron pagar los bancos como medio de hacerse de los fondos necesarios para subsanar esa circunstancial falta de dinero.

Desde comienzos de 2005, de manera más alineada al contexto internacional, aunque con algún componente idiosincrático como la incipiente aceleración en la inflación y las crecientes necesidades de esterilización del BCRA producto de la política de intervención en el mercado de cambios, las tasas inician un ciclo alcista, aunque aún se mantienen en niveles bajos.

**Gráfico II.13**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Por otra parte, la economía nacional ha sido históricamente dependiente de la situación cambiaria. Al ser una economía dependiente de los flujos internacionales de capital, el análisis de la evolución del tipo de cambio resulta más que relevante.

En este sentido, cabe destacar que tras pasar diez años de paridad uno a uno entre el peso y el dólar norteamericano (con un paso por una canasta de monedas junto al euro que no se logró efectivizar por las condiciones que debían imperar para que ésta entrara en vigencia), desde 2002 rige un tipo de

cambio flotante, aunque signado por una persistente intervención por parte del Gobierno por medio de la Tesorería y el BCRA por limitar el valor del peso en torno a 3\$/US\$.

Si bien este valor podría presentarse como arbitrario, los acontecimientos que se sucedieron a la ruptura de la Convertibilidad implicaron que la tasa de cambio en algún momento llegue a ubicarse cerca de 4\$/US\$, revirtiéndose este valor para mantenerse desde septiembre de 2004 por debajo de 3\$/US\$.

En el entre tanto, la estructura económica nacional vio alterada su composición, verificándose una mayor orientación hacia la producción nacional y la exportación, en comparación con la década previa, situación propiciada por el importante cambio en los precios relativos y, fundamentalmente en los términos del intercambio, que implicó tamaña devaluación del peso.

En consecuencia, mantener el nivel actual del tipo de cambio resulta una de las políticas prioritarias desde la óptica oficial, en la visión de que en el valor actual resulta "competitivo" para la producción nacional y así, cuando el contexto internacional mostraba una importante devaluación del dólar frente a las principales monedas del mundo, el peso se mantuvo relativamente estable, acompañando la pérdida de valor frente al euro y al yen, entre otros.

Sin embargo, si se quiere evaluar de una manera más apropiada la situación de competitividad relativa de Argentina con sus socios comerciales, una medida más relevante a este fin resulta el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM).

Tomando como referencia el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM) que elabora el BCRA, la competitividad de la producción argentina desde la salida de la Convertibilidad aumentó 120%, pasando por un máximo de 182% en junio de 2002, lo que implica una importante ventaja competitiva frente a la situación vigente en la década de 1990.

La conjunción de la situación de tasas de interés y tipo de cambio permiten dar lugar a un breve comentario respecto a la evolución que se viene dando respecto a los flujos de capitales.

En efecto, desde mediados de 2004 comenzó a vislumbrarse un cambio de tendencia en los movimientos de capitales entre Argentina y el resto del mundo, producto de los progresos realizados en pos de la conclusión de las negociaciones por la reestructuración de pasivos públicos y privados.

De esta forma, mientras en 2002 y 2003 la acumulación de grandes niveles de superávit de cuenta corriente permitieron financiar la salida de capitales de la economía, a partir del año pasado comenzó un proceso de normalización del sector externo marcado por un fuerte crecimiento en la importación de bienes y servicios (39,8% interanual) acompañado por un moderado desempeño exportador (8,2% interanual) con la consecuente reducción en el superávit comercial (pasó de US\$14.732 millones en 2003 a US\$9.492 millones en 2004).

No obstante, la acumulación de reservas continuó en la misma tendencia de los períodos previos ya que esta reducción del ingreso de divisas por comercio fue siendo complementado paulatinamente por una menor salida de capitales y hacia fines de 2004 y comienzos de 2005 comienza a registrarse un ingreso neto de divisas por la cuenta capital.

En efecto, tras la crisis que implicó la cesación de pagos oficial y la fuerte devaluación de la moneda local, las empresas y el sector público se embarcaron en procesos de reestructuración de sus pasivos. Tanto en el sector oficial como en el privado, la rapidez y resultados de estas renegociaciones han sido diversas y aún resta por definir la situación de algunas empresas y Gobiernos provinciales (principalmente la Provincia de Buenos Aires, por la magnitud de la operación).

No obstante, en la medida que la resolución de la renegociación de la deuda pública nacional se fue vislumbrando, comenzaron a surgir una serie de oportunidades financieras que no pasaron desapercibidas para los inversores globales.

Adicionalmente, este ingreso de divisas resultó un factor adicional para la apreciación del tipo de cambio, siendo solo contrarrestado por la férrea decisión del Gobierno Nacional de mantener el valor del dólar cercano a tres pesos por unidad y de manera reciente, se adoptaron medidas tendientes a reducir la volatilidad del mercado y atenuar la vulnerabilidad frente a los capitales de corto plazo, imponiendo encajes a los ingresos de fondos con fines especulativos.

Si bien aún resulta pronto para determinar la efectividad de la medida, no habría mostrado impacto en términos cuantitativos sobre los movimientos de capitales entre Argentina y el resto del mundo.

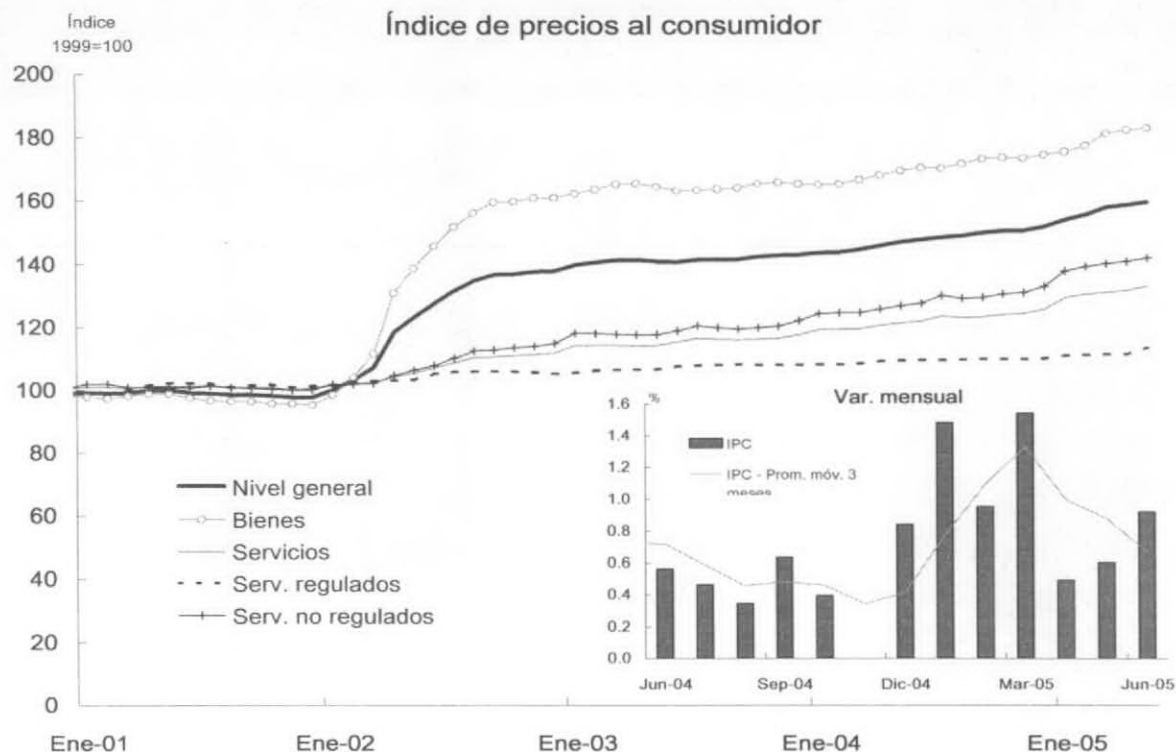
Por último, la salida de la Convertibilidad implicó una serie de ajustes en precios relativos. Tras una rápida escalada inicial, los precios comenzaron a ubicarse en una tendencia de crecimiento moderado, mostrando una leve aceleración en los meses más recientes.

De todas formas, el reacomodamiento de precios aún no ha sido completo ya que restan determinarse los ajustes en las tarifas (y los nuevos marcos regulatorios) de la mayoría de los servicios públicos privatizados. Así, tras tres años de la devaluación y por diferentes circunstancias, la decisión oficial al respecto aún no está dada y difícilmente se resuelva antes de finales de 2005, dejando que persistan presiones inflacionarias para el próximo año.



### Gráfico II.14

#### Índice de precios al consumidor



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

En efecto, como se puede apreciar en el Gráfico N° 14, el componente del Índice de Precios al Consumidor (IPC) que más rezagado se mantiene es el correspondiente a los Servicios Regulados que acumularon un incremento de 13% desde finales de 2001 contra 64% del nivel general.

Un factor importante a tener en cuenta es que el impacto no se limita al bolsillo del consumidor, sino que también es una expectativa de aumento de costos de la producción, lo que añadiría mayor incertidumbre sobre la trayectoria futura de los precios en la economía.

Así, para el corriente año las estimaciones del sector privado ubican la inflación anual en torno a 10% contra una banda entre 5% y 8% que inicialmente había fijado el BCRA, las cifras para 2006 se encuentran más alineadas a las metas de política de la autoridad monetaria, aunque como se comentara, la resolución de los acuerdos tarifarios del sector regulado y la política cambiaria que propicie el Gobierno resultarán factores importantes para la evolución de los precios en los meses y año que vienen.

### 2.3 Contexto Macroeconómico De Tucumán

El análisis del contexto macroeconómico de la Provincia de Tucumán resulta parte fundamental de cualquier diagnóstico sectorial que se quiera realizar. En particular, al estar embarcados en un estudio sobre la realidad y perspectivas de la situación crediticia en la provincia, la situación económica en que se

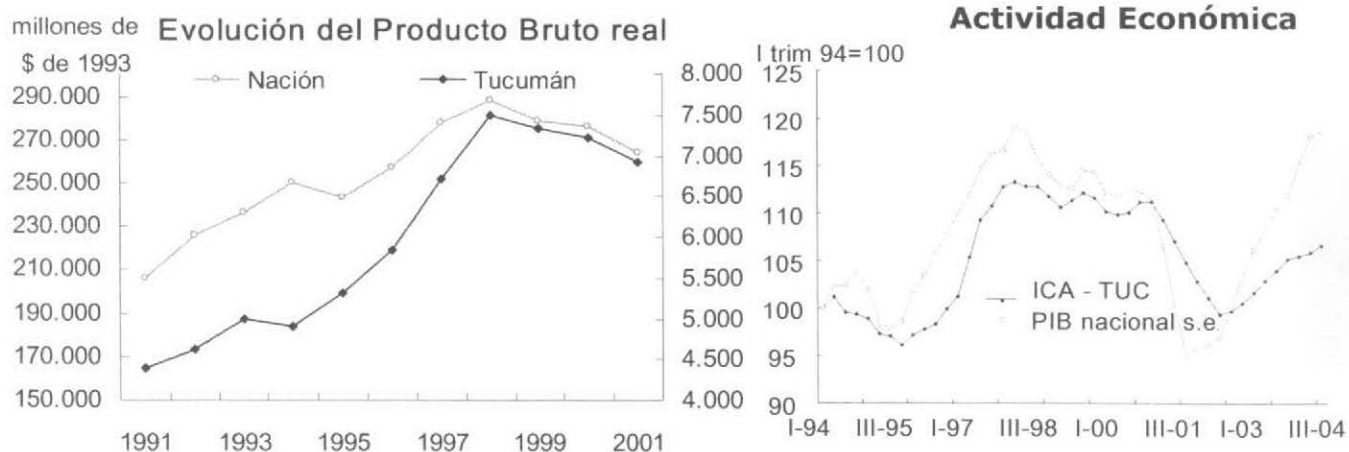
encuentra inmersa la misma resulta una pieza clave para comprender el posible desarrollo de la actividad financiera.

A continuación se presenta una descripción de las principales variables macroeconómicas de la provincia, tomando una perspectiva desde la década pasada hasta la actualidad de modo de determinar los cambios que ocurrieron como consecuencia de las diferentes políticas económicas implementadas a nivel nacional.

Se comienza con una descripción de la evolución del Producto Bruto Geográfico (PBG) y la actividad económica en general, seguido del comportamiento de los indicadores laborales y de pobreza, dando lugar al análisis de la evolución de los precios al consumidor. Posteriormente se presenta información sobre las exportaciones provinciales para cerrar con un comentario sobre la situación de algunos sectores particulares de la economía tucumana.

El PBG de la Provincia de Tucumán ha evolucionado de forma relativamente similar a la del PIB nacional. Si bien se verifican diferencias en las magnitudes de las tasas de crecimiento real, son escasos los años en los que las variaciones de ambos indicadores muestran signos diferentes.

**Gráfico II.15**



Fuentes: Elaboración propia en base a datos de INDEC, CIES-NORTE y UNSTA

Durante la década de 1990, se registró un proceso sostenido de crecimiento tanto a nivel nacional como provincial, permitiendo que la economía tucumana se expanda a un promedio de 5% anual. Iniciada la recesión a nivel nacional, la situación económica en Tucumán comenzó a evidenciar los mismos signos de desaceleración, aunque con algún rezago, verificándose una contracción menor en los niveles de actividad respecto a lo ocurrido en el agregado nacional.

Además, la salida (o el “rebote”) de la profunda crisis iniciada hacia finales de 2001 se produjo tres trimestres después que lo que muestran las cifras agregadas para toda Argentina, con lo cual la duración de la depresión fue igual que la nacional.

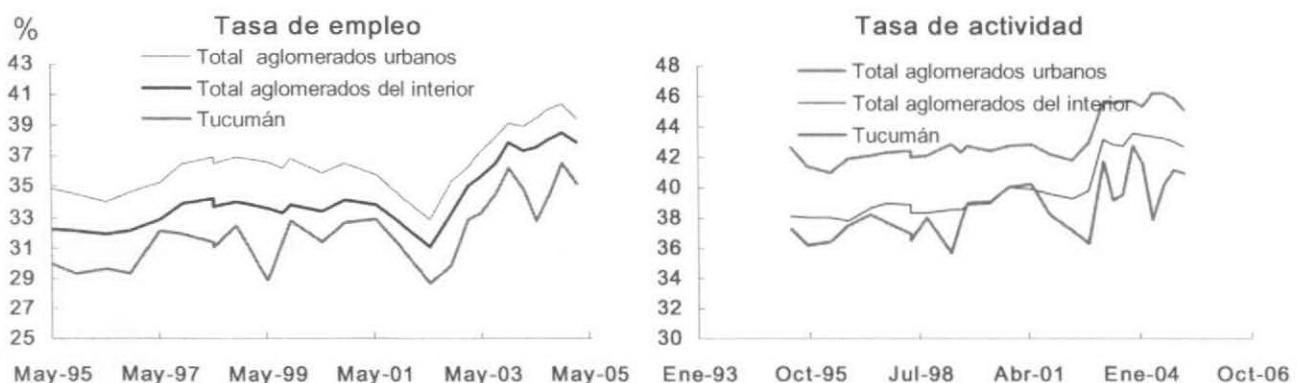
De acuerdo a las estimaciones del Índice de Actividad Compuesta de Tucumán<sup>1</sup>, la actividad económica de la provincia viene creciendo a tasas más lentas que las evidenciadas en el total del país. En efecto, los movimientos en los indicadores de actividad reflejan que el ciclo suele estar más acotado en la provincia respecto a lo acontecido a nivel nacional, presentando menores caídas en las etapas recesivas, pero con recuperaciones que también resultan más lentas.

Así, mientras a nivel nacional la actividad económica ya se encuentra en los niveles máximos históricos (el PIB supera el nivel a precios constantes de 1998), en Tucumán aún no se ha recuperado este nivel ya que el máximo registrado en 1998 aún está 6 puntos porcentuales por encima de los valores actuales.

Sin embargo, las tasas de crecimiento que registra el ICA-TUC se ubican por encima de lo que se considera la tendencia de crecimiento de largo plazo de la economía provincial, lo que permite ser optimista respecto a la perspectiva para el corriente y el próximo año.

Por su parte, el análisis de diferentes indicadores socio-económicos de la provincia revela el correlato del desenvolvimiento de la actividad económica. Así, la tasa de actividad para el aglomerado urbano considerado para describir la situación laboral de Tucumán, el área Gran Tucumán y Tafí Viejo (GT-TV), se ha mantenido de manera persistente por debajo del total de los aglomerados urbanos del interior, mostrando además una mayor volatilidad que estaría asociada al ciclo de actividad del sector azucarero.

**Gráfico II.16 y II.17**  
**Indicadores de empleo**



Nota: a partir de 2003 los datos corresponden a la EPH continua  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

<sup>1</sup> El ICA-TUC es un indicador sintético de actividad construido por el Centro de Investigaciones Económicas y Sociales del Norte (CIES-NORTE), UNSTA.

Asimismo, tras un prolongado período en que la desocupación se mantuvo por arriba de 15%, con un pico de 23% en el primer trimestre de 2002, la tasa de desempleo comenzó a descender de forma más significativa a partir del primer trimestre de 2003, con una marcada caída entre el primer y segundo trimestre de ese año, situación que podría estar asociada, en parte, a la incidencia de los planes de empleo (en particular el Plan Jefas y Jefes de Hogar) y en cierta medida a la generación de nuevos empleos ya que la tasa de actividad se mantuvo dentro de los valores observados en los 2 últimos años.

En la última medición de la EPH continua correspondiente al primer trimestre de 2005, la tasa de desempleo en el GT-TV se ubicó en 14,2%, es decir 2,3 p.p. por debajo de la alcanzada en igual trimestre del año anterior. A pesar de esta importante mejora en la desocupación, persiste un peor desempeño al del total de los aglomerados urbanos del interior ya que la baja del desempleo en el total de 28 aglomerados urbanos fue 3,0 p.p.. Sin embargo, no hay que perder de vista la distorsión que genera sobre las estadísticas de empleo el ciclo de la caña de azúcar, ya que el primer y segundo trimestre del año corresponde a los períodos en que no se realiza la zafra.

Por otra parte, la desmejora ocurrida a lo largo de la década de 1990 en los indicadores laborales, sumada a la profundidad de la crisis iniciada a finales de 2001, tuvo un correlato evidente por el lado de la pobreza. De acuerdo a cifras del INDEC, en el Noroeste del país el nivel de pobreza pasó de un 63,5% en mayo de 2002 a 66,9% en mayo de 2003.

El deterioro más importante se observa en el período 2001-2002, donde el aumento tanto en el Noroeste como en el GT-TV fue 16,0 p.p. y 18,0 p.p. respectivamente. Este gran impacto es consecuencia de la situación por la que transcurría el país, donde la crisis empeoró notablemente la calidad de vida de muchos argentinos. En particular, en el GT-TV se pasó de 63,8% en mayo de 2002 a 69,2% en mayo de 2003.

Al igual que la pobreza, la indigencia para el GT-TV también tuvo un incremento importante de 16,3 p.p. en mayo de 2002 respecto del mismo mes del año anterior. La indigencia siguió aumentando hasta llegar en mayo de 2003 a 33,3%, es decir un incremento de 6,1 p.p. respecto de mayo del año anterior. Con el inicio de la recuperación en la actividad económica a partir del año 2003, tanto la pobreza como la indigencia en el aglomerado GT-TV han ido disminuyendo, en términos de hogares así como de personas.

**Cuadro II.2**  
**Indicadores de Pobreza e Indigencia del Aglomerado Gran Tucumán y Tafi Viejo**

	1er. Semestre 2003		2do. Semestre 2003		1er. Semestre 2004		2do. Semestre 2004	
	Hogares	Personas	Hogares	Personas	Hogares	Personas	Hogares	Personas
<b>Pobreza</b>	56.4	67.2	50.2	62.0	46.0	56.2	41.6	52.4
<b>Indigencia</b>	28.3	37.4	20.2	27.1	18.9	24.0	13.5	18.1

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

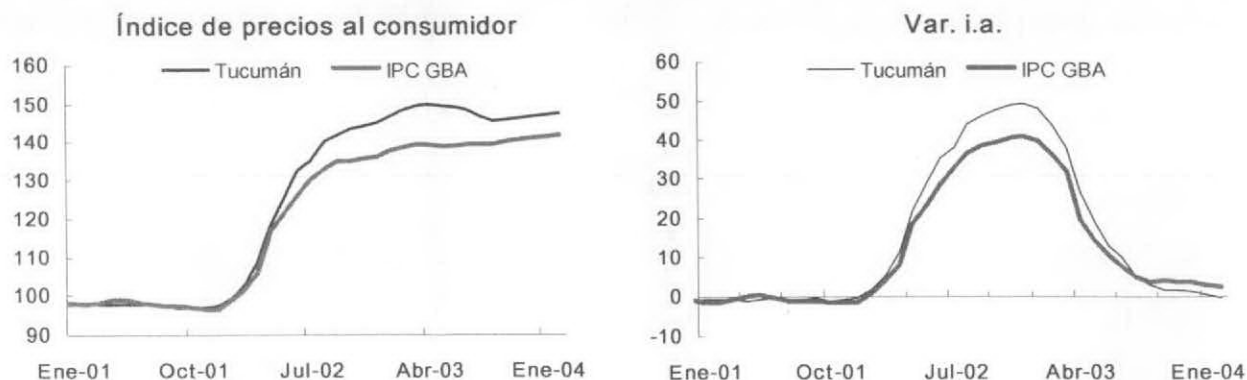
En efecto, si se compara la indigencia en Hogares y Personas del segundo semestre de 2004 con igual semestre del año anterior, se observa una reducción en 6,7 p.p. y 9,0 p.p. respectivamente. Sin embargo, se puede observar claramente que los niveles de pobreza e indigencia en el GT-TV persisten en niveles más elevados con respecto al total de 28 aglomerados urbanos.

Así como los indicadores de actividad, empleo y pobreza mostraron una correlación importante entre lo acontecido a nivel nacional y provincial, aunque con cierto sesgo negativo para la provincia, la evolución de los precios tras la salida de la convertibilidad resultó más desfavorable en Tucumán si se lo compara contra el Índice de Precios al Consumidor (IPC) que difunde el INDEC.

En efecto, como se puede apreciar en el Gráfico N° 18, en todo el proceso inflacionario de 2002 la variación interanual de precios en Tucumán resultó superior a la registrada por el indicador nacional, con la particularidad de alcanzar el pico inflacionario en diciembre de 2002 al igual que el IPC, solo que la tasa de variación interanual en Tucumán alcanzó a 49% frente a 40% a nivel nacional.

No obstante, al igual que en el caso de la actividad económica, aparece un dato alentador que es la desaceleración en la inflación que se verifica a partir del cuarto trimestre de 2003, permitiendo que al IPC tucumano incluso se reduzca, acercándose parcialmente hacia el nivel nacional.

**Gráfico II.18**  
**Índice de Precios al Consumidor**

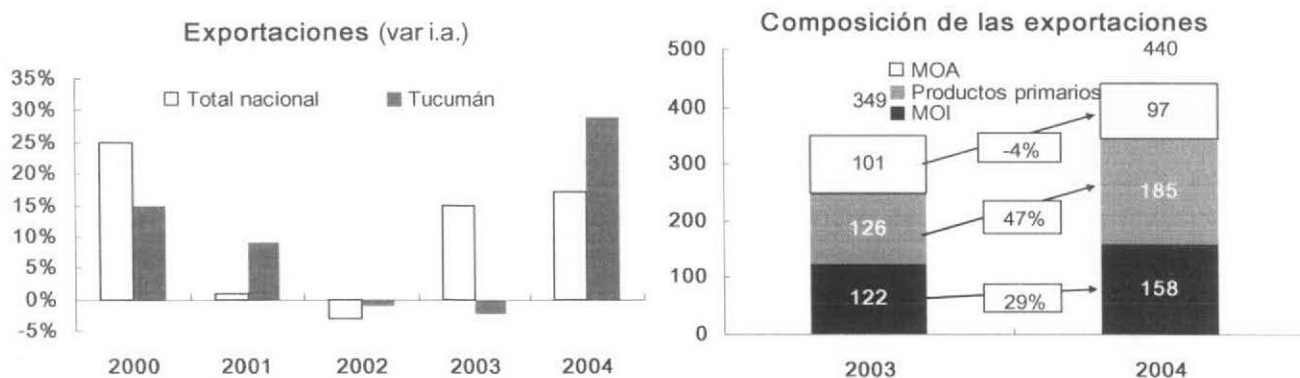


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Por su parte, tras dos años consecutivos de caída en las exportaciones, en 2004 las ventas al exterior originadas en la provincia de Tucumán vuelven a crecer, superando además la tasa de variación interanual registrada para el total nacional (29% i.a. contra 17% i.a.).

El crecimiento estuvo impulsado en mayor medida por el Sector Primario que en 2004 alcanzó a 42% del total exportado (US\$185 millones) frente a 36% registrado el año anterior (US\$126 millones).

**Gráfico II.19**

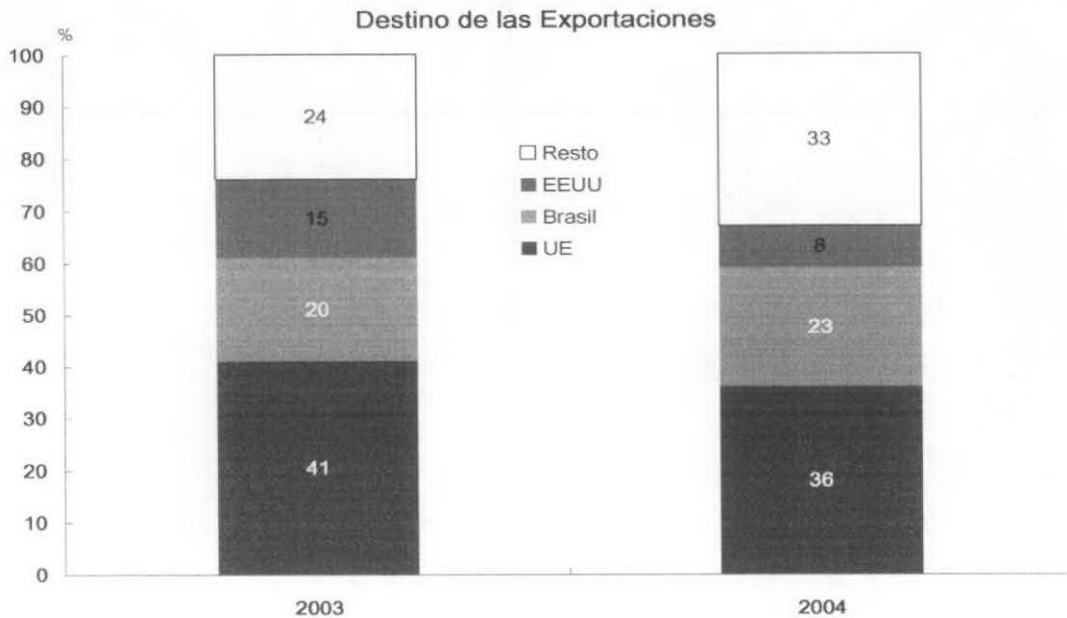


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Política Económica

El complejo citrícola con un aumento de 10% i.a. explicó 47% de las exportaciones totales de 2004, lo que marca una importante dependencia sobre este sector, aunque se observa una reducción respecto a 2003 por el mayor incremento verificado en las ventas al exterior de la Industria metalmecánica (38% i.a.), principalmente por el crecimiento en los valores exportados de autopartes, lo que permitió que la participación de este sector

económico aumente su participación en 2 p.p. alcanzando ahora a 20% del total.

**Gráfico II.20**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Política Económica

En cuanto al destino de las exportaciones, la Unión Europea continúa siendo el principal comprador, seguido de Brasil y Estados Unidos, aunque en los últimos años se verifica un cambio en la estructura diversificándose progresivamente los países que compran la producción tucumana.

Como se puede ver en el Gráfico N° 20, mientras en 2003 el 76% de las exportaciones se dirigían a solo 3 países, 2004 esos destinos representaron 67% del total exportado implicando un notable crecimiento en la apertura de mercados, situación que resulta más importante si se considera que las ventas a los principales destinos no se redujeron en valor.

En cuanto a la configuración productiva de la provincia, desde la década pasada comenzó un proceso de reconfiguración en la misma. Tras la crisis en que se vieron sumidas gran parte de las economías regionales, el desarrollo de algunos sectores de actividad no tradicionales ha permitido a Tucumán retomar una senda de mejora socio económica. Así, lo que hace aproximadamente 15 años era una provincia reconocida solo por la producción del complejo azucarero, hoy está asociada también a la actividad del sector citrícola, en particular del limón, y tampoco escapa de las generales del país en cuanto al desarrollo que ha adquirido el cultivo de la soja.

A continuación se presenta un breve análisis respecto a la situación actual de estos tres sectores de actividad ya que resultan de los más representativos de la economía tucumana.

## Limón

En la Provincia de Tucumán, la producción de limón y sus derivados es sumamente importante, al punto que ha permitido que se transforme en el principal productor e industrializador del mundo.

La buena perspectiva que se ha presentado para el sector ha llevado a muchos productores a reemplazar áreas plantadas con otros cítricos, como ser naranjas, mandarinas y pomelos, por nuevas plantaciones de limón.

En efecto, en las últimas décadas Tucumán ha sido protagonista de una fuerte transformación de la actividad productiva provincial, cambios que llevaron al complejo correspondiente al limón a ocupar el segundo en importancia luego del azucarero.

La representación de la producción de limón en la Provincia de Tucumán respecto de la del total nacional fue en aumento alcanzando a 90% de la producción a partir del año 1999.

Asimismo, pese a la prolongada recesión y crisis posterior sufrida por el país en el período comprendido entre los años 1999 y 2002, el sector se mantuvo en constante expansión. Aún en ese período la producción siguió aumentando a nivel país y a nivel provincia, y se puede destacar que la tasa de crecimiento de la producción en la Provincia es mayor que la tasa de crecimiento de producción en el resto del país, determinando que Tucumán tome cada año mayor importancia a nivel nacional.

**Cuadro II.3**  
**Evolución de la producción de limón (en toneladas)**

Año	Tucumán	País	Representación
1991	500.000	656.000	76,22%
1992	507.500	660.700	76,81%
1993	468.600	612.200	76,54%
1994	523.740	681.275	76,88%
1995	586.727	741.590	79,12%
1996	595.152	720.000	82,66%
1997	720.000	871.139	82,65%
1998	906.699	1.024.829	88,47%
1999	935.832	1.042.657	89,75%
2000	1.047.213	1.163.229	90,03%
2001	1.100.000	1.216.860	90,40%

Fuente: Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía

Por otro lado, el rinde por hectárea también ha mejorado. Mientras que en el año 1988, el mismo era de 24 toneladas por hectárea, para el año 1999, el rinde alcanzaba las 50 toneladas por hectárea. Esto muestra de manera clara los avances en términos de productividad determinados tanto por la tecnificación, como así también por el mejoramiento en las técnicas de



conservación y el ciclo de vida y producción de los árboles, lo que contribuye a un mayor rendimiento por hectárea.

Asimismo ha sido muy importante en este proceso el elevado nivel de integración vertical como así también la absorción entre las empresas, realizando en muchos casos economías de escala. Este fenómeno se observó más fuerte luego de la crisis de fines de los noventa, donde varias empresas han realizado diferentes transformaciones.

Adicionalmente, ha crecido de forma significativa la extracción de varios subproductos del limón que también permitieron contribuir que el complejo gane en importancia y representatividad dentro de la actividad económica de la Provincia.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Dirección de Industria Alimentaria

En efecto, el 70 % de la producción de limón se destina a la elaboración de jugo concentrado, aceites esenciales, aromas y cáscara deshidratada, productos que se destinan en mayor proporción a la exportación.

Las exportaciones del aceite esencial de limón generan 64 millones de dólares por año, permitiendo que Argentina se establezca como el principal exportador mundial, siendo Tucumán el principal productor dentro del país. Del total de las exportaciones mundiales, Argentina representa aproximadamente el 40%, seguido de EEUU e Italia.

Los principales destino de exportación son EEUU alcanzando el 55% del total de las exportaciones, seguido del Reino Unido con el 27% y los Países Bajos con el 5%.

La provincia de Tucumán encontró en el complejo de la producción de limón y todos sus productos derivados no solo una importante fuente de ingresos, sino también una fuente de trabajo alternativa a la azucarera, rondando en la actualidad los 21.000 puestos de trabajo directos e indirectos.

## Azúcar

En términos nacionales, Argentina representa el 1% de la producción mundial de azúcar. El cultivo y procesamiento de la caña de azúcar se encuentra en las Provincias de Tucumán, Salta y Jujuy, debido a que en la región impera un clima subtropical con estación seca, adecuado para tal producto. Del total de la producción de la zona mencionada, la Provincia de Tucumán alcanzó picos de 70 % en la participación total.

La evolución en el sector azucarero ha mostrado una importante correlación con la macroeconomía nacional. En efecto, se puede observar que la producción total nacional fue creciendo desde el año 1996, con 1.290.074 toneladas, hasta el año 2003, con un total de 1.813.862 toneladas. En el año 2001 se llega a su piso, acumulando 1.358.089 de toneladas, y en 2002 comienza a observarse una nueva recuperación en la producción de azúcar, situación que continúa hasta el momento ya que en la campaña 2004 se produjeron 1.840.668 toneladas a nivel país.

A nivel provincial, en el año 1996 la producción alcanzaba las 793.419 toneladas, representando de esta manera el 61,5% del total de la producción nacional. Tras un período en el que la actividad creció más rápido a nivel provincial que nacional (en 1998 Tucumán representaba el 65,9% del total), con la crisis en el año 2001 la elaboración de azúcar disminuyó, alcanzando a 862.708 toneladas, verificándose el nivel más bajo de producción del período 1996-2003. Al igual que en el total nacional, se observó una mejora en la producción a partir de 2002, donde se produjeron 914.339 toneladas, y en el año 2003, se alcanzaron las 1.094.795 toneladas. Estos valores representaron el 65,6% y el 60,4% de la producción Nacional respectivamente. En 2004, la producción provincial se mantuvo en igual proporción que el año anterior, aunque se registró un nuevo incremento en el total pero sin llegar aún al récord registrado en 1998.

**Cuadro II.4**  
**Evolución de la producción de azúcar**

Producción Total			
Año	Tucumán	Nacional	%
1996	793.419	1.290.074	61,5
1997	1.049.734	1.649.140	63,7
1998	1.153.550	1.749.486	65,9
1999	956.787	1.577.939	60,6
2000	892.394	1.461.755	61,1
2001	862.708	1.358.089	63,5
2002	914.339	1.394.116	65,6
2003	1.094.735	1.813.862	60,4

Fuente: Centro azucarero Argentino

En efecto, la zafra del año 2004 ha sido inferior al año 2003. No obstante, se mantiene el grado de participación de la Provincia respecto del total Nacional.

**Cuadro II.5**  
**Zafra azucarera 2004**

Ingenios	Azucares blancos kg	Azucares crudos kg	Producción total kg	Caña molida kg	Rendimiento	Producción total (TMVC)	Rendimiento
Columnas	1	2	3=1+2	4	5=(3/4) %	6*	7=(6/4) %
<b>Total Tucumán</b>	<b>931.829.490</b>	<b>98.522.851</b>	<b>1.030.352.341</b>	<b>10.518.534.080</b>	<b>9.796</b>	<b>1.111.375</b>	<b>10.566</b>
La Esperanza	61.229.240	0	61.229.240	568.501.000	10.770	66.553	11.707
Ledesma	218.284.996	128.818.740	347.103.736	3.062.969.596	11.332	366.084	11.952
Rio Grande	55.183.400	1.516.957	56.700.357	508.330.760	11.154	61.499	12.098
S. M. del Tabacal	180.744.000	337.000	181.081.000	1.699.605.000	10.654	196.797	11.579
San Isidro	21.351.000	0	21.351.000	239.418.000	8.918	23.207	9.693
<b>Total País</b>	<b>1.482.563.126</b>	<b>229.195.548</b>	<b>1.711.758.674</b>	<b>16.733.948.436</b>	<b>10.229</b>	<b>1.840.668</b>	<b>11.000</b>

Fuente: Centro azucarero Argentino

Para el año 2005, se espera que la zafra alcance las 2 millones de toneladas, cifra que sería un récord absoluto. Asimismo, 500.000 toneladas serían exportadas, favorecidas por el aumento de los precios internacionales. Recordando que Tucumán comprende aproximadamente el 62% de la producción Nacional, esto implicaría para la Provincia una nueva mejora en sus ingresos por exportación durante el corriente año.

### Soja

La producción de soja en la provincia resulta importante desde el punto de vista de la cantidad de superficie sembrada. La producción tucumana de soja representó un 1,13% de la producción total de la nación en la temporada 1994-1995, llegando a un 2,20 % en la temporada 2001-2002.

En efecto, se observa que ha aumentado tanto el volumen de producción como el de la superficie cosechada, con una mejora en los rindes de los cultivos, aunque en este último caso se observa una alta volatilidad. Desde el año 1994 la producción estuvo en constante aumento y registró un salto cuantitativo muy importante a partir del año 2000. Un factor decisivo, al igual que en el resto del país, ha sido la devaluación. Durante el período 2000-2003 los aumentos han sido muy significativos respecto de los anteriores. Para 2004, también se observa una temporada muy buena aunque con valores por debajo del año anterior.

Luego de la devaluación de comienzos de 2002, los precios de la soja en términos de dólares resultaron muy atractivos a los productores de campo, determinando una importante reconfiguración del negocio, dejando de lado la cría de animales y volcándose a la plantación de soja, motivo por el cual se

verifica un aumento muy significativo en la superficie sembrada a partir del año 2002 a nivel provincial, acompañando la tendencia nacional.

**Cuadro II.6**  
**Evolución de la siembra de soja en la Provincia**

Temporada	Tucumán			
	Sup Sembrada	Sup. Cocechada	Producción	Rendimiento
1994-1995	90.300	89.100	156.800	1.759
1995-1996	85.000	83.800	141.000	1.682
1996-1997	90.000	89.350	201.900	2.259
1997-1998	111.270	109.820	261.777	2.384
1998-1999	150.000	147.000	360.000	2.449
1999-2000	125.000	124.850	312.100	2.500
2000-2001	180.000	180.000	329.400	1.830
2001-2002	239.139	229.139	660.000	2.880
2002-2003	260.000	257.000	570.000	2.218
2003-2004	230.000	224.353	489.100	2.180

Fuente: SAGPyA, Ministerio de la Producción de la Nación

A diferencia de lo acontecido en la Provincia, a nivel nacional se verifica un crecimiento sostenido tanto en la superficie sembrada como en la superficie cosechada y la producción total. De esta manera se diferencia a la performance de la Provincia, dónde no todas las variables analizadas muestran una evolución ascendente.

**Cuadro II.7**  
**Evolución de la siembra de soja en la Nación**

Temporada	País			
	Sup Sembrada	Sup. Cocechada	Producción	Rendimiento
1994-1995	6.011.240	5.934.160	12.133.000	2.044
1995-1996	6.002.155	5.913.415	12.448.200	2.105
1996-1997	6.669.500	6.393.780	11.004.890	1.721
1997-1998	7.176.250	6.954.120	18.732.172	2.693
1998-1999	8.400.000	8.180.000	20.000.000	2.444
1999-2000	8.790.500	8.637.503	20.135.800	2.331
2000-2001	10.664.330	10.400.193	26.880.852	2.584
2001-2002	11.639.240	11.405.247	30.000.000	2.630
2002-2003	12.606.845	12.419.995	34.818.552	2.803
2003-2004	14.509.606	14.304.539	31.576.751	2.210

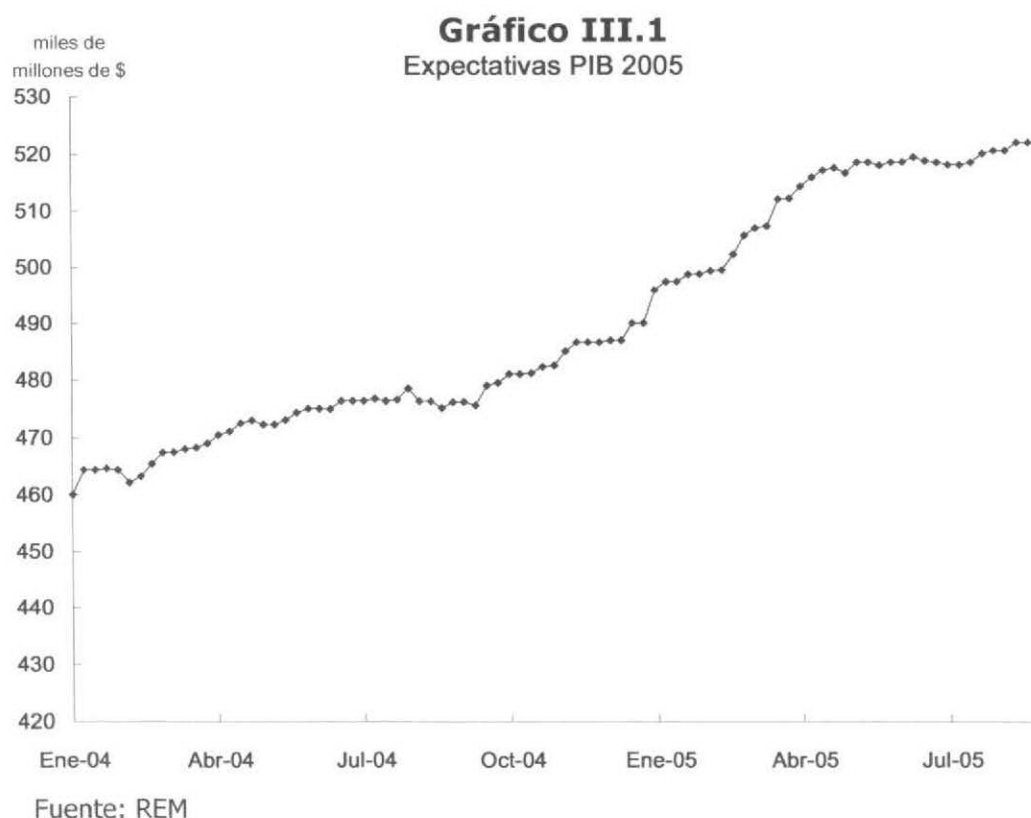
Fuente: SAGPyA, Ministerio de la Producción de la Nación

### ACTIVIDAD 3: PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA Y PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LAS PRINCIPALES VARIABLES.

A continuación se presenta una visión sobre el desenvolvimiento esperado para las principales variables macroeconómicas que se considera podrían tener alguna incidencia relevante sobre el desarrollo futuro del sector financiero nacional y, en particular, el de la Provincia de Tucumán.

A los fines de la presente sección, se toma como referencia el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), una encuesta sobre un conjunto de variables macroeconómicas que realiza de manera semanal el Banco Central de la República Argentina sobre más de 55 especialistas.

De acuerdo con los resultados recientes, el crecimiento del PIB para este año se ubicaría en torno a 7,4% en términos reales, que si bien marca una reducción respecto a las tasas de crecimiento de los últimos dos años, aún se mantendría en niveles elevados. Adicionalmente, cabe destacar que a medida que se fueron conociendo datos respecto al comportamiento de la actividad económica en el primer y segundo trimestre del corriente año, las expectativas de crecimiento se fueron ajustando hacia arriba, partiendo desde poco más de 5,5% anual hasta el nivel actual.



No obstante, las expectativas de inflación han evolucionado en forma negativa, ya que la estimación interanual a diciembre 2005 que a comienzos de año se ubicaba levemente por debajo de 7% (dentro de las bandas de

inflación de 5% a 8% acordadas con el FMI y consideradas por el BCRA) ha mantenido una tendencia creciente hasta ubicarse en 11% de acuerdo a los últimos resultados publicados.

En el indicador de salarios se prevé que continúe mejorando, acumulando hacia finales de año una recuperación en términos nominales de 14% respecto al año 2004, situación que determinaría una mejora del salario en términos reales por la menor variación esperada de la inflación.

Aún en este contexto de aumento en el nivel de salarios, la visión del mercado sobre la situación laboral parecería estar más ligada a la favorable dinámica de la actividad económica. En efecto, se espera que para finales de 2005 la tasa de desempleo se ubique en 10,9% de la Población Económicamente Activa (PEA), un importante descenso respecto al 12,2% de la última medición oficial del INDEC.

**Gráfico III.2**

Expectativas de inflación



Fuente: REM

Por su parte, el contexto internacional de altos precios de commodities seguiría hasta la finalización del año, escenario que resultaría favorable para las exportaciones argentinas. En consecuencia, el saldo de la balanza comercial continuaría elevado (actualmente se espera un superávit comercial de U\$S 9.800 millones), por lo que el Banco Central mantendría su política de acumulación de reservas a fin de evitar una apreciación del peso. En este sentido, el crecimiento estimado por el REM en el stock de reservas para 2005 se ubica actualmente entorno a U\$S 6.300 millones contra los U\$S 1.500 millones que se esperaban acumular de acuerdo a los datos de enero pasado. Cabe destacar que en este cambio importante de expectativas estaría

incidiendo tanto el mayor saldo comercial, como el marcado cambio en el sesgo de política del BCRA, ahora más centrado a sostener la paridad cambiaria respecto a lo acontecido en años anteriores.

De cara a 2006, la visión del mercado continúa siendo alentadora y las expectativas respecto a las principales variables macroeconómicas han evolucionado de manera acorde a las estimaciones para finales del corriente año.

En particular, para el próximo año se espera que un crecimiento del PIB más normalizado entorno a 5% en términos reales, cifra que podría ser aún mayor si continúa aumentando la tasa de variación del corriente año.



Fuente: REM

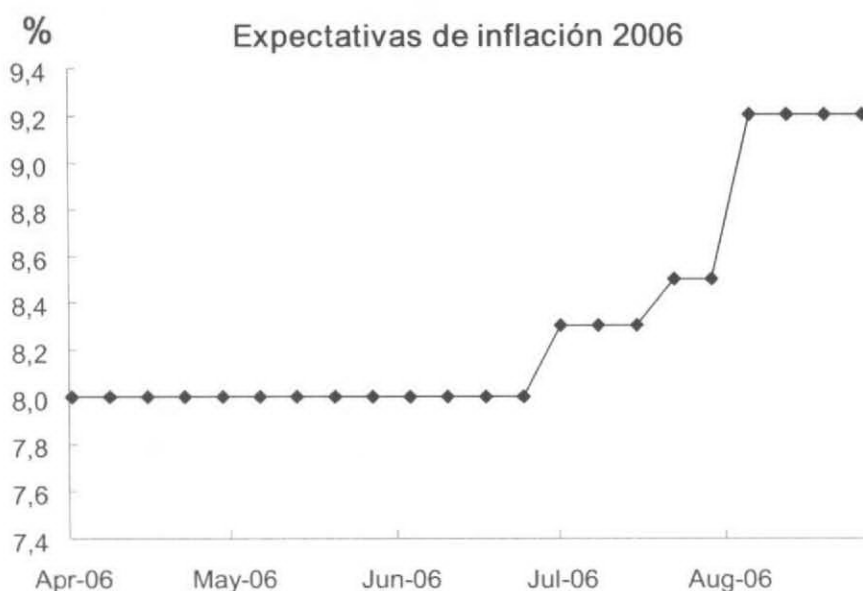
En cuanto a la evolución de los de precios al consumidor, tras iniciar el relevamiento en un entorno a 8% entre puntas, desde agosto de este año la expectativa se ubica por encima de 9% como consecuencia de la aceleración en la inflación que se ha verificado a lo largo de 2005.

La situación laboral continuaría mejorando, tanto por el lado de una menor desocupación como de mayores salarios. Las estimaciones para el año próximo dan cuenta de un nuevo descenso en la tasa de desocupación que se ubicaría en un 9,8% por debajo de las dos cifras, situación que no se da desde el año 1993. Los salarios aumentarían en promedio 10%, por encima de la tasa de inflación, marcando una nueva recuperación en términos de poder adquisitivo.

Por su parte, las expectativas sobre la Cuenta Corriente del Balance de Pagos indican que se obtendría un saldo positivo en torno a U\$S 1.300 millones, lo que sumado a la expectativa de acumulación de reservas por parte del BCRA de U\$S 2.000 millones, arrojaría un ingreso neto de capitales implícito de solo U\$S 700 millones, indicando una fuerte reducción respecto a los US\$ 3.800 millones esperados para el corriente año.

Este menor influjo de capitales podría estar asociado al deterioro del contexto financiero internacional, el cual estaría influenciado por nuevos aumentos en las tasas de referencia de EE.UU.

**Gráfico III.4**



Fuente: REM

Nota: el BCRA inicialmente había fijado una banda indicativa para 2006 con un techo de 7% anual.

Respecto de las expectativas de inflación, existen dos puntos a tener en cuenta que pueden incidir en los valores pronosticados a la fecha, a saber: el precio del petróleo y la renegociación de las tarifas de los servicios públicos, especialmente en el tramo doméstico o residencial.

El aumento del precio del barril de petróleo impacta directamente en los costos industriales e indirectamente en los consumidores finales, a través de sus productos derivados. A la fecha de cierre del presente informe, el valor del barril West Texas Intermediate (WTI) era de US\$ 67,52 dólares, y las expectativas respecto del precio del mismo continúan con una tendencia creciente, especialmente después del desastre ocasionado por el Huracán Katrina, el cual afectó seriamente zonas de producción en los Estados Unidos. Esto puede verse también a través de las cotizaciones de los contratos de futuros. Los mismos muestran un valor de US\$ 69,14 por barril a Marzo del 2006 y US\$ 68,17 a un año, según lo operado en el New York Stock Exchange (NYSE). En particular, según fuentes extraoficiales el precio de la



nafta en el país podría incrementarse después de las elecciones legislativas nacionales de octubre.

En lo que a servicios públicos residenciales se refiere, se estima que el impacto de la renegociación sobre el IPC podría llegar hasta dos puntos porcentuales.

## **ACTIVIDAD 4: ANÁLISIS DEL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO ARGENTINO EN EL CONTEXTO GLOBAL.**

### **4.1 Introducción**

La globalización, entendida como la eliminación o reducción de barreras al comercio y al movimiento de flujos de capitales, incrementó la dimensión de la economía global y las transacciones financieras.

En efecto, durante la década pasada los flujos de capitales, el volumen de los mercados accionarios, de bonos y la profundidad de los sistemas financieros han aumentado radicalmente. Este fenómeno si bien impulsó el desarrollo de varios países, propició la aparición de crisis en diferentes regiones que como consecuencia de la globalización se encuentran intensamente conectadas. En este contexto, los crecientes desbalances en cuenta corriente de la balanza de pagos son el resultado natural del incremento en las transacciones de activos financieros. Asimismo, el aumento de las posiciones externas incrementa la exposición a la volatilidad de los mercados financieros, potenciando el riesgo asociado a un cambio abrupto de las expectativas de los inversores.

En la década del '90, un factor común en los países que fueron afectados por las distintas crisis fue la acumulación de fuertes déficits de cuenta corriente. Bajo este escenario, un corte en los flujos de capitales generó, en una primera etapa, un proceso de pérdida de reservas internacionales, y en una segunda, drásticas depreciaciones de las monedas domésticas. Tales fueron los casos de los países involucrados en la crisis asiática en 1997, la crisis rusa en 1998, la de Brasil en 1999 y la Argentina en 2001. En los últimos años, las economías emergentes en su mayoría, lograron tasas de crecimiento significativas impulsadas en gran medida por un contexto internacional favorable. En general, las políticas macroeconómicas sanas adoptadas en los países emergentes de Asia y América Latina fueron dirigidas a aprovechar las bajas tasas de interés internacionales para reducir los niveles de endeudamiento externo con el objeto de disminuir la exposición a los shocks internacionales. Además, en esta etapa del ciclo alcista de las economías, los bancos centrales siguieron una política de acumulación de reservas internacionales que permitió absorber el excedente de divisas a fin de evitar una apreciación del tipo de cambio. Los resultados de estas políticas se aprecian en los superávits de cuenta corriente que muestran estos países en la actual década.

La contracara de este proceso es el incremento del déficit en cuenta corriente de EE.UU., que alcanzaría a 5,8% del PIB durante 2005. Globalmente se observa que los países más importantes de Asia están financiando el crecimiento del gasto de la economía de EE.UU. por encima de sus niveles de ahorro interno. Por su parte, la UE presenta en términos agregados un leve superávit en cuenta corriente con resultados disímiles al interior del bloque.

Con estas premisas, el riesgo más importante que enfrenta la economía mundial constituye la forma en que se corregirán estos desequilibrios. En

efecto, en el último lustro el resto de las economías mundiales se han favorecido por la política monetaria de bajas tasas de interés implementada por la Reserva Federal de EE.UU. para sacar de la recesión que atravesaba la economía estadounidense durante 2001. Esta política generó una aceleración de la economía norteamericana junto con un fuerte incremento de la liquidez internacional. Desde mediados de 2004, la Reserva Federal ha adoptado una política de incremento de la tasa de interés de referencia con el objeto de reducir el impulso de la economía americana. No obstante ello, si bien las acciones de la Reserva Federal han moderado el crecimiento del PIB durante 2005, la incertidumbre persiste dado que no han conseguido lograr reducir el déficit en cuenta corriente de forma significativa.

### **Emisión Bruta y Neta por Región**

Las últimas crisis internacionales que afectaron extensamente a los países emergentes fueron precedidas por importantes magnitudes de financiamiento externo por lo que el abrupto corte del flujo de capitales se transformaba en un detonador de una fuerte caída del producto. En el período posterior, las economías emergentes recuperaron la senda de crecimiento y fueron volviendo lentamente a los mercados externos voluntarios de deuda hasta alcanzar, en 2004, el mismo nivel de financiamiento externo máximo observado en 1997.

Esta recuperación del financiamiento externo hacia economías emergentes fue impulsada fundamentalmente por Asia, y en segundo lugar, por las economías en transición de Europa (EMA), mientras que América Latina aún se encuentra por debajo de los niveles alcanzados hacia fines de la década del '90.

En el caso de Asia, se observó una importante recuperación económica liderada por China e India que muestran un superávit en cuenta corriente significativo. De esta forma, si bien como se aprecia en el Cuadro IV. 1, en los países emergentes de Asia, el financiamiento externo exhibe una tendencia positiva creciente, a nivel global son acreedores netos. Este resultado es consecuencia en gran medida a que los bancos centrales de dichas economías esterilizan los flujos generados por el sector externo, a través de acumulación de reservas, y en particular, de la compra de títulos del Tesoro de los EE.UU..

En el caso de los países de Europa en transición, la incorporación paulatina a la Unión Europea potenció las posibilidades de acceso a los mercados de capitales internacionales. A diferencia del caso de Asia emergente, estos países presentan déficit en cuenta corriente, ubicándose dentro del grupo de deudores netos.

Por último, las economías latinoamericanas mostraron fuertes tasas de crecimiento durante 2003 y 2004 luego de las distintas crisis globales que afectaron a la región. A diferencia de períodos de recuperación anteriores, en

esta oportunidad, las economías han conservado niveles de superávit en cuenta corriente.

**Cuadro IV.1**  
**Emisión Bruta por Región (en miles de millones de dólares)**

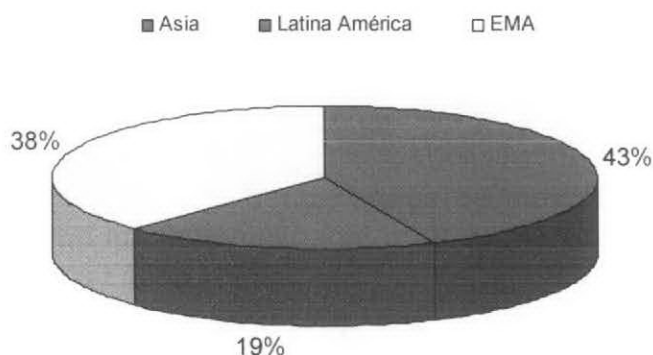
Región	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Países emergentes	151,1	209,8	274,8	149,0	163,5	216,4	162,1	135,6	199,3	280,3
América Latina	35,9	63,0	89,2	65,7	61,3	63,1	53,9	33,4	42,8	53,0
Europa Emergente	17,3	21,6	38,9	35,6	26,2	37,0	22,8	29,6	47,8	72,5
Asia	79,6	109,4	115,7	34,2	55,9	85,9	67,5	53,9	88,0	121,3

Fuentes: Bloomberg L.P, Capital Data, J.P. Morgan Chase & Co., Morgan Stanley Capital International y FMI.

Nota: El ítem países emergentes incluye África y Centro América

Durante 2004, las emisiones de deuda brutas de mercados emergentes por región se concentraron fundamentalmente en Asia (43%) y EMA el 38%, y en menor medida América Latina (19%).

**Gráfico IV.1**  
**Emisiones Brutas de Mercados Emergentes en 2004 por Región (en %)**



Fuentes: Bloomberg L.P, Capital Data, J.P. Morgan Chase & Co., Morgan Stanley Capital International y FMI.

Finalmente, se analizará la emisión de deuda neta de amortizaciones por región, es decir, el cambio en el stock de deuda. A nivel agregado, en los dos últimos años el stock de deuda de los países emergentes se ha incrementado fuertemente. Las regiones de Europa emergente y Asia han aprovechado el contexto internacional favorable de bajas tasas internacionales para aumentar el stock de deuda significativamente. En contraste, América Latina ha vuelto lentamente a los mercados internacionales de deuda luego de las recientes

crisis como consecuencia en gran medida de la política de saneamiento de la solvencia financiera adoptada tanto por los Gobiernos como por las empresas.

### **Cuadro IV.2**

#### **Emisión Neta por Región (en miles de millones de dólares)**

Región	2001	2002	2003	2004
Países emergentes	14,1	6,3	75,0	145,8
América Latina	7,9	-7,8	1,9	5,3
Europa Emergente	5,3	16,4	34,6	72,3
Asia	0,9	-2,3	38,5	68,2

Fuentes: Bloomberg L.P, Capital Data, J.P. Morgan Chase & Co., Morgan Stanley Capital International y FMI.

Las emisiones netas de los mercados emergentes alcanzaron una magnitud sobresaliente durante 2004 producto en parte a que los emisores han aprovechado la coyuntura favorable expuesta anteriormente para completar más de la mitad de sus necesidades financieras de 2005.

## **4.2 Financiación de los Mercados Emergentes**

### **Emisión de Deuda Bruta por Activo**

El diferencial entre los activos considerados "libre de riesgo" (bonos del Tesoro Americano a 10 años) y los bonos emitidos por los gobiernos y empresas de los mercados financieros ha disminuido continuamente desde 2001, reduciéndose con ello la diferencia entre los distintos emisores de deuda. Este proceso es consecuencia inicialmente de que la tasa de interés de referencia mundial (tasa de interés sobre los Fondos de la Reserva Federal de EE.UU.) se ha ubicado en los menores niveles de los últimos 10 años en el período 2002-2004.

Lo expuesto ha impulsado una mejora en la situación financiera de los países emergentes, fenómeno que se potencia especialmente en el sector corporativo. En efecto, las mejoras en la calidad crediticia ("upgrade") emitidas por las calificadoras de crédito especializadas han superado a las bajas de calificación ("downgrade") por un interesante margen.

Esta situación genera además una sinergia interesante, ya que la suba de calificación crediticia permite a los administradores de los fondos de inversión poseer en sus portafolios activos emitidos por los emisores beneficiados, facilitando la captación de capitales en los mercados financieros internacionales a menor tasa.

De esta forma, los flujos de inversión extranjeros en instrumentos emitidos por países emergentes y denominados en moneda local se han incrementado

sustancialmente. Estos flujos han estado concentrados fundamentalmente en Brasil, Hungría, México, Polonia y Turquía.

En sintonía con la depreciación del dólar americano respecto al resto de las monedas en promedio, la demanda por bonos emergentes emitidos en esa moneda ha disminuido y aumentado la demanda de bonos denominados en moneda local, buscando los inversores realizar ganancias no solo con la tasa del cupón sino además con la diferencia del tipo de cambio ante una potencial recuperación de la moneda del país emisor. En el siguiente cuadro se puede apreciar que la emisión bruta se incrementó 72% durante el período 2001-2004. Esta expansión fue liderada por la financiación a través de bonos y préstamos, aunque no es despreciable la emisión de acciones que se triplicó en el mismo período.

### Cuadro IV.3

#### Emisión Bruta por Activo en Países Emergentes (en miles de millones de dólares)

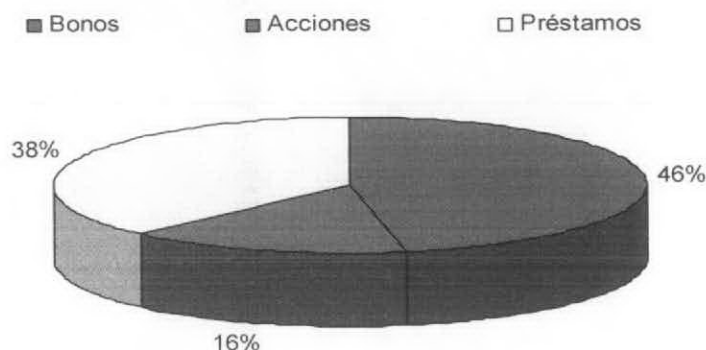
Activo	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Emisión Bruta	151,1	209,8	274,8	149,0	163,5	216,4	162,1	135,6	199,3	280,3
Bonos	59,1	103,0	126,2	79,5	82,4	80,5	89,0	61,6	98,8	131,5
Acciones	10,0	17,8	26,2	9,5	23,2	41,8	11,2	16,4	28,3	43,4
Préstamos	82,0	89,0	122,4	60,0	58,0	94,1	61,9	57,6	72,2	105,3

Fuentes: Bloomberg L.P, Capital Data, J.P. Morgan Chase & Co., Morgan Stanley Capital International y FMI.

En el cuadro N° 3 se puede apreciar que en 2004, las emisiones brutas en mercados emergentes por activo se distribuyeron de la siguiente manera: bonos 46%, préstamos 38% y acciones 16%. La emisión de acciones si bien ha mostrado un importante incremento, sigue representando una pequeña porción del financiamiento total. Ello se debe a la dificultad que siguen teniendo las empresas de los países emergentes para emitir acciones en los mercados de capitales globales y al aún escaso desarrollo de los mercados accionarios locales. En este contexto, el aumento en la emisión de deuda privada corporativa fue notable. Un factor importante que contribuyó a este aumento fue la búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversores globales.

## Gráfico IV.2

### Emisiones Brutas de Mercados Emergentes en 2004 por activo (en %)



Fuentes: Bloomberg L.P, Capital Data, J.P. Morgan Chase & Co., Morgan Stanley Capital International y FMI.

En términos de denominación de la deuda, del total de las emisiones de países emergentes durante 2004, 25% ha sido la denominada en euros, casi duplicando lo registrado el año anterior. Ello se debió principalmente a la demanda proveniente de fondos de pensión, compañías de seguro y bancos europeos. Para los mercados emergentes, esta situación sirve para diversificar la denominación en su emisión de deuda, reduciendo el riesgo de saturar los mercados denominados en dólares.

### Deuda Corporativa

Las condiciones macroeconómicas externas y el contexto financiero internacional han sido extraordinariamente favorables para los mercados emergentes en 2004 y la mitad de 2005. El sólido crecimiento global ha respaldado el aumento en la demanda de commodities que combinados con una alta liquidez financiera internacional fomentaron la demanda de los inversores globales por los activos financieros en mercados emergentes.

En efecto, el bajo nivel de tasas de corto plazo y la baja volatilidad han estimulado a los inversores globales a estudiar alternativas que conllevan un riesgo mayor en búsqueda de retornos más atractivos que los obtenidos en sus mercados domésticos, y los mercados emergentes (aunque en diferentes medidas según sus preferencias) han logrado volver a tener cierta gravitación en el armado de los portafolios de inversión individuales e institucionales.

Aprovechando el contexto internacional favorable de los últimos tres años, la situación financiera del sector privado no financiero de países emergentes ha mostrado signos claros de mejoría, reduciendo el nivel y mejorando la

estructura de plazos de vencimiento de la deuda con el objeto de disminuir su vulnerabilidad ante cambios en las condiciones internacionales. Para ello, las empresas han reducido la deuda atada a tasas de interés de corto plazo o emitida en moneda extranjera.

En el siguiente cuadro la definición de deuda corporativa incluye: bonos y notas de largo plazo, papeles comerciales y notas de corto plazo. La deuda doméstica es definida como la emitida por residentes en moneda local y cuyo objetivo son los inversores locales.

En este sentido, en el caso latinoamericano, la emisión neta de deuda internacional fue negativa o muy pequeña en los últimos años, mientras que la emisión doméstica mostró un aumento considerable. En el caso asiático, se observa una drástica disminución de las emisiones domésticas, mientras permanecen constantes las internacionales, en un nivel negativo. Por último, el cuadro muestra el aumento constante en el stock de deuda de los países desarrollados, tanto de la deuda doméstica como internacional.

**Cuadro IV.4**  
**Emisión neta de Deuda Corporativa por Región**  
**(en miles de millones de dólares)**

Región	Tipo de Deuda	2000	2001	2002	2003	2004
América Latina	Doméstica	5,8	4,4	3,5	5,7	8,8
	Internacional	0,7	1	-5,8	0,2	-6,8
Europa Emergente	Doméstica	0,6	0	0,5	0	0
	Internacional	-0,3	0,1	3	2,5	2,5
Asia	Doméstica	24,6	20	17,1	13,1	-29,6
	Internacional	-0,2	-1,1	-1,2	-2,3	0,4
Países desarrollados	Doméstica	149,6	138,6	2,8	100,8	108,7
	Internacional	50,9	90,6	29,5	37,9	35

Fuentes: FMI, Global Financial Stability Report 2005

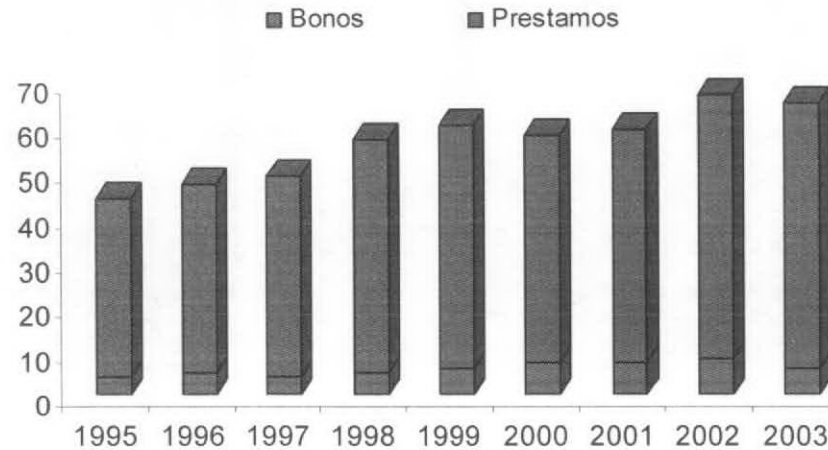
En resumen, si se realiza un relevamiento de la última década, dos fuerzas opuestas han determinado la evolución de la deuda corporativa de los mercados emergentes. En el Gráfico 3 se utilizará los ratios de Deuda-PIB para analizar la deuda corporativa por instrumento entre 1995 y 2003. Por un lado, las corporaciones se han embarcado en un proceso de saneamiento de sus pasivos acumulados durante la década del '90, con el objetivo de reducir su grado de exposición ante potenciales crisis. Por otro lado, el contexto de baja tasa de interés de principios del 2000 ocasionó un aumento en la demanda de créditos por parte de algunas corporaciones de los países emergentes. Como se aprecia en el siguiente gráfico, la deuda corporativa de las economías emergentes, medida en relación al Producto, ha aumentado de 46% del PIB en el periodo 1995-1997 a 62% entre 2001-2003. Dentro de esta expansión se hallan comportamientos disímiles por región, siendo impulsado principalmente por el incremento de la deuda bancaria en China e India.



Mientras que los ratios de deuda se han incrementado en un 10% del PIB en Europa entre 1995 y 1997, la deuda corporativa en Latina América ha experimentado un descenso de 6% del PIB en el mismo periodo.

### Gráfico IV.3

#### Deuda Corporativa por Instrumento de Mercados Emergentes (en % del PIB)



Fuentes: Bloomberg L.P, Capital Data, J.P. Morgan Chase & Co., Morgan Stanley Capital International y FMI.

En los últimos 3 años, la emisión de bonos del sector corporativo de los mercados emergentes ha sobrepasado la financiación de los gobiernos de estos países en los mercados financieros internacionales. Esta situación, si bien es positiva, puede ser una fuente potencial de vulnerabilidades del sector corporativo emergente, dado que según diversos estudios de instituciones financieras internacionales, todavía restan desarrollar avances en la implementación de los principios/prácticas internacionalmente aceptados de manejo corporativo en dichos países.

La tendencia actual de las finanzas corporativas en los mercados emergentes está marcada por un aumento en la emisión de bonos y un estancamiento en los préstamos bancarios y en la emisión de acciones. Como resultado, la emisión de bonos corporativos se ha convertido en una fuente relevante de financiamiento en los países asiáticos, aunque en menor medida en los países de latinoamérica (con la excepción de México).

Si bien se observa un tenue proceso de desintermediación bancaria similar al que se produjo en la mayoría de los países industrializados en las décadas '80 y '90, los bancos continúan siendo la principal fuente de financiamiento del sector corporativo en la actualidad en los países emergentes.

El "apalancamiento" corporativo y las fuentes internas de financiamiento son apenas superiores en el sector corporativo de los países emergentes en

relación a los países industrializados, lo cuál aumenta el costo de emisión de acciones y restringe el acceso al mercado de capitales. Además, el mecanismo que mantiene protegidos a los inversores de problemas tales como conflictos de intereses entre los emisores y los tenedores de acciones o el uso de información privilegiada son particularmente imperfectos y costosos en los países en estudio.

Dados los obstáculos mencionados para adecuar y diversificar las fuentes de financiamiento, los mercados corporativos emergentes deben recurrir a instrumentos nominados en moneda extranjera y de corto plazo para poder cumplir con sus necesidades financieras.

En cuanto a los préstamos al sector privado, se puede apreciar una disminución de los mismos durante el 2001 y una posterior recuperación. Durante el período estudiado, la región que evidenció un mayor crecimiento fue EMA, mientras que América Latina mostró una disminución del 35%.

#### **Cuadro IV.5**

##### **Préstamos al sector privado (en miles de millones de dólares)**

<b>Región</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
América Latina	28,4	19,1	12,7	10,7	18,2
Europa Emergente	19,5	11,0	13,0	21,6	32,1
Asia	29,8	22,0	32,3	27,5	36,3

Fuentes: FMI, Global Financial Stability Report 2005

#### **Emisión de acciones**

La emisión de acciones en los países emergentes continúa sin aparecer como una fuente de financiamiento razonable. Existen dos factores que determinaron la tendencia del mercado accionario en estos últimos años. En primer lugar, el contexto internacional no fue el más propicio, debido a un aumento en la volatilidad de los mercados. En segundo lugar, se encuentran factores específicos de los países emergentes, tales como la transparencia en los mercados o la eficacia de la justicia, así como la concentración en la propiedad de las empresas.

#### **Cuadro IV.6**

##### **Emisión de Acciones por Región (en millones de dólares)**

<b>Región</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
América Latina	5143,9	1157,2	1995	827,4	1862,5
Europa Emergente	3339,8	259,4	1612,4	1811,3	5261,2
Asia	31567,7	9591,5	12411,4	24679,6	32990,3

Fuentes: FMI, Global Financial Stability Report 2005

La emisión de acciones en los países emergentes muestra una disminución, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB. Se puede observar que los valores del 2000 no fueron alcanzados en el período 2001 – 2003. No fue hasta el 2004 que las regiones de EMA y Asia mostraron un crecimiento importante. En cambio, en América Latina no se han alcanzado aún los valores previos a la crisis.

#### **Cuadro IV.7**

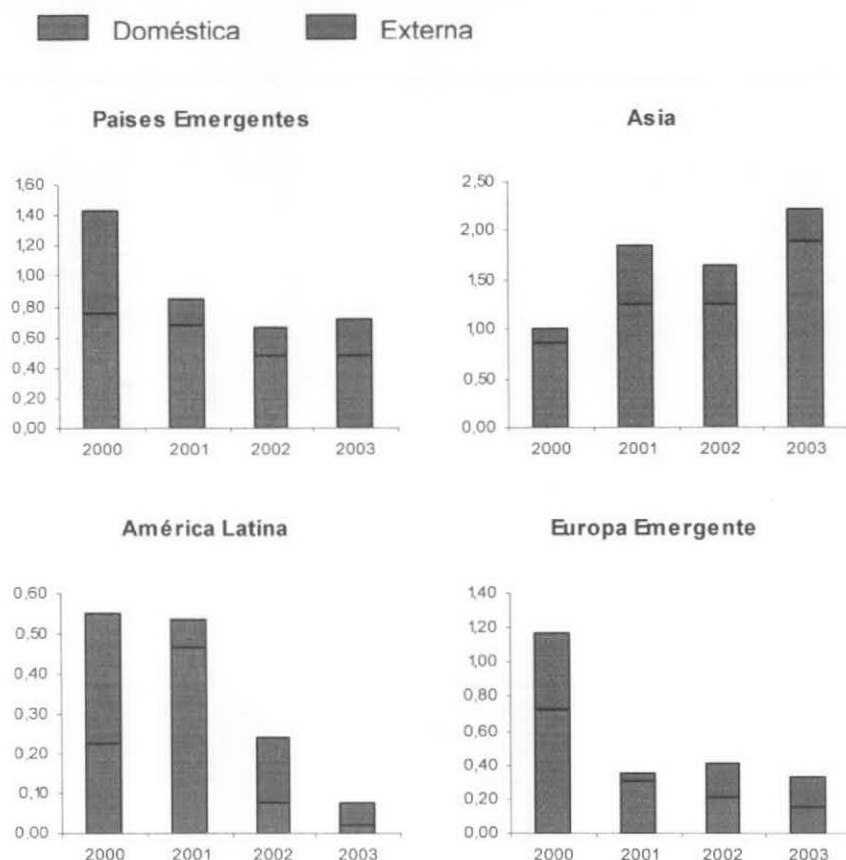
#### **Emisión de Acciones domésticas y externas por Región (como % del PIB).**

<b>Región</b>	<b>Emisión</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
Países Emergentes	Externa	0,68	0,18	0,19	0,24
	Local	0,75	0,67	0,47	0,48
	Total	1,43	0,85	0,66	0,72
América Latina	Externa	0,32	0,07	0,16	0,06
	Local	0,23	0,46	0,08	0,02
	Total	0,55	0,54	0,24	0,08
Europa Emergente	Externa	0,44	0,05	0,19	0,17
	Local	0,73	0,30	0,21	0,15
	Total	1,17	0,35	0,40	0,32
Asia	Externa	0,15	0,59	0,37	0,33
	Local	0,85	1,26	1,26	1,89
	Total	1,00	1,85	1,63	2,22

Fuentes: FMI, Global Financial Stability Report 2005

En el conjunto de países emergentes se aprecia una clara disminución en la emisión de acciones como porcentaje del PIB. Pero, en particular, se puede observar el crecimiento continuo de Asia, que más que duplicó los niveles de emisión en relación al PIB en los últimos cuatro años. En contraposición, en América Latina y EMA este ratio se contrajo considerablemente.

**Gráfico IV.4**  
**Emisión de Acciones domésticas y externas por**  
**Región, como % del PIB.**



Fuentes: Bloomberg L.P, Capital Data, J.P. Morgan Chase & Co., Morgan Stanley Capital International y FMI.

### 4.3 Financiamiento en Argentina en el contexto regional

Durante la década del '90 el financiamiento externo tanto para latinoamérica como el resto de los países emergentes se caracterizó por importantes magnitudes de capitales y luego un abrupto corte del flujo de los mismos, lo cual derivó en crisis internacionales como fueron los casos de Asia 1997, Rusia 1998, Brasil 1999 y Argentina 2001. El común denominador de estos países era fuertes déficit de cuenta corriente que eran financiados por el resto del mundo.

Superadas estas crisis, las economías emergentes fueron recuperándose (en mayor o menor medida) y volviendo paulatinamente a los mercados voluntarios de deuda, alcanzando en 2004 el mismo nivel de financiamiento externo que el máximo histórico observado en 1997. En este contexto, es interesante notar que América Latina todavía se encuentra por debajo de los

niveles alcanzados hacia fines de la década de los '90, siendo Asia y Europa emergente los motores de esta fuerte recuperación.

### Financiación total por país Latinoamericano

En el Cuadro 8 se detalla la deuda doméstica de los países más representativos de América Latina, en el período comprendido entre el año 2000 y 2004. En el caso de Argentina, la reducción significativa de la deuda se debe fundamentalmente a la pesificación de las obligaciones denominadas en dólares a 1,4 pesos por dólar más ajuste por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER).

Tanto la deuda doméstica de Brasil como la de Chile se presentan como estables y con tendencia en aumento, mientras que la deuda de los países de Colombia y México son las de mayor incremento en el período de estudio (79% y 102%, respectivamente).

En todos los países (con excepción de Chile y Argentina) el sector Gobierno lideró este proceso de aumento de la deuda. En particular, el sector público mexicano aumentó su stock de deuda en 109% en el último lustro. En el otro extremo se sitúa Chile, cuyo sector público redujo levemente su stock de deuda doméstica.

**Cuadro IV.8**  
**Stock de deuda doméstica de América Latina, por país emisor**  
**(en billones de dólares americanos)**

País	Emisor	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	Gobierno	33,1	24,5	4,7	9,7	8,7
	Inst. Financiera	6,5	5,5	4,7	3,8	5,2
	Corporativa	7,5	7,3	8,7	8,6	9,6
	Total	47,1	37,3	18,1	22,1	23,5
Brasil	Gobierno	248,7	261,4	170,4	246,6	295,9
	Inst. Financiera	46,2	47,3	39,5	50,6	71,7
	Corporativa	3,4	2,8	1,7	2,7	4
	Total	298,3	311,5	211,6	299,9	371,6
Chile	Gobierno	21,2	18,9	18,7	20,7	20
	Inst. Financiera	10	9,7	8,4	10,4	10,4
	Corporativa	3,6	6,1	7,5	9,7	11,5
	Total	34,8	34,7	34,6	40,8	41,9
Colombia	Gobierno	16,7	19,4	19,2	22,6	29,6
	Inst. Financiera	-	-	-	-	-
	Corporativa	0,1	0,2	0,2	0,3	0,6
	Total	16,8	19,6	19,4	22,9	30,2
Mexico	Gobierno	73,1	113,4	119,3	130,8	153,1
	Inst. Financiera	6	5,9	4,7	4	5,1
	Corporativa	8,2	10,2	9,3	12,9	18,5
	Total	87,3	129,5	133,3	147,7	176,7

Fuente: Bank of International Settlement, International Financial Statistics

En el Cuadro IV.9 puede apreciar el stock de deuda externa de América Latina por país emisor. Al contrario del cuadro anterior, en este caso es Chile el que tiene el mayor aumento porcentual en el período de estudio (122%). No obstante ello, todos los países latinoamericanos parecen haber aprovechado el contexto internacional favorable que se dió desde 2002 en adelante (estudiado al comienzo de este trabajo) para aumentar su stock de deuda de manera significativa.

**Cuadro IV.9**  
**Stock de deuda internacional de América Latina, por país emisor en billones de dólares, 2000-2004.**

País	Emisor	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	Gobierno	57	72,5	75,7	81,4	84
	Inst. Financiera	3,2	2,1	1,5	1,3	1,9
	Corporativa	10,7	10	8,2	6,2	4,6
	Total	70,9	84,6	85,4	88,9	90,5
Brasil	Gobierno	26,5	30,9	35,2	40,2	44,1
	Inst. Financiera	16,9	19,5	24,3	34,2	35
	Corporativa	12,5	12,4	10,6	13,9	11
	Total	55,9	62,8	70,1	88,3	90,1
Chile	Gobierno	0,5	1,2	2,2	3,2	3,9
	Inst. Financiera	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4
	Corporativa	3,9	4,9	6	6,7	6,8
	Total	5	6,7	8,8	10,3	11,1
Colombia	Gobierno	7,5	10,9	11,3	11,7	12,6
	Inst. Financiera	1,1	0,8	0,8	1	0,8
	Corporativa	0,3	0,3	0,3	0,9	0,9
	Total	8,9	12	12,4	13,6	14,3
Mexico	Gobierno	32	29	30,7	38,4	42,5
	Inst. Financiera	12,1	13,4	15,2	17,2	22,3
	Corporativa	22,1	23	19,8	18	16,1
	Total	66,2	65,4	65,7	73,6	80,9

Fuente: Bank of International Settlement, International Financial Statistics.

En el cuadro 10 se observan ratios de deuda doméstica emitida por los sectores Gobierno, Instituciones Financieras y Corporativo como porcentaje del total de deuda emitida (deuda internacional más deuda doméstica).

Argentina presenta el ratio más bajo de los países en estudio para la deuda emitida por el sector gobierno en el período 2000-2004, con un mínimo alcanzado en 2002 luego del default de la deuda y la pesificación, en el que solo 5,8% del total de la deuda emitida por el sector público correspondía a deuda colocada en el mercado local (deuda doméstica). Para el sector de Instituciones Financieras y Corporativo, se observa una suba en el ratio a lo largo del período de estudio, siendo más importante el incremento

mencionado en el sector corporativo, en donde el ratio de deuda doméstica sobre deuda total es de 68% en 2004 contra 41% en 2000, lo que marca un aumento de 26.4%.

Brasil y Chile son los países que presentan mayor ratio en lo que respecta al sector gobierno, manteniendo un promedio de aproximadamente 90% de deuda doméstica como porcentaje del total, aunque es interesante observar como dicho indicador muestra una tendencia bajista a lo largo del período de estudio, debido en parte al contexto favorable disfrutado por los países emergentes a la salida del default argentino y comentado anteriormente en este trabajo.

#### Cuadro IV.10

#### Ratio de deuda doméstica emitida sobre el total para América Latina, en %, 2000-2004.

País	Emisor	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	Gobierno	57	72,5	75,7	81,4	84
	Inst. Financiera	3,2	2,1	1,5	1,3	1,9
	Corporativa	10,7	10	8,2	6,2	4,6
	Total	70,9	84,6	85,4	88,9	90,5
Brasil	Gobierno	26,5	30,9	35,2	40,2	44,1
	Inst. Financiera	16,9	19,5	24,3	34,2	35
	Corporativa	12,5	12,4	10,6	13,9	11
	Total	55,9	62,8	70,1	88,3	90,1
Chile	Gobierno	0,5	1,2	2,2	3,2	3,9
	Inst. Financiera	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4
	Corporativa	3,9	4,9	6	6,7	6,8
	Total	5	6,7	8,8	10,3	11,1
Colombia	Gobierno	7,5	10,9	11,3	11,7	12,6
	Inst. Financiera	1,1	0,8	0,8	1	0,8
	Corporativa	0,3	0,3	0,3	0,9	0,9
	Total	8,9	12	12,4	13,6	14,3
Mexico	Gobierno	32	29	30,7	38,4	42,5
	Inst. Financiera	12,1	13,4	15,2	17,2	22,3
	Corporativa	22,1	23	19,8	18	16,1
	Total	66,2	65,4	65,7	73,6	80,9

Fuentes: Bank of International Settlement, International Financial Statistics.

#### Argentina: Deuda Externa Sector Privado

Durante la década del 90, las empresas radicadas en la Argentina aumentaron sus niveles de exposición al riesgo cambiario. La deuda externa del Sector Privado no Financiero se incrementó en U\$S 55.900 millones en ese período. La credibilidad en el régimen de convertibilidad funcionaba para las empresas como un seguro de cambio que incentivaba el financiamiento en los mercados internacionales de deuda. De esta forma, al financiarse en dólares, los

agentes privados lograban tasas de interés más bajas en relación a las emisiones de deuda en pesos dado que la denominación en divisa sólida incrementó el atractivo de estos instrumentos para los inversores globales.

Sin embargo, en octubre de 2000 se cerraron los mercados voluntarios de deuda para el Sector Público lo que significó un endurecimiento de las condiciones de acceso a los mercados de deuda para el sector corporativo. Posteriormente, la crisis financiera iniciada durante 2001 significó un fuerte drenaje de Reservas Internacionales del BCRA que finalmente impulsó la depreciación del peso. Ello profundizó el estrangulamiento financiero que atravesaban las empresas radicadas en la Argentina, en particular, sobre aquellas empresas que basaban sus actividades en el mercado interno pero habían contraído deudas en el exterior. Esta situación gatillo distintos procesos de reestructuración de deudas durante el bienio 2002-2003, situación que permitió reducir los pasivos financieros del Sector Privado No Financiero.

Las capitalizaciones y/o quitas de deuda ascendieron a un total de US\$ 5.700 millones. Las capitalizaciones o condonaciones de deudas otorgadas por las empresas del mismo grupo (matrices, filiales, sucursales, etcétera) representaron 80% del total con un monto acumulado de aproximadamente US\$ 4.560 millones. La quinta parte restante surgió principalmente de las quitas aceptadas por entidades financieras (12%), proveedores (6%) y tenedores de títulos de deuda (2%) en el marco de procesos de reestructuración.

En una segunda etapa se registró una reducción adicional de la carga financiera del Sector Privado Financiero a partir de la utilización de fondos propios en el exterior para la cancelación de sus compromisos externos que alcanzó a US\$ 3.735 millones en los últimos dos años. Este mecanismo está correlacionado con el incremento de las ganancias empresariales producto de la recuperación económica.

De esta forma, en el bienio 2002-2003, se registró una reducción de la deuda externa del sector privado de US\$ 17.230 millones, que representó una caída del valor de la deuda de 22%. En el cuadro 11 se aprecia la importante disminución de las obligaciones tanto del sector privado financiero (SPF) como el no financiero (SPNF) en este período.

En 2004, la reducción del endeudamiento externo privado ascendió a U\$S 5.886 millones, correspondiendo U\$S 3.267 millones al SPNF y U\$S 2.619 millones al SPF. La cancelación en divisas por parte de los deudores explica más de la mitad de la disminución bruta de la deuda externa del SPNF registrada en 2004.



**Cuadro IV.11**  
**Obligaciones con el exterior del sector privado 2001-2004,**  
**en millones de dólares americanos.**

<b>Sectores</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Total Sector Privado	77,80	65,83	59,98	54,10
No Financiero	61,32	53,24	50,58	47,31
Financiero	16,48	12,59	9,40	6,79

Fuente: BCRA, "La deuda externa del sector privado a fines del cuarto trimestre de 2004".

Como lo demuestra el Cuadro 11, el SPF registró la mayor caída porcentual en el trienio, en el orden del 59% de su deuda externa a diciembre de 2001. En tanto el endeudamiento del SPNF se redujo en un 23% en el mismo período.

**Cuadro IV.12**  
**Obligaciones del SPF y el SPNF con el exterior en 2001-2004 como**  
**porcentaje del total de obligaciones del sector privado.**

<b>Sectores</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
No Financiero	78,82%	80,87%	84,32%	87,46%
Financiero	21,18%	19,13%	15,68%	12,54%

Fuente: BCRA, "La deuda externa del sector privado a fines del cuarto trimestre de 2004".

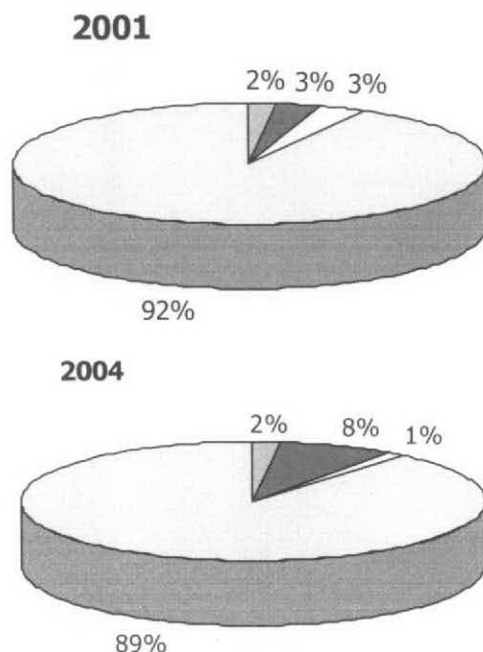
En el cuadro 12 se puede apreciar el cambio en las participaciones del total de las obligaciones contraídas por parte del sector financiero teniendo en cuenta al SPF y al SPNF. En un contexto de reducción de deuda expuesto anteriormente, la participación del SPF en el total mostró una importante disminución, pasando de 21% a fines de 2001 a 13% en 2004. Por su parte, el SPNF creció en participación, totalizando 87% a fines del 2004 respecto 79% alcanzado a fines de 2001.

#### **Obligaciones con el exterior del Sector Privado por monedas de emisión.**

Tomando en primera instancia el SPNF y tal cuál lo muestra el gráfico 5, influyó el aumento de la deuda externa derivada de la variación de los tipos de pases por los cambios en la paridad dólar-euro entre fines de septiembre y fines de diciembre de 2004 (apreciación nominal del orden del 9% de la moneda europea). Si bien las obligaciones externas del SPNF continuaron siendo pactadas fundamentalmente en dólares estadounidenses, se observó un aumento en la importancia del euro en los últimos tres años.

**Gráfico IV.5**  
**Deuda externa del SPNF por moneda de emisión, 2001 y 2004.**

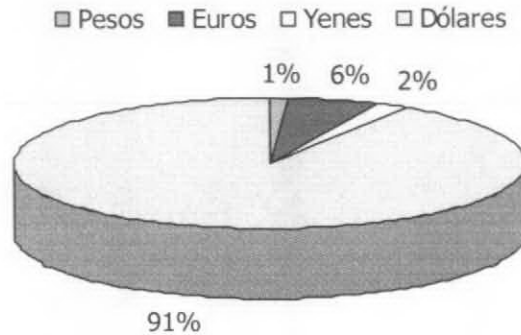
□ Pesos   ■ Euros   □ Yenes   □ Dólares



Fuente: BCRA, "La deuda externa del sector privado a fines del cuarto trimestre de 2004".

En el Gráfico 6 se realiza el mismo estudio pero esta vez para el SPF, en el que se observa que la supremacía del dólar a fines del año 2004 es más importante que en el SPNF, a pesar de la depreciación de esa moneda frente al Euro y el Yen en el período de estudio.

**Gráfico IV.6**  
**Deuda externa del SPNF por moneda de emisión, 2004.**



Fuente: BCRA, "La deuda externa del sector privado a fines del cuarto trimestre de 2004".

**Obligaciones con el exterior del Sector Privado por tipo de deuda.**

En el cuadro 13 se desglosa el total de obligaciones del SPNF por tipo de deuda. En el mismo se puede apreciar que la disminución de las obligaciones del sector se dio en todos los ítems, con excepción de la deuda por servicios. Los títulos de deuda, si bien tuvieron un alza en el 2002 (seguido a la pesificación), acompañaron la tendencia bajista a posteriori.

**Cuadro IV.13**  
**Obligaciones del SPNF por tipo de deuda, en millones de dólares americanos, 2001-2004.**

Tipo de Deuda	2001	2002	2003	2004
Total	61,322	53,327	50,580	47,313
Deuda Financiera	43,377	39,601	36,406	32,633
Títulos de deuda	13,696	14,303	13,672	12,318
Otra Deuda Financiera	29,681	25,298	22,735	20,315
Anticipo y prefin. de exportaciones	5,813	3,628	3,884	3,928
Deuda por importaciones de bienes	10,443	8,227	8,458	8,903
Deuda por servicios	1,688	1,781	1,831	1,849

Fuente: BCRA, "La deuda externa del sector privado a fines del cuarto trimestre de 2004".

En el cuadro 14 se observa para el SPNF la misma tendencia a la baja que en el SPNF, destacándose la caída en las líneas de crédito bancarias. Por su parte, las líneas de crédito financieras también acompañan la tendencia, mientras que los títulos de deuda manifiestan un rebote desde el mínimo alcanzado en 2003. El único ítem que se muestra contrario a la tendencia es

el de Deuda por importación de bienes, debido en parte al cambio de la paridad cambiaria en nuestro país a partir de 2002.

**Cuadro IV.14**  
**Obligaciones del SPF por tipo de deuda, en millones de dólares americanos, 2001-2004.**

Tipo de Deuda	2001	2002	2003	2004
Total	16,477	12,594	9,404	6,785
Líneas de crédito bancarias	7,791	7,094	5,017	2,528
Líneas de crédito comerciales	(*)	(*)	512	209
Líneas de crédito financieras	(*)	(*)	4,505	2,319
Deuda financiera	8,671	5,470	4,361	4,229
Títulos de deuda	4,379	3,133	2,513	3,023
Dépositos	954	56	71	69
Otras Deudas Financieras	3,338	2,282	1,777	1,137
Deuda por importación de bienes	1	26	21	23
Deuda por servicios	13	3	5	4

(\*) Información no disponible.

Fuente: BCRA, "La deuda externa del sector privado a fines del cuarto trimestre de 2004".

#### 4.4 Sistema Financiero

A fines de 1994, el sistema financiero argentino fue afectado fuertemente por la crisis mexicana, que provocó a nivel agregado una caída de los depósitos del sistema de 18%, resultando algunos bancos particularmente afectados. En este contexto, el Gobierno implementó una serie de reformas de las regulaciones prudenciales a la vez que se abrió un proceso de adquisiciones y fusiones de entidades bancarias.

## Gráfico IV.7



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Por un lado, la política preventiva del BCRA, de altos capitales mínimos y requisitos de liquidez, persiguió el objetivo de hacer más líquido y solvente el sistema financiero. Asimismo, se instrumentó un programa de Pases contingentes (REPOS) para dotar al Banco Central de un rol de prestamista de última instancia.

Este proceso permitió mejorar los indicadores de liquidez y capitalización del sistema financiero en su conjunto e impulsar un mayor desarrollo financiero. No obstante ello, los bancos enfrentaban algunas vulnerabilidades, como el riesgo cambiario por la alta dolarización del sistema y la creciente exposición al sector público.

Sin embargo, durante la segunda mitad de los noventa, convergieron varios factores a escala global y regional que hicieron estos riesgos más evidentes. En efecto, la apreciación del dólar a nivel global, la caída de los términos de intercambio y la depreciación exitosa de la moneda de nuestro principal socio comercial (Brasil) sumergieron a la economía en una profunda recesión

En 2001, luego de cuatro años de recesión en la que se acumularon fuertes desequilibrios macroeconómicos, la crisis terminó de desatarse a través del sistema financiero. La salida de depósitos, que alcanzó a 22% del total, terminó impulsando el 30 de noviembre de 2001 la imposición de una restricción a las extracciones, posteriormente denominada "corralito".

En enero de 2002, la convertibilidad que ya había sido abandonada *de jure* fue dada de baja *de facto*. El Banco Central había perdido más de 40% de sus

reservas internacionales y el sistema financiero registraba una caída de 20% de sus depósitos. Adicionalmente, en febrero de 2002, el gobierno introdujo una pesificación asimétrica en los balances de los bancos. Estas medidas si bien provocaron una pérdida de capital tanto a ahorristas como a deudores, permitieron una pronta recuperación de la liquidez que fue esencial para que el sistema financiero no perdiera su rol en el sistema de pagos. En efecto, la pesificación de las deudas del sistema financiero acotó los problemas de insolvencia que enfrentaban los deudores en el medio de la crisis económica.

### Gráfico IV.8



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

No obstante ello, el Gobierno introdujo medidas para compensar a los bancos por la pesificación asimétrica a la vez que se fueron levantando algunas restricciones a la inmovilización de los depósitos. Los depósitos comenzaron a registrar un crecimiento positivo en septiembre de 2002 a partir de la estabilización macroeconómica y llevan tres años de crecimiento continuo. Esta recuperación ha permitido la recomposición de la liquidez bancaria, aunque en términos del PIB la profundidad financiera se encuentra en niveles inferiores a los alcanzados antes de la crisis. Por su parte, el crédito tuvo una más lenta recuperación, siendo que recién en mayo de 2004 alcanzó variaciones interanuales positivas. En este contexto, se observa una fuerte reducción del costo de los préstamos, que en algunas líneas se ubican por debajo de los niveles alcanzados durante la convertibilidad.

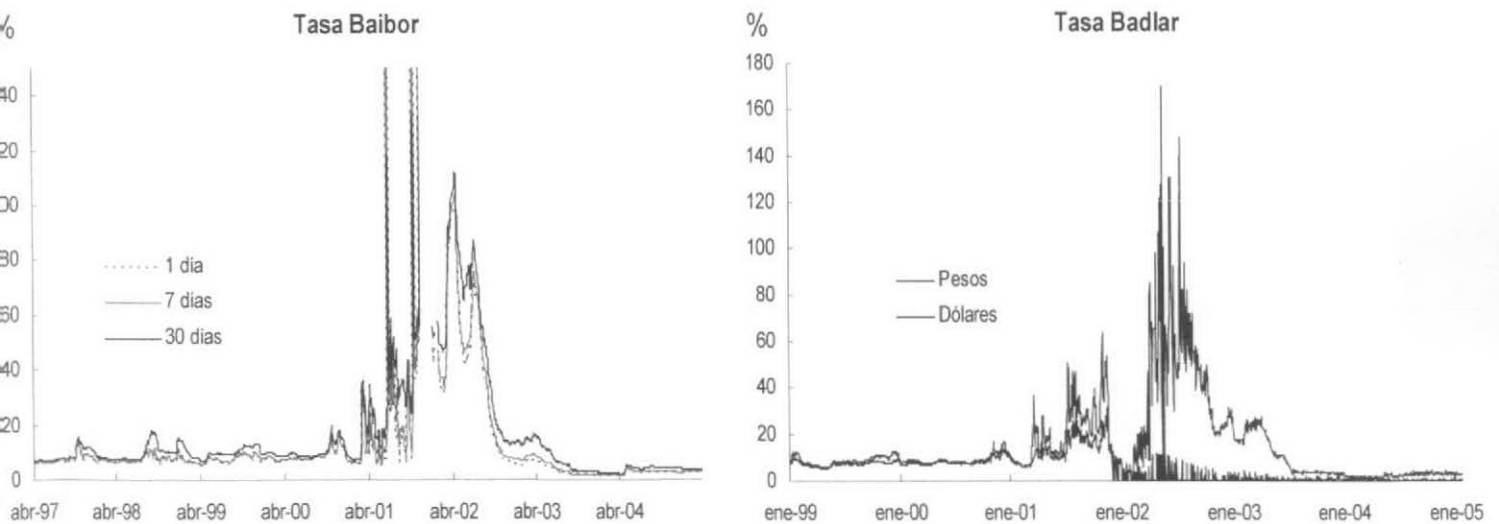
Por otra parte, cabe destacar que se ha registrado una mejora de la solvencia en términos de una reducción de la cartera irregular sobre el total de financiaciones, mientras que la paulatina mejora en la rentabilidad del sistema ha consolidado la capitalización alcanzada por los bancos en el período post-crisis.

Por último, en la actualidad, el análisis sobre la situación de las tasas de interés resulta más complejo que con las demás variables. La razón principal es que no hay tasas de referencia comúnmente aceptadas con la cual realizar compensaciones.

Asimismo, el acontecer de la crisis financiera local de 2001 y el posterior default de la deuda pública, dificultan aún más el análisis ya que gran parte de los movimientos que se observaron en las tasas de interés en períodos recientes responden a situaciones intrínsecas al sistema local por los resabios de la crisis de confianza que atravesó el sector bancario, quedando casi completamente aislado de la situación internacional.

No obstante, una noción aproximada se puede realizar mediante el comportamiento de dos tasas de interés que al menos resultan representativas de las tendencias generales como son las tasas Badlar (tasa pasiva) y Baibor (tasa interbancaria).

**Gráfico IV.9**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Como se puede apreciar en el gráfico N° 9, la etapa de crisis sistémica de finales de los noventa y principios del nuevo siglo salta a la vista por el importante incremento que se observa en la trayectoria de las tasas.

Tras un proceso de lenta normalización del contexto macroeconómico, desde 2004 las tasas mostraron un comportamiento relativamente estable, manteniéndose en niveles históricamente bajos en términos nominales y más

aún reales (la tasa Baibor a 1 día se ubicó en promedio en los últimos 2 años en 2,5% contra un promedio para los años 1997 a 2000 de 7,4%, en tanto que la tasa Badlar en los últimos dos años se ubicó en promedio en 2,7% contra un nivel superior a 8,5% para el período 1999-2001).

Sin embargo, cabe destacar que desde comienzos de 2005, de manera más alineada al contexto internacional, con la incipiente aceleración de la inflación local y las crecientes necesidades de esterilización del BCRA producto de la política de intervención en el mercado de cambios, las tasas iniciaron un ciclo alcista, aunque aún se mantienen en niveles bajos.

### **Préstamos al sector privado**

La dinámica del sistema financiero local logró sortear con éxito relativo las crisis en los distintos países emergentes antes expuestas para finalmente sucumbir a fines de 2001.

El deterioro de las cuentas fiscales como consecuencia de la recesión iniciada en 1998 y el cierre de los mercados de deuda internacionales en el año 2000 fueron las principales causas del aumento en la financiación del sector gobierno por parte de los bancos en el período 1998-2001.

Mientras la situación macroeconómica se deterioraba, lo mismo ocurría con las condiciones crediticias de las empresas del sector privado. Asimismo, este proceso se agravó con el desplazamiento del financiamiento bancario por parte del Sector Público al Sector Privado.

En teoría, al incrementarse el riesgo país la exposición del sistema financiero a los títulos públicos debería disminuir. Sin embargo, en esta última crisis no se observó este comportamiento como consecuencia de una multiplicidad de factores. En gran medida, los bancos operaron como grupo y tomaron como política seguir cubriendo las necesidades de financiamiento crecientes del Sector Público a fin de evitar que éste entre en cesación de pagos de sus obligaciones financieras. Mientras tanto cabe destacar que el sistema financiero continuaba beneficiándose de las altas tasas de interés que pagaba el Gobierno.

En el cuadro 15 se observa el total de bonos del gobierno sobre el total de activos y el total de bonos del gobierno más los préstamos al gobierno sobre el total de activos, para el período 1995-2004. A medida que la situación macro-financiera se deterioraba, la exposición al sector público por parte de los bancos se incrementaba (1998-2001). Desde enero de 1995 hasta septiembre de 2001, el total de bonos del gobierno sobre el total de activos financieros aumentó 203%. Si tomamos además los préstamos al sector gobierno, el aumento fue de 116%.

La tendencia creciente de absorción de deuda pública por parte del sector bancario alcanza un máximo en 2003 y comienza a revertirse a posteriori.



### Cuadro IV.15

#### Financiación al sector público sobre total de activos del sistema financiero en %, 1995-2004.

Ratio	Ene-95	Ene-98	Sep-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04
Bonos gobierno/total de activos	3,3	2,9	10,0	15,7	20,4	17,7
Bonos gobierno+prestamos al gobierno/total de activos	9,7	12,7	18,7	39,3	38,1	32,2

Fuente: Base de datos del Banco Central de la República Argentina.

En el gráfico 10 se aprecia una figura de doble eje como comparativo de los depósitos del sector privado versus el ratio del total de bonos del gobierno más los préstamos al gobierno sobre el total de activos del sistema financiero para el período 1998-2004. En el mismo se observa la tendencia ascendente del ratio (por las razones expuestas anteriormente) y la tendencia descendente de los depósitos del sector privado, a medida que la crisis y la corrida bancaria se iba materializando. Ambas curvas se interceptan en el estallido de la crisis económica (Diciembre de 2001), acentuando sus tendencias.

Para esa fecha, las características propias del régimen de convertibilidad del peso y el alto grado de dolarización de los depósitos pusieron de manifiesto la fragilidad global del sistema e indujeron al retiro masivo de depósitos, lo cuál impactó de inmediato en la disminución simultánea de las reservas internacionales del Banco Central y en la liquidez general de la economía.

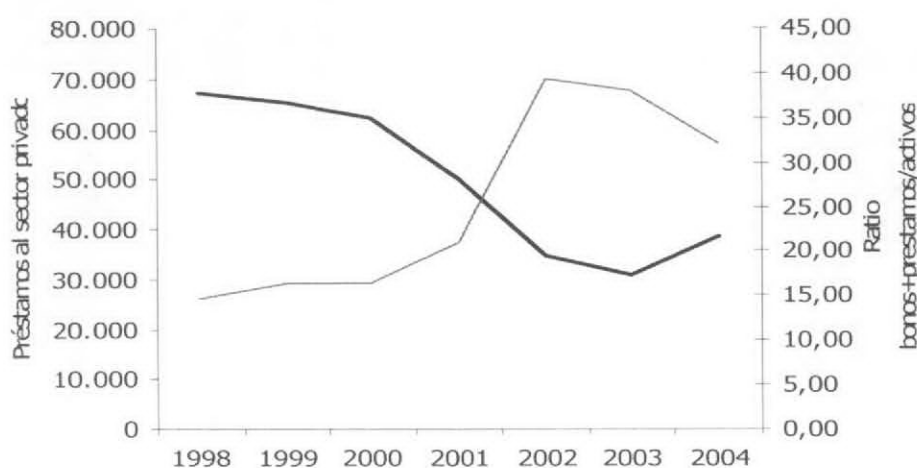
Observando el gráfico se puede apreciar como, aún cuando la crisis se desató a fines de 2001, el financiamiento bancario al sector privado marcó un punto de inflexión a partir de 2000. Así, el crédito doméstico para ese sector se contrajo tanto por el desplazamiento por parte del sector público como por el efecto de prevención respecto de la capacidad de pago de las familias y empresas.

De esta forma, entre 1998 y 2001, el crédito al sector privado tuvo una merma de 22,5% mientras que el fondeo al sector público en el mismo período se expandió 27,3% en un contexto en el cual el crédito bancario total se contrajo un 6%. Esta contracción del crédito al sector privado se centró en las financiaciones de menor plazo, típicamente los descubiertos y adelantos de cuenta corriente, a las que se sumaron las líneas comerciales de corto plazo, las cuales tendieron a no ser renovadas en el momento de su vencimiento.

De tal manera se combinaron dos efectos: por un lado se redujo el crédito bancario total (como resultado de la agudización de la crisis), y por otro lado, se produjo un efecto *crowding out* por parte del sector público, situación que

derivó en una disminución global de 15% en la disponibilidad de crédito al sector privado.

**Gráfico IV.10**  
**Ratio sector público Vs. Préstamos sector privado (en millones de pesos).**



Fuente: Base de datos del Banco Central de la República Argentina.

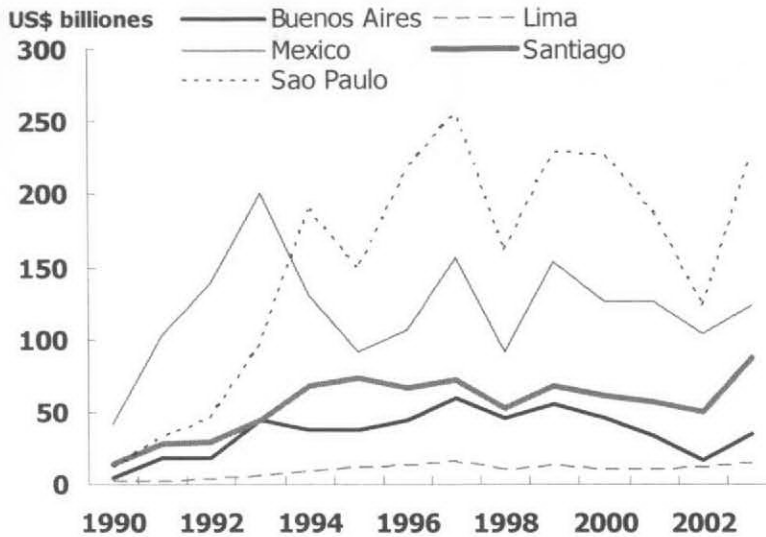
### **Mercado accionario regional.**

Tanto los índices bursátiles como la capitalización bursátil de los distintos mercados de capitales latinoamericanos mostraron una marcada volatilidad en sus niveles en el período 1990-2004, producto de las condiciones cambiantes en las finanzas regionales y las crisis antes expuestas.

La dependencia de los flujos de inversión externa en los mercados de capitales de América Latina es distinta según la estructura, tamaño y grado de apertura. En ese sentido, los mercados de Brasil y México son vistos como los *benchmark* (puntos de referencia) de la región, debido principalmente a su grado de desarrollo. El gráfico 11 muestra una serie histórica de la Capitalización Bursátil de los mercados de capitales de América Latina, en el período 1990-2002.

Además de exponerse la volatilidad descripta el período de estudio, en el mismo se podrá observar el liderazgo histórico a partir de 1994 del mercado de Sao Paulo, Brasil, como el de mayor tamaño. En segundo lugar en importancia, se ubica el mercado mexicano seguido por el de Santiago de Chile, el mercado argentino y por último la bolsa de valores de Lima, Perú.

**Gráfico IV.11**  
**Serie histórica de Capitalización Bursátil para América Latina en billones de dólares americanos, 1990-2002.**



Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

### Capitalización Bursátil

El mercado de capitales cumple un rol de vital importancia dentro de un sistema financiero. En mercados que se asemejan a los de competencia perfecta, sobre todo los de los países avanzados, el sector privado cuenta con mayores atractivos para financiarse en los mercados de capitales que en el sector bancario. De esta forma, una de las funciones de un mercado de capitales es resolver asimetrías de información a través de la fijación de precios para el paso del tiempo y el nivel de riesgo. Con estos precios indicativos, los oferentes y demandantes de capital llegan a un acuerdo sobre transacciones de activos.

Una medida de aproximación al grado de desarrollo de un mercado de capitales está dada por su capitalización bursátil. La capitalización bursátil consiste, a nivel individual, en el valor de mercado de una empresa, que se obtiene de multiplicar la cotización de sus acciones en el mercado por el número de acciones emitidas.

A nivel general, se puede obtener la capitalización bursátil del mercado, que es la suma de la capitalización de cada uno de los valores cotizados y permite su comparación con otros mercados para calcular su dimensión relativa.

## Capitalización Bursátil en la Argentina

En primer lugar se desagregan los componentes de la capitalización bursátil local, entre empresas domésticas y empresas extranjeras, para determinar que porcentaje del total de las empresas que cotizan en el mercado pertenece a empresas de capitales nacionales y que porcentaje a multinacionales.

En el cuadro 16, se observa la alta dependencia del mercado local a la emisión de acciones de las empresas internacionales, con una participación en la capitalización bursátil superior a 80% del total.

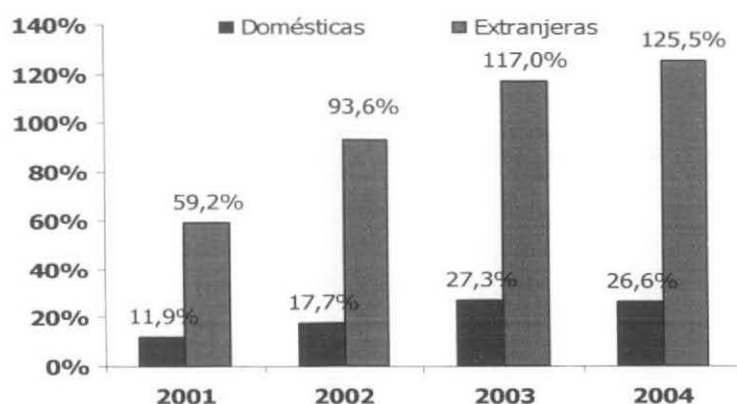
**Cuadro IV.16**  
**Composición de la capitalización bursátil en la Argentina, 2001-2004.**

Año	Empresas Domésticas		Empresas Extranjeras		TOTAL
	En mill. U\$S	En %	En mill. U\$S	En %	
2001	31.984	16,74%	159.115	83,26%	191.099
2002	16.448	15,93%	86.832	84,07%	103.280
2003	34.905	18,92%	149.580	81,08%	184.486
2004	40.526	17,49%	191.209	82,51%	231.735

Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

Otra forma de analizar esta descomposición por grupo de origen es a través de la evolución de su capitalización como porcentaje del PIB (gráfico 12). Se aprecia un aumento de la capitalización continuo de las empresas extranjeras, mientras que las empresas domésticas, si bien tuvieron un crecimiento importante en el período de la salida de la crisis financiera de 2001, mostraron un leve estancamiento a partir de 2003. La recuperación significativa de capitalización que se observa en el gráfico 12 está sustentada en la recuperación de la economía del país y las mejores perspectivas macroeconómicas.

**Gráfico IV.12**  
**Composición de la capitalización bursátil como porcentaje del PBI**



Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

La Capitalización Bursátil de empresas domésticas como porcentaje del PIB permite comparar dimensiones relativas de los mercados de capitales de distintos países. En el cuadro 17 se realiza un estudio comparativo de Capitalización Bursátil como porcentaje del PIB entre México, Argentina, Brasil, Chile, Canadá, Australia y Estado Unidos, para el año 2003.

**Cuadro IV.17**

**Comparativo de Capitalización Bursátil como porcentaje del PBI, 2003.**

Variable	Mexico	Argentina	Brazil	Chile	Canada	Australia	USA*
PIB en U\$S **	623,9	144,8	493,9	89,3	714,5	11750,4	358,0
Capitalización Bursátil	126,3	35,0	226,4	87,5	611,5	11329,0	375,6
Capitalización Bursátil (en % del PIB)	20,2	24,2	45,8	98,0	85,6	96,4	104,9

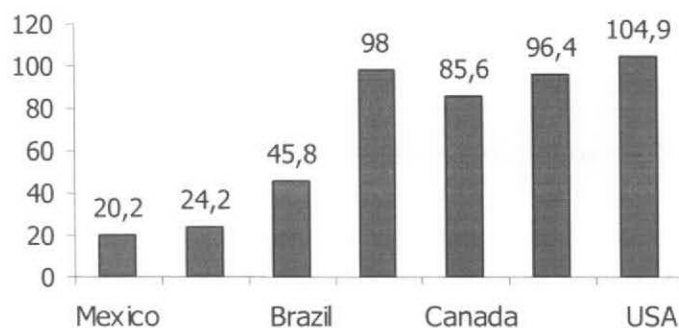
(\*) PIB de USA en trillones de u\$s.

(\*\*) A precios corrientes.

Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

El mercado de capitales mexicano es el de menor desarrollo según el ratio Capitalización Bursátil/PIB, seguido por el mercado de capitales argentino. La mayor capitalización bursátil como porcentaje del PIB para América Latina corresponde a Chile (98%). Asimismo, se observa que a excepción de Chile los niveles de capitalización bursátil relativos al PIB de los países latinoamericanos se encuentran significativamente por debajo de los alcanzados en las economías desarrolladas.

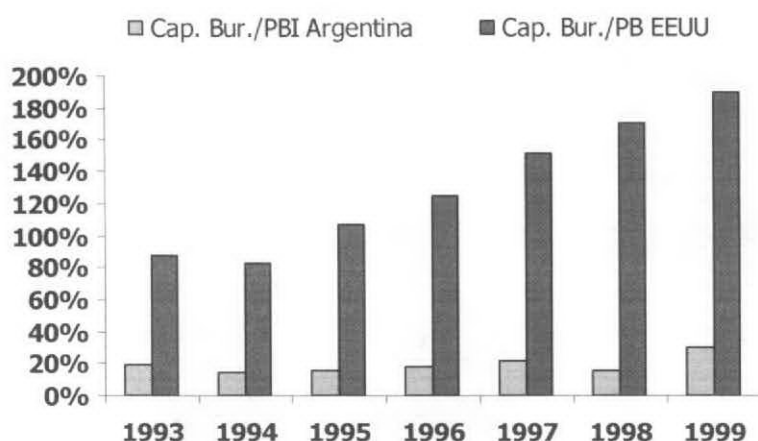
**Gráfico IV.13**  
**Capitalización Bursátil como porcentaje del PIB comparativo, 2003.**



Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

En el Gráfico 14 se realiza un comparativo de la capitalización bursátil como porcentaje del PIB de Argentina vs. Estados Unidos (considerando solo el NYSE y el NASDAQ), para el período 1993-1999. De esta forma, se aprecia la escasa utilización que hacen las empresas locales del mercado de capitales.

**Gráfico IV.14**  
**Capitalización Bursátil como porcentaje del PBI, Argentina vs. EEUU, 1993-1999.**



Fuente: Universidad del CEMA, Departamento de Economía.

### Principales sectores por participación en la Capitalización Bursátil

Para analizar los principales sectores por participación en la Capitalización Bursátil, es útil primero considerar la cantidad de empresas domésticas y extranjeras autorizadas a cotizar por la C.N.V. (Comisión Nacional de Valores) en los últimos años.

**Cuadro IV.18**  
**Empresas Domésticas y Extranjeras Autorizadas a Cotizar, 2001-2004.**

Período	Total	Domésticas	% Domésticas	Extranjeras	% Extranjeras
2001	119	116	97,48%	3	2,52%
2002	114	110	96,49%	4	3,51%
2003	110	106	96,36%	4	3,64%
2004	107	103	96,26%	4	3,74%

Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

En el cuadro se observa el bajo ratio de empresas extranjeras autorizadas a cotizar como porcentaje del total, a pesar de lo cuál y según lo visto en el cuadro 16, su participación en la capitalización bursátil total es muy elevada. Tal comportamiento refleja la importancia en el mercado de capitales doméstico de las pocas empresas extranjeras que cotizan en la bolsa.

**Cuadro IV.19**  
**Capitalización Bursátil de Empresas**  
**Extranjeras en millones de pesos, 2001-2004.**

<b>Empresa</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Telefónica	82478	131531	210625	280008
Santander	49175	101480	151997	177861
Repsol	27461	54923	70179	94101
Tenaris	0	4691	6965	17354
<b>TOTAL</b>	<b>159115</b>	<b>292625</b>	<b>439767</b>	<b>569324</b>

Fuente: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

En el Cuadro 20 se observa un desglose sectorial de la capitalización bursátil por participación, considerando las empresas extranjeras en primer lugar y sin considerar las mismas luego. Cuando se computa la participación de las empresas extranjeras, solamente tres sectores explican 93% de la capitalización total. Los sectores citados son Telecomunicaciones, Bancos y Petróleo y Gas. La participación de los Holdings, si bien continúa siendo marginal, tuvo un crecimiento exponencial de 200% entre diciembre de 2004 e igual periodo de 2003, convirtiéndose en el sector con mas crecimiento.

**Cuadro IV.20**  
**Principales Sectores por Participación en la Capitalización Bursátil,**  
**2001-2004.**

<b>Considerando Empresas Extranjeras</b>	<b>Dic-01</b>	<b>Dic-02</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Dic-04</b>
Telecomunicaciones	45,2%	38,9%	40,6%	42,2%
Bancos	27,3%	30,5%	30,2%	27,6%
Petróleo y Gas	22,8%	23,4%	23,4%	23,4%
Holdings	0,7%	1,8%	1,6%	2,7%
Ind. Metalúrgica y Siderúrgica	1,8%	3,1%	2,0%	2,1%
<b>TOTAL</b>	<b>97,8%</b>	<b>97,7%</b>	<b>97,7%</b>	<b>98,0%</b>
<b>Sin Considerar Empresas Extranjeras</b>	<b>Dic-01</b>	<b>Dic-02</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Dic-04</b>
Petróleo y Gas	50,3%	48,1%	55,4%	55,7%
Ind. Metalúrgica y Siderúrgica	10,8%	19,6%	10,6%	12,1%
Bancos	9,4%	8,3%	11,2%	10,6%
Telecomunicaciones	12,1%	6,7%	9,2%	9,1%
Holdings	4,1%	2,7%	1,4%	1,2%
<b>TOTAL</b>	<b>86,8%</b>	<b>85,4%</b>	<b>87,9%</b>	<b>88,7%</b>

Fuentes: Base de datos del IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

Al computar la participación de los sectores por capitalización bursátil sin tener en cuenta a las empresas domésticas, el sector de Petróleo y Gas es el que acapara por sí solo 56% de la capitalización, y el sector de Industria Metalúrgica y Siderúrgica aparece en segundo lugar en orden de importancia con 12% del total. Por su parte, el sector Telecomunicaciones, al quitarle la capitalización perteneciente a empresas extranjeras, se ubica en el primer lugar al cuarto lugar, y su importancia decrece hasta explicar 9,1% del total.



## ACTIVIDAD 5: EVOLUCIÓN DE DEPÓSITOS, CRÉDITOS Y TASAS DEL SISTEMA FINANCIERO. PROYECCIÓN DE CORTO PLAZO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MONETARIAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

La presente actividad fue dividida en dos partes: la primera describe la evolución de depósitos, créditos y tasas del sistema financiero, mientras que la segunda habla de las proyecciones.

La primer parte fue incorporada a la Actividad 4, punto 4, Sistema Financiero (páginas 55-61) dado que se consideró necesaria la presentación previa de lo ocurrido en el sistema financiero durante estos últimos años. La segunda parte de la presente actividad figura a continuación.

De acuerdo al REM que realiza el Banco Central, se espera que las variables representativas del sector financiero presenten una importante recuperación en términos nominales en el stock de depósitos y préstamos del sector privado no financiero, que alcanzarían en diciembre de 2005 incrementos anuales de 19% y 27% respectivamente. Si bien estos datos resultan alentadores, aún se estaría lejos de los valores promedios de los stocks de depósitos y préstamos medidos en términos del PIB que se alcanzaron durante la década de los 90 (19% del PIB en el caso de depósitos y 7,4% del PIB para préstamos en promedio en el período 1993 – 2000).

**Gráfico V.1**



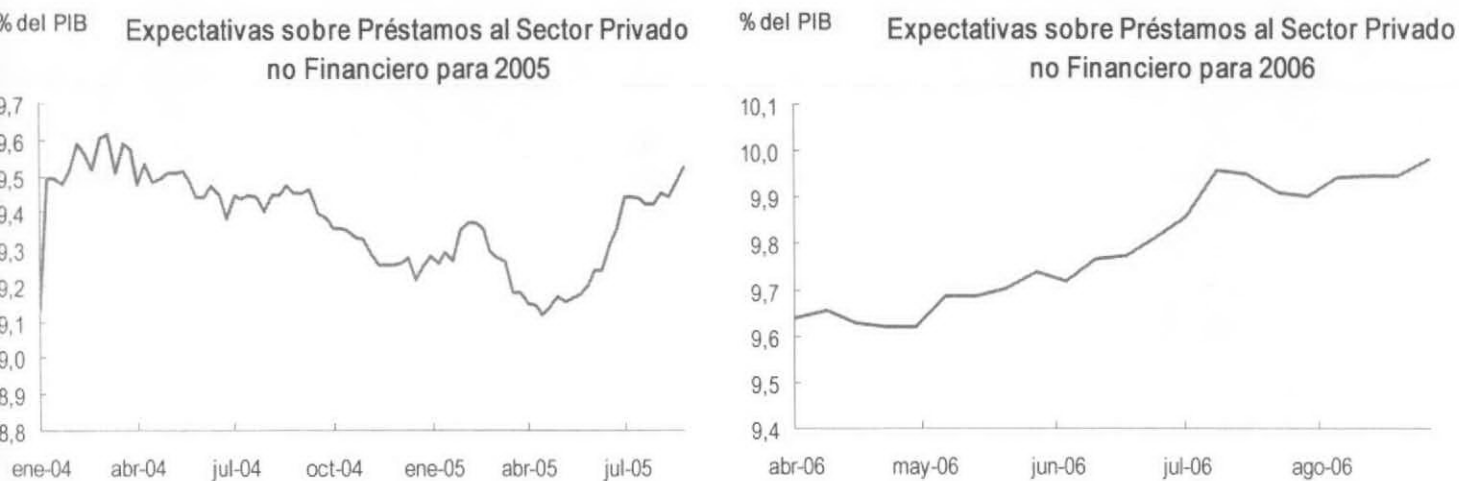
Fuente: REM

De hecho, medido contra las estimaciones de Producto del mismo relevamiento, se observa un deterioro frente a las expectativas imperantes un año atrás, lo cual arroja una visión respecto a la situación del sistema financiero que no resulta del todo optimista.

En cuanto a los depósitos del sector privado en 2006, se espera que los mismos crezcan 12% respecto al corriente año, ubicándose levemente por debajo de la tasa esperada de crecimiento nominal del PIB. Sin embargo, por el lado de los préstamos las expectativas para el próximo año si son mucho

más alentadoras, se espera que los créditos al sector privado aumenten 18%, aunque claro está, el punto de partida es muy inferior en este caso.

**Gráfico V.2**



Fuente: REM

En suma, mientras que los depósitos se mantendrían en términos del PIB en el nivel actual (aún por debajo de los máximos previos a la crisis de 2001), los préstamos continuarían recuperando participación en términos del Producto, aún lejos de mostrar cifras similares a los niveles de la década pasada.

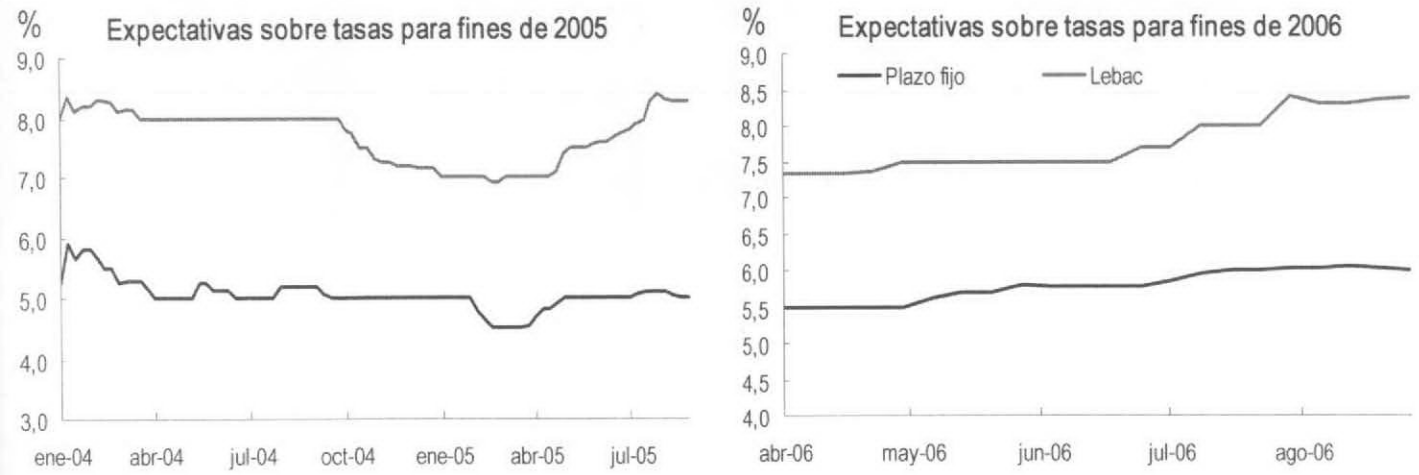
Por su parte, en un contexto de mayor inflación doméstica, ingreso de capitales presionando sobre el tipo de cambio y ajuste al alza en las tasas de interés de referencia en los mercados internacionales, los tipos de interés en el mercado local han mostrado una importante reacción. En el caso de las estimaciones sobre la tasa que pagarían las Letras del Banco Central (Lebac), tras mantenerse en los primeros cuatro meses del año en un entorno a 7% para las de 12 meses de duración, desde mayo comenzó una clara tendencia al alza (justificada en gran medida por la necesidad de esterilización del BCRA) marcando que en la última encuesta, la expectativa para diciembre se ubique en 8,26%.

Cabe destacar que este movimiento de tasa no se vio acompañado por las de plazo fijo que pagan los bancos ya que las correspondientes a 30 días que releva la encuesta de expectativas del BCRA se mantuvo en 5%, destacándose el hecho de que se ubicaron a lo largo del período de referencia en territorio negativo si se la ajusta por inflación, situación que debería comenzar a corregirse en un plazo inmediato.

Para el próximo año, tanto las tasas de Lebac como de plazo fijo se espera que continúen en alza, aunque se con una suba más marcada en el último caso. En efecto, las que debería pagar el BCRA por sus títulos se ubica en 8,4% es decir solo 14 puntos básicos (p.b.) por arriba de la estimación para

finales de 2005, en tanto que para plazo fijo se espera una tasa a finales de 2006 de 6%, vale decir 100 p.b. más que lo que se pagaría a fin del corriente año.

**Gráfico V.3**



Fuente: REM

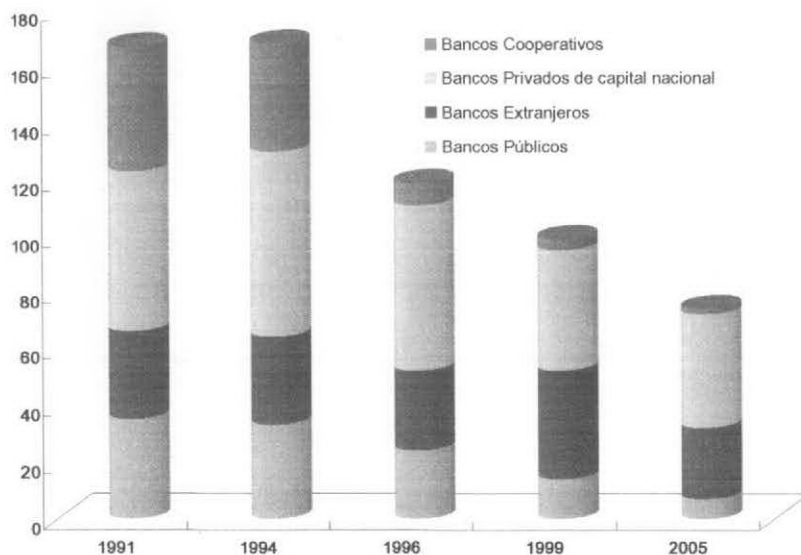
## ACTIVIDAD 6. ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL DEL SISTEMA FINANCIERO. ANÁLISIS DE FORTALEZAS Y DEBILIDADES: RATIOS DE RENTABILIDAD, SOLVENCIA Y LIQUIDEZ.

### 6.1 Introducción

A julio de 2005 el sistema financiero argentino contaba con 91 entidades, las cuales se reparten en 74 bancos, 15 financieras y 2 cajas de crédito. La distribución de las entidades por el origen de los propietarios muestra un marcado cambio en la tendencia a la desnacionalización observada a lo largo de la década pasada. En efecto, luego de la crisis de finales de 2001, la banca nacional comenzó a ganar participación en el total de los activos del sistema. En particular, teniendo en cuenta que de los 91 bancos, 25 son extranjeros, el proceso de fusiones y adquisiciones que elevó en forma importante la participación de los bancos de propiedad extranjera sobre el total del sistema en aquél período, hoy parece revertirse.

**Gráfico VI.1**

### Composición del sistema bancario por tipo de entidad



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA.

En cuanto a la división entre propiedad pública y privada, el proceso de privatizaciones que signó los años 90 resultó replicado en el sistema financiero. En efecto, actualmente se cuenta con una participación de 7 entidades públicas, de los cuales solamente 2 son nacionales y las demás provinciales o municipales, mientras que entre los privados se cuentan 67, de los cuales han sobrevivido 2 cooperativos.

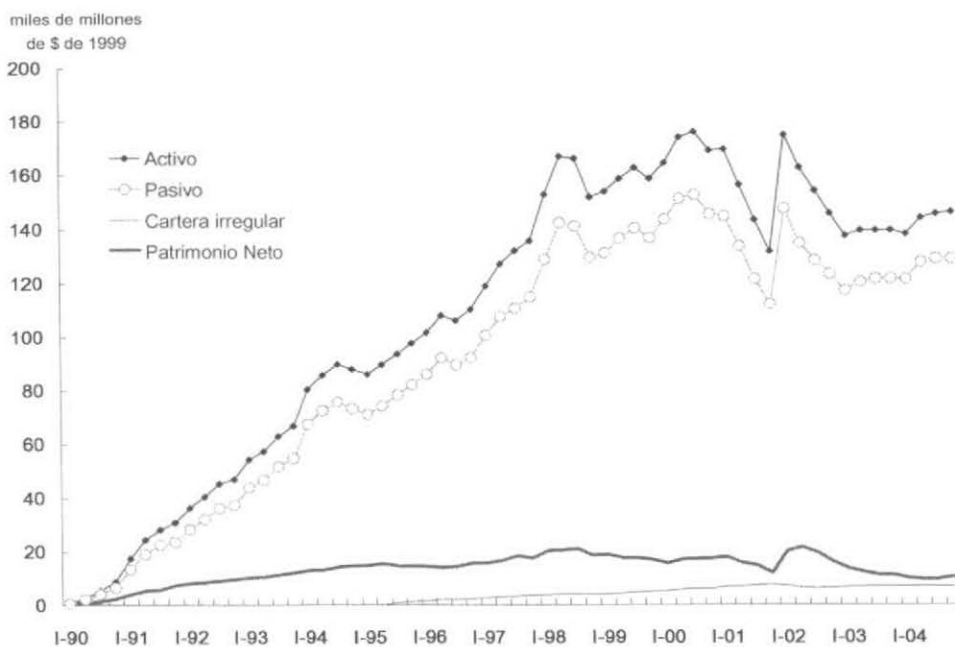
Tomando la misma información para diciembre de 1991, el total de entidades bancarias llegaba a 167, de los cuales 33 eran públicas, 31 extranjeras, 44 cooperativas y 57 privados nacionales. En tanto que a finales de 1999, la composición mostraba una menor cantidad total de entidades, principalmente por una reducción en la cantidad de entidades públicas (pasó a 14 entidades) y cooperativas (quedaban solo 4). Claramente se ha producido un fuerte proceso de concentración, ya que no solo se redujo el número de entidades bancarias, sino que esto ha sido acompañado por un aumento significativo en los montos de depósitos que perciben unas pocas entidades.

### 6.1.1 Pasivos

Con relación al análisis del pasivo del sistema tanto denominado en moneda nacional como extranjera, se observa que a comienzos de la década pasada el total de entidades alcanzaba \$23.466 millones en diciembre de 1991 (medidos a precios de 1999) pasando por un pico de \$75.586 millones previo al Tequila. Tal comportamiento implicó que en el lapso de tres años los pasivos en el sistema bancario argentino se triplicaran, aunque partiendo de un nivel bajo de referencia determinado por la hiperinflación y la incautación de los depósitos a plazo que se llevó a cabo al inicio de la década pasada. Sobre mediados de 2000, el sistema tenía en su haber \$152.573 millones, lo que implicó una nueva cifra récord.

**Gráfico VI.2**

### **Evolución de las cuentas del Balance de las entidades financieras**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA.

La tendencia positiva del período de convertibilidad no resultó continua dado que la sucesión de desequilibrios macroeconómicos en diferentes economías emergentes (México a finales de 1994, Sudeste Asiático a mediados de 1997, default ruso y devaluación brasilera en 1999) determinaron una serie de shocks sobre la economía que afectaron al sistema financiero.

En particular, la materialización de la Crisis del Tequila sobre el sistema local significó una caída de 17% aproximadamente de los depósitos totales desde finales de diciembre de 1994 hasta mediados de abril de 1995. Los depósitos se contrajeron desde \$44.381 millones a \$37.776 millones, recuperándose los montos alcanzados en diciembre de 1994 recién en enero de 1996. En relación con el efecto directo sobre las entidades, se calcula que a lo largo del año 1995 salieron del sistema 14 bancos privados de propiedad nacional.

Con posterioridad al impacto de la crisis mexicana, el crecimiento en el monto de depósitos se sostuvo en una tendencia creciente con baja volatilidad, resultando destacable que ante nuevos shocks externos, el comportamiento de los indicadores más importantes del sistema financiero argentino, no reflejó alertas de importancia. Esto pudo deberse en gran parte a las medidas adoptadas por el BCRA durante el efecto Tequila, dirigidas a consolidar el sistema.

No obstante, el comienzo del nuevo siglo presentó un fuerte revés sobre la economía argentina y el sistema financiero en particular. Tras tres años de recesión económica, un contexto internacional adverso, elevado nivel de endeudamiento público, con cierre de mercado de capitales para refinanciar pasivos, el sistema financiero comenzó a registrar desde el inicio del año 2001 una fuerte salida de depósitos del sector privado que totalizó en el año más \$15.200 millones, equivalente a 20% de los mismos, situación que en gran medida provocó la imposición del "corralito".

Los depósitos bancarios se recuperaron impulsados por el crecimiento económico y un paulatino retorno de la confianza por parte de los ahorristas en el sistema. En este sentido fue clave la desprogramación de los depósitos, proceso que casi ha sido completado. Si bien los depósitos en relación al PIB todavía se ubican en niveles inferiores a los de la crisis, en la actualidad, duplican el nivel mínimo alcanzado durante la misma.

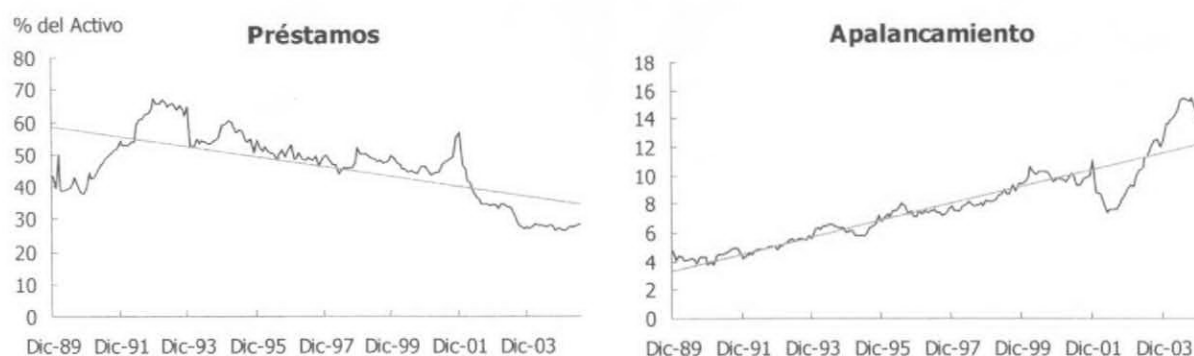
De acuerdo a la información a julio de 2005, el total de pasivos del sistema financiero llegaba a \$193.075 millones de pesos, aunque medidos a precios constantes de 1999 esta cifra se reduce a \$119.050 millones, es decir, un nivel similar al vigente a comienzos de 1998.

### **6.1.2 Activo**

En relación con el activo del sistema, su evolución reflejó en mayor medida las fluctuaciones registradas en los pasivos, aunque cuando se mide el grado de apalancamiento del total de entidades, se observa una clara tendencia creciente a lo largo de los últimos 15 años. Sin embargo, las cifras sobre el

efecto multiplicador del dinero bancario se han reducido en forma importante, principalmente con posterioridad a la Crisis del Tequila, y recién a comienzos de 2005 habría comenzado a recobrar alguna relevancia como factor de expansión monetaria.

**Gráfico VI.3**  
**Activos del sistema**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA.

Esta situación estaría explicada tanto por la política prudencial de las entidades ante el deterioro en la cartera de préstamos provocada por la crisis económica atravesada, en tanto que el apalancamiento más bien constante se debería a un cambio en la composición de los activos, en los cuales van ganando participación las inversiones como las LEBAC (Letras del Banco Central).

Asimismo, el deterioro mencionado en la cartera de préstamos de las entidades que llevó a las mismas a tomar mayores precauciones con relación a las condiciones para ser sujeto de crédito a fin de poder cumplir con las normas de regulación prudencial, determinó que el BCRA flexibilizara paulatinamente las normas para permitir la regeneración del círculo de depósitos y préstamos que contribuya al crecimiento económico.

En el cuadro VI.1 se observa el total de bonos del gobierno sobre el total de activos y el total de bonos del gobierno más los préstamos al gobierno sobre el total de activos, para el período 1995-2004. A medida que la situación macro-financiera se deterioraba, la exposición al sector público por parte de los bancos se incrementaba (1998-2001). Este fenómeno se explicó tiene por el deterioro de las cuentas fiscales como consecuencia de la recesión iniciada en 1998 y el cierre de los mercados de deuda internacionales en el año 2000. De esta forma, gran parte del sistema financiero se benefició de las altas tasas de interés que pagaba al mercado hasta el momento en que el Gobierno Nacional se vio imposibilitado de cumplir con sus obligaciones bajo las formas pre-establecidas. En efecto, la fase 1 del canje de la deuda impulsado por el Ministro de Economía de Fernando de la Rúa, Domingo Cavallo, significó una

reestructuración de los bonos de deuda pública en poder de las entidades financieras *cuasi* forzosa. Los bancos recibieron a cambio, préstamos a tasa fija (Préstamos Garantizados) con un perfil de vencimiento más holgado que el de los bonos viejos. Posteriormente, cuando a principios de 2001, la declaración de la cesación de pagos se hizo ineludible, los Préstamos Garantizados quedaron exentos de la misma por ya haber sido reestructurados. Finalmente, al declararse la pesificación asimétrica de los activos y pasivos del sistema financiero, los préstamos Garantizados se pesificaron a razón de \$ 1,4 por dólar más el Coeficiente de Estabilización de Referencia<sup>2</sup> (CER), mientras que los préstamos al sector privado a razón de \$1 por dólar más CER. Automáticamente, bajo estas premisas, la participación del financiamiento al Gobierno en el activo de las entidades financieras se incrementó drásticamente.

**Cuadro VI.1**  
**Financiación al sector público sobre total de activos del sistema financiero (en %)**

<b>Ratios</b>	<b>Ene-95</b>	<b>Ene-98</b>	<b>Sep-01</b>	<b>Dic-02</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Dic-04</b>
Bonos del Gob./ Total de Activos	3,3	2,9	10,0	15,7	20,4	17,7
Bonos del Gob.+ Préstamos al Gob./ Total de Activos	9,7	12,7	18,7	39,3	38,1	32,2

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA.

No obstante, durante 2004 la exposición comenzó a mostrar una tendencia decreciente, alcanzando un nivel de 32% del activo a diciembre. Las entidades privadas fueron las que más redujeron su exposición. Esto se tradujo en una creciente disponibilidad de fondos para realizar actividades crediticias sosteniendo el aumento observado en los préstamos desde mediados de 2003.

En este sentido, a pesar de la importante caída que se registra en la participación de los préstamos sobre el total de activos, en términos nominales efectivamente se ha revertido la pendiente negativa que se observó desde finales de 2000, con un cambio importante en la composición de los mismos.

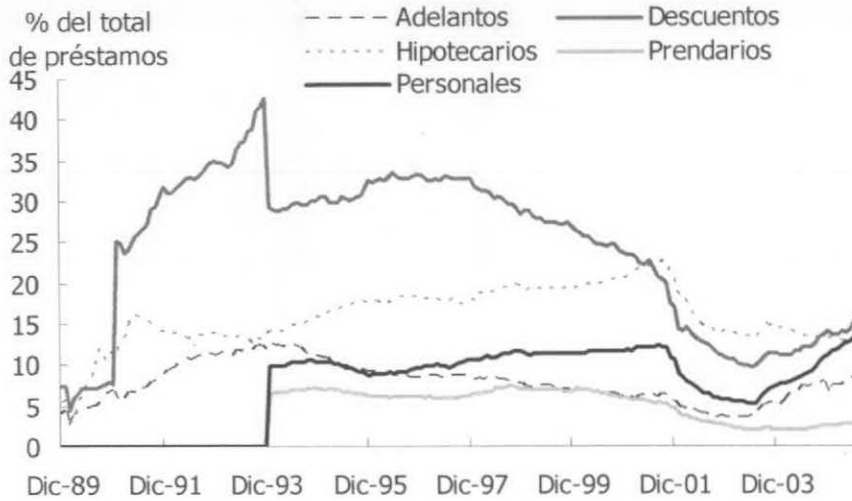
En efecto, la caída en el crédito hipotecario aún no se ha revertido, lo que permitió que tanto los créditos personales como los descuentos superen en importancia a los primeros. Cabe destacar que los créditos con garantía real (hipotecarios y prendarios) son los que muestran la recuperación más lenta desde la crisis.

<sup>2</sup> Coeficiente que ajusta el capital residual de una obligación en función de la evolución del Índice de Precios al Consumidor (IPC)



**Gráfico VI.4**

**Composición de la cartera de préstamos del sistema financiero**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA.

En el Gráfico VI.5 se presenta la evolución de la cartera de préstamos del sistema financiero desde Diciembre de 2002 hasta Septiembre de 2005, discriminados en las siguientes categorías: Adelantos, Documentos, Hipotecarios, Prendarios, Personales, Tarjetas y Otros. Es interesante ver la evolución de cada una de las categorías, las que determinan la situación actual de las carteras de las entidades financieras.

Los Adelantos, Documentos y Créditos personales mostraron un comportamiento similar, con una caída durante los primeros meses de 2003 para mostrar luego una recuperación, ubicándose actualmente muy por encima de los valores observados a comienzos de la serie estudiada. Los préstamos con garantía prendaria presentaron una disminución desde comienzos de la serie, con un posterior ascenso, alcanzando un valor muy similar al inicio de la misma durante septiembre de 2005. Los rubros Tarjetas muestran una tendencia estable hasta mediados del 2004, para evidenciar luego una mejoría, duplicando el valor de la cartera de este tipo de préstamo. De esta forma, se observa que todas las líneas descritas han permanecido constantes o mostrado recuperaciones, en algunos casos muy significativas (Adelantos, Documentos y Personales).

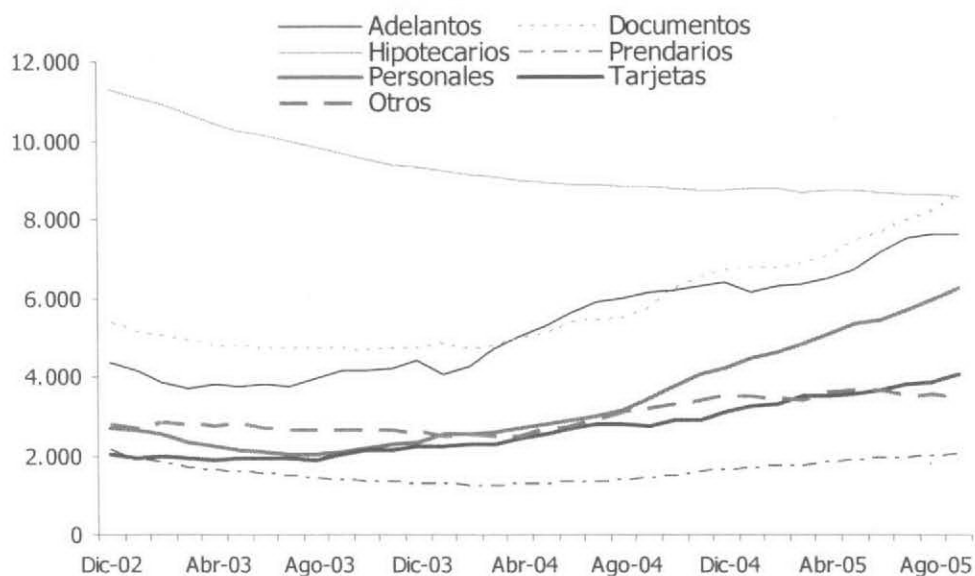
La única línea que ha disminuido de manera constante y sostenida es la de créditos hipotecarios. Por el lado del stock vigente al momento de la pesificación, como se explicó la indexación de la deuda a través del CER (o el CVS según el caso) impulsó un proceso de cancelación anticipada de deudas. Por el lado de las nuevas líneas de crédito hipotecario, se aprecia que mientras los valores promedio de las propiedades medidos en dólares, tras una abrupta caída en la devaluación, recuperaron gran parte del valor alcanzado antes de la depreciación del tipo de cambio, el salario promedio

también medido en la misma moneda, se encuentra bastante casi 40% por debajo. Esta pérdida en el poder adquisitivo de la gente en términos de adquisición de nuevas viviendas, se traduce en un valor de la cuota muy elevado en relación al salario. No obstante ello, la aparición en el mercado créditos hipotecarios a tasas fijas menores de los dígitos, estaría impulsando la expansión de este tipo de líneas.

En resumen, podría decirse que el sistema financiero esta volcando su cartera a créditos comerciales y personales, en detrimento de los créditos hipotecarios.

**Gráfico VI.5**

**Composición de préstamos del sistema financiero (en mill. de \$)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA.

## 6.2 Análisis de fortalezas y debilidades

A continuación se presenta el análisis de fortalezas y debilidades del sistema financiero, realizado a través de los indicadores de capital, activo, eficiencia, rentabilidad, brecha estructural y liquidez.

### 6.2.1 Indicadores de Capital

Los indicadores de capital reflejan la capacidad que tienen las entidades para proveer una adecuada base de crecimiento y hacer frente a las posibles pérdidas generadas por perturbaciones a nivel macroeconómico. Los riesgos a los que está sometido el sistema financiero pueden ser crediticios, de mercado, operativos o de liquidez.

El indicador que mide el apalancamiento de las entidades es el cociente entre el Patrimonio Neto (PN) y el Activo Neteado (AN, netos de las duplicaciones contables inherentes al registro de las operaciones de pases y a término).

En promedio la capitalización del sistema financiero se encuentra alrededor de 12%, ubicándose por encima de los requisitos mínimos de capital que exige de la regulación prudencial (8%) en línea con los estándares de Basilea. En 2004 la solidez del sistema financiero continuó afianzándose, principalmente debido al crecimiento de las capitalizaciones efectuadas y comprometidas por parte de las entidades financieras y la suave tendencia de recuperación de la rentabilidad sistémica. Las capitalizaciones efectuadas se dieron en un contexto macroeconómico favorable y con perspectivas alentadoras para la actividad financiera. Los indicadores de apalancamiento y las señales del mercado actuaron en ese sentido. No obstante, se observan niveles de capitalización disímiles entre entidades. Aquellos bancos que presentan una capitalización inferior a la mínima requerida se encuentran bajo un programa de normalización dispuesto por la Superintendencia de Entidades Financieras.

El mayor nivel de capitalización no fue consecuencia de una mejora en la rentabilidad, sino de un aporte de capital exógeno. Hasta la primera mitad de 2004 la capitalización de pasivos con las casas matrices fue el mecanismo más utilizado, mientras que en el último semestre del mismo año la inyección de capital en efectivo alcanzó casi la mitad de las nuevas capitalizaciones.

En lo referente a la evolución de este indicador, se observan diferencias entre los bancos privados y públicos. Los bancos privados, incluso antes de la crisis habían mostrado una tendencia declinante en la capitalización, proceso que se detuvo a principios de 2005. Por su parte, los bancos públicos sufrieron una abrupta descapitalización durante 2002-2003, logrando revertirla antes que las entidades privadas.

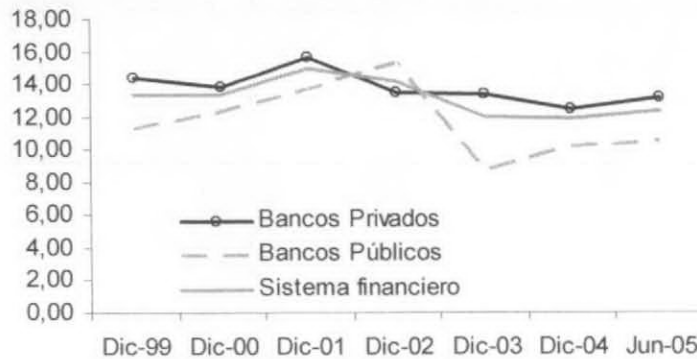
## Cuadro VI.2

### Patrimonio Neto sobre Activos Neteados (apalancamiento)

Agrupamiento	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Jun-05
Bancos Privados	14,32	13,76	15,60	13,42	13,35	12,43	13,08
Bancos Públicos	11,31	12,36	13,62	15,21	8,61	10,09	10,46
Sistema financiero	13,36	13,31	14,95	14,07	11,91	11,80	12,32

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA.

**Grafico VI.6**  
**Evolución del Apalancamiento**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

### 6.2.2 Indicadores del Activo

El mayor riesgo para una entidad financiera reside en la desvalorización de sus activos, producida por el aumento de los créditos morosos o la exposición de las inversiones a otros riesgos. Los indicadores de los activos relacionan la calidad de los mismos con los riesgos de crédito, de mercado y operativos.

La crisis financiera provocó un cambio estructural en la exposición bancaria al riesgo de crédito. Las compensaciones a través de la entrega de títulos públicos y la sistemática disminución de las financiaciones al sector privado, explican este nuevo contexto caracterizado por la reducción de la vulnerabilidad al riesgo del crédito privado en contraposición del incremento del mismo al Gobierno. A mediados de 2002 la exposición al riesgo del sector público alcanzó un máximo en 51%, y a partir de allí, fue descendiendo en forma constante a una tasa de alrededor de 5 p.p. por año.

Por su parte, la calidad de la cartera de financiaciones al sector privado mostró una recuperación a partir de 2003, debido al fuerte crecimiento económico. Este escenario se tradujo en un menor riesgo para las financiaciones nuevas y la reducción de los niveles de morosidad. En este contexto, el indicador que mide la cartera irregular<sup>3</sup> muestra una caída acumulada desde fines de 2003 de 9 p.p., llegando en 2004 a los niveles anteriores a la crisis. Igualmente, estos valores permanecen por encima de los valores de las economías de la región.

<sup>3</sup> Cartera irregular: cartera en situación 3 a 6, según el régimen la clasificación de deudores.

### Cuadro VI.3

#### Calidad de cartera crediticia (en % del activo neteado)

En porcentaje	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Jul-05
Cartera irregular total	11,5	12,9	13,1	18,1	17,7	10,8	7,7
Al sector privado no financiero	14,0	16,0	19,1	38,6	33,5	18,8	12,3
Cartera comercial	11,7	13,7	21,4	43,8	38,9	22,1	15,2
Cartera de consumo y vivienda	16,6	17,3	17,5	31,4	28,0	11,5	7,2
Previsiones / Cartera irregular total	59,6	61,1	66,4	73,8	79,2	100,5	113,1
Cartera Irregular total - Previsiones) / Financiaciones	4,7	5,0	4,4	4,7	3,7	-0,1	-1,0
(Cartera Irregular total - Previsiones) / PN	24,7	26,2	21,6	17,2	11,9	-0,2	-3,2

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Se observa una ratio de cartera irregular sobre el total del activo neteado de los bancos privados inferior que el de los públicos. Este comportamiento podría deberse a una política de recupero de créditos en situación irregular más agresiva por parte de las entidades privadas durante la salida de la crisis. Si bien el indicador de ambos se redujo alrededor de 10 p.p., en términos de crecimiento relativo el de los bancos privados se redujo 60%, mientras que el de los públicos, 49%.

### Cuadro VI.4

#### Cartera Irregular sobre Financiaciones

Agrupamiento	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Jun-05
Bancos Privados	6,86	-	9,29	-	15,55	8,27	6,20
Bancos Públicos	18,92	-	18,04	-	20,80	14,64	10,51
Sistema financiero	10,67	-	12,25	-	17,22	10,25	7,58

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

La caída de la irregularidad de la cartera se refleja en un menor saldo de provisiones y en un incremento en el indicador de cobertura con provisiones. En tanto, las provisiones constituidas sobre las mínimas exigibles aumentaron 24% con respecto a los valores anteriores a la crisis. La mejoría en estos indicadores, estaría mostrando un comportamiento de mayor aversión al riesgo por parte de las entidades.

### Cuadro VI.5

#### Previsiones del Sistema

Sistema financiero	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Jun-05
Previsiones sobre cartera irregular	61,11	67,70	67,29	79,00	75,42	95,82	-
Previsiones constituidas sobre mínimas exigibles	113,37	-	112,38	-	119,19	137,77	140,71

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

A principios de 2002 se produjo una notable reducción de la exposición patrimonial al riesgo por descalce de moneda. Esto se debe en gran parte de a la pesificación de activos y pasivos en moneda extranjera de clientes locales, mientras que se mantenía denominada en moneda extranjera la deuda externa bancaria. Posteriormente, la incorporación al activo de títulos públicos denominados en dólares, sumado a la evolución del tipo de cambio, impulsaron el repunte de la exposición patrimonial al riesgo por descalce de moneda. A fines de 2003, ciertas instituciones privadas extranjeras lograron acuerdos con sus casas matrices para capitalizar parte de la deuda con estas. El descalce de moneda extranjera medido en términos del patrimonio neto se contrajo 9 p.p. en la segunda mitad de 2004. Este resultado fue consecuencia, además de la cancelación de deuda externa, de incrementos de los saldos de títulos públicos en dólares y de las inyecciones de capital por parte de las casas matrices de las entidades extranjeras.

Por otro lado, existe un componente estructural respecto del riesgo de tasas. En efecto, el desajuste reside principalmente en el hecho que prácticamente la totalidad de los activos ajustables por CER son de largo plazo, al estar integrados en su mayoría por créditos al sector público, sumado al hecho que la mayoría de los pasivos ajustados por CER corresponden a deudas de corto plazo con el BCRA. Este desfase se reduce a medida que los fondos generados por el servicio de los activos del sector público son entregados en contrapartida, según el esquema denominado matching.

En el contexto actual de bajas tasas de interés reales, la posición activa en CER tiene efectos directos positivos sobre la rentabilidad del sistema en su conjunto. Pero es precisamente este desajuste una de las fuentes de potencial volatilidad de los resultados del sistema financiero frente a variaciones del nivel de precios y particularmente de la tasa de interés real. Por construcción, los activos ajustados con CER devengan una tasa de interés real fija, mientras que el fondeo de las entidades financieras, en su mayor parte, devenga tasas de interés variables y que siguen las condiciones del mercado. Así, la rentabilidad del sistema financiero se ve particularmente influida por la evolución del nivel de las tasas de interés reales.

### **6.2.3 Indicadores de Eficiencia**

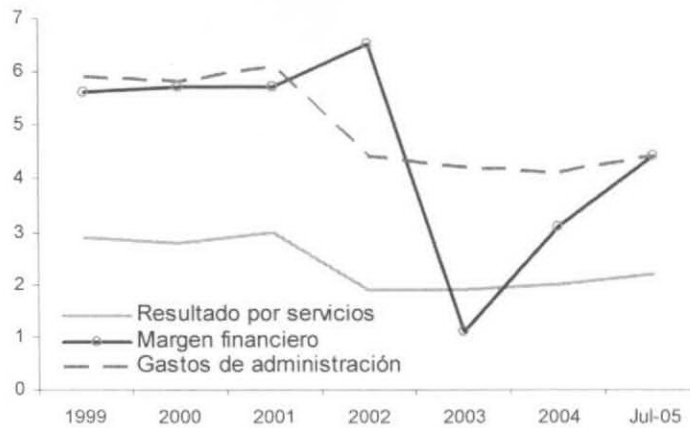
Los indicadores de eficiencia miden la productividad del gerenciamiento o administración de los recursos. Estos ratios presentan una dificultad para su medición, debido a la imposibilidad de comprender en un mismo indicador todos los aspectos vinculados con el manejo del negocio bancario. Esta clase de indicadores se encuentran estrechamente relacionado con el riesgo operativo.

Durante 2004, la estructura del sistema financiero avanzó en el proceso de adecuación al nuevo escenario post-crisis para la banca. Los gastos de administración, por su parte, mostraron una leve tendencia a la baja. Este comportamiento estuvo fundamentalmente explicado por la evolución de los

gastos en personal. El ajuste del tamaño del sistema financiero viene efectuándose desde la crisis tequila y, durante la última crisis bancaria, esta tendencia se profundizó. A partir de la paulatina recuperación de la actividad bancaria, los niveles de eficiencia están retornando a los niveles de del periodo de pre-crisis.

**Grafico VI.7**

**Evolución de márgenes y gastos (en % del activo neteado)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

El nivel de empleo en el sector recién comenzó a recuperarse en marzo de 2004. Tal comportamiento se dio en un contexto de un importante incremento de la productividad de los factores en los últimos años, gran parte asociada al progreso tecnológico y al aprovechamiento de menores costos operativos. El proceso de redimensionamiento del sistema financiero llevó a una reducción de 5 entidades financieras durante 2004. A partir de la crisis económica-financiera se redujo la cantidad de bancos extranjeros que actúan localmente, modificando la participación de este grupo de bancos en los depósitos privados a partir de 2002. Ello fue principalmente liderado por la adquisición de entidades extranjeras por parte de instituciones privadas de capital nacional.

A pesar de este proceso de adquisiciones y fusiones, el sistema financiero todavía muestra niveles de eficiencia reducidos debido a que el sistema aún se encuentra sobredimensionado en relación al nivel de actividad bancaria actual.

## Cuadro VI.6

### Gastos Administ. sobre Ing.Financ y por Serv.Netos (%)

Agrupamiento	Dic-99	Dic-00	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Jun-05
Bancos Privados	106,98	101,82	91,98	-	133,59	92,98	90,48
Bancos Públicos	87,07	95,68	101,13	-	673,20	78,82	67,99
Sistema financiero	100,86	97,97	93,88	-	184,21	87,82	81,57

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

En el sentido de reducción de costos operativos, a fines de julio de 2005 se puso en marcha la Compensación Federal Uniforme (CFU). Este esquema permite la compensación electrónica y simultánea de documentos (cheques, giros y certificados de depósito, entre otros) por parte de todas las entidades financieras. Al operar la CFU se extiende el clearing de 48 horas a todo el territorio nacional para los documentos menores a \$5.000, dinamizando la cadena de pagos de particulares y empresas. Los plazos más cortos para la compensación de documentos permiten reducir los costos y por lo tanto el riesgo operativo.

#### 6.2.4 Indicadores de Rentabilidad

En estos indicadores la mayor complicación la presenta la interpretación para poder medir correctamente la fortaleza de las entidades. En este sentido, las pérdidas continuas pueden generar insolvencia. Las utilidades deben desprenderse de una adecuada estructura de ingresos y gastos.

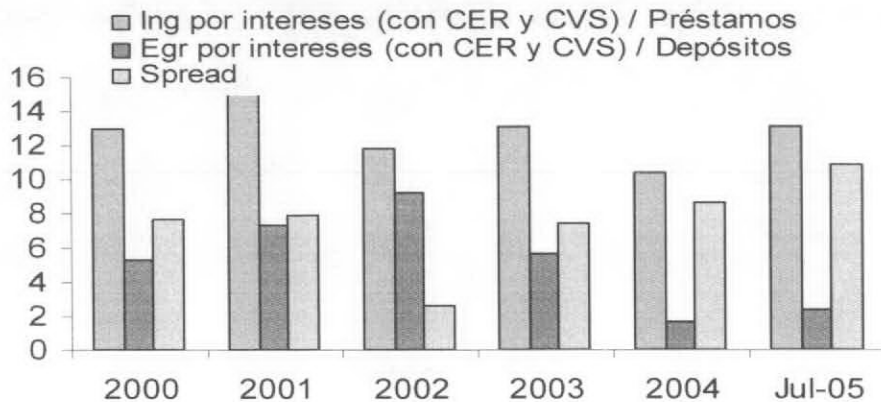
La crisis de 2001 impactó fuertemente en la rentabilidad del sistema financiero. Sin embargo, a lo largo de 2003 las considerables pérdidas extraordinarias fueron disminuyendo progresivamente, llegando a observarse resultados positivos hacia fines del período analizado. El sistema financiero cerró el segundo semestre de 2004 con una significativa reducción en sus pérdidas y tornándose positivos para el primer semestre de 2005, avanzando así en la recuperación de la rentabilidad. Si se ajustan los indicadores excluyendo los rubros relacionados con el reconocimiento gradual de los efectos de la crisis 2001-2002 (amortización de amparos y ajustes de valuación de activos del sector público) el resultado aumenta hasta 1,8% del activo. Este nivel ya se encuentra en línea con los estándares propios de las economías emergentes y superando los valores domésticos antes de la crisis.

En lo referente al resultado por intereses<sup>4</sup>, todavía no se han podido restaurar los márgenes anteriores a la crisis. Esto se debe principalmente a la alta exposición al sector público que tienen los bancos.

<sup>4</sup> Resultado por intereses: intereses cobrados menos intereses pagados por intermediación financiera, siguiendo el criterio de devengado.



**Grafico VI.8**  
**Spread de Intereses (en %)**

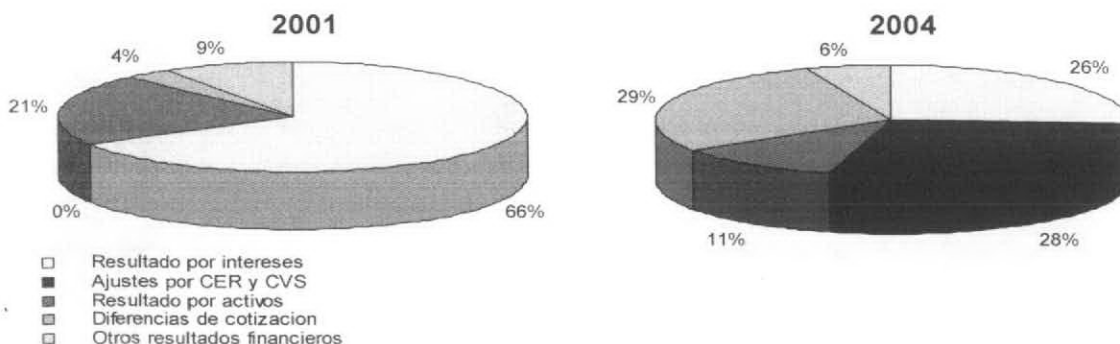


Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

El margen financiero<sup>5</sup> durante el 2002 se mantuvo gracias a los ajustes por CER, Coeficiente de Variación Salarial (CVS) y por diferencia de cotización. A partir de 2003 estos márgenes disminuyeron, pero siguen siendo una parte importante en la composición del margen financiero.

El spread existente entre ingresos por intereses sobre préstamos y egresos por intereses sobre depósitos, muestra una tendencia creciente a medida que aumenta el CER. En efecto, dado que la proporción de activos ajustados por CER superan a la proporción de pasivos ajustados por dicho coeficiente, las bajas tasas de interés reales provocaron un efecto positivo en la rentabilidad. No obstante ello, desde el punto de vista del fondeo, la participación de los depósitos ajustados por CER vienen aumentando en el último año en línea con la aceleración de la inflación.

**Grafico VI.9**  
**Componentes de la rentabilidad**



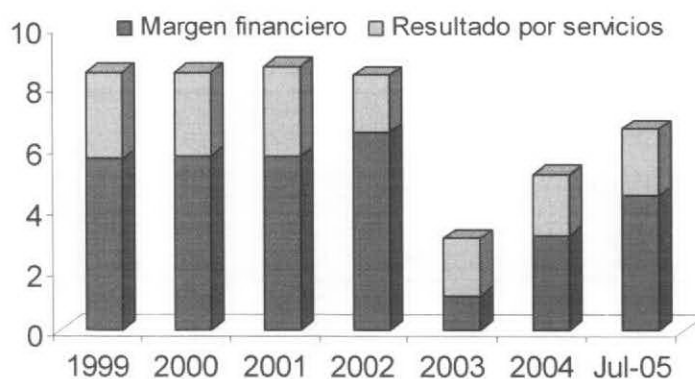
Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

<sup>5</sup> Margen financiero: Ingresos menos egresos financieros. Comprende los resultados por intereses y por activos, los ajustes CER y CVS, diferencias de cotización y otros resultados financieros.

La rentabilidad mostraba un signo negativo desde el año 2000, y recién este año comenzó a ser positivo. La paulatina recuperación del margen por intereses, sumado al fortalecimiento de la capacidad de repago de los principales deudores del sistema financiero, fueron los conductores de dicha mejora.

En lo referente al resto de los rubros de carácter operativo, los ingresos por servicios, que disminuyeron como consecuencia de la crisis, empezaron a mostrar un recupero a partir de 2004, siguiendo esta tendencia en el primer semestre de 2005. Los resultados por servicios<sup>6</sup>, que aumentaron su participación en la rentabilidad después de la crisis (sobre todo en el caso de los bancos privados), siguieron incrementándose. Este rubro alcanzó un nivel de 2,2% del AN, manteniendo un crecimiento de 0,1p.p. por semestre en los últimos dos años. Estos incrementos reflejan un avance en materia de eficiencia. En efecto, medidos en términos del volumen de depósitos y créditos del sector privado, se verifica un nivel récord de ingresos por servicios, permitiendo la cobertura de un porcentaje cada vez mayor de los gastos de administración. De esta forma, la cobertura recuperó sus valores históricos de alrededor de 50%.

**Grafico VI.10**  
**Evolución en la estructura de la rentabilidad**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

En 2002 las pérdidas acumuladas habían estado fuertemente vinculadas a los resultados de los bancos privados. Durante 2003, 58% del total de las

6 Resultado por servicios: comisiones cobradas menos comisiones pagadas. Incluye comisiones vinculadas con obligaciones, créditos, valores mobiliarios, garantías otorgadas, alquiler de cajas de seguridad y operaciones de exterior, excluyendo en este último caso los resultados por compraventa de moneda extranjera, contabilizados estos últimos dentro de la cuentas de "Diferencias de cotización". Los egresos incluyen comisiones pagadas, aportes al ISSB, otros aportes por ingresos por servicios y cargos devengados del impuesto a los Ingresos Brutos.

pérdidas correspondió a la banca privada, con casi 40% generado por la banca pública y el restante 2% correspondiente a las entidades financieras no bancarias. Gran parte de la mejora en los resultados de la segunda mitad de 2004 estuvo explicada por el accionar de los bancos públicos, dado que los bancos privados mostraron cierta estabilidad en sus resultados.

### Cuadro VI.7

#### Estado de resultados del Sistema – En Términos Anualizados (en %)

Cuentas	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Jul-05
Margen financiero	5,6	5,7	5,7	6,5	1,1	3,1	4,4
Resultado por intereses	4,3	4	3,8	-1,7	-0,5	0,9	1,3
Ajustes por CER y CVS	0	0	0	3,9	1,3	1	1,7
Resultado por activos	0,9	1,2	1,2	1,7	1,1	0,4	0,1
Diferencias de cotización	0,2	0,1	0,2	2,8	-0,5	1	1,1
Otros resultados financieros	0,2	0,4	0,5	-0,1	-0,3	-0,2	0,1
Resultado por servicios	2,9	2,8	3	1,9	1,9	2	2,2
Cargos por incobrabilidad	-2,1	-2,4	-2,6	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6
Gastos de administración	-5,9	-5,8	-6,1	-4,4	-4,2	-4,1	-4,4
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3
Ajustes de valuación prest. Sector públic	0	0	0	0	-0,4	-0,2	-0,2
Amortización de amparos	0	0	0	0	-0,6	-0,9	-1
Diversos	0,5	0,4	0,6	-1,8	0,9	0,8	0,8
Monetarios	0	0	0	-5,8	0	0	0
ROA antes de ganancias	0,6	0,4	0,2	-8,7	-2,7	-0,3	0,9
ROA antes de monetarios	0,2	0	0	-3,1	-2,9	-0,5	0,6
ROA	0,2	0	0	-8,9	-2,9	-0,5	0,6
ROA ajustado	0,2	0	0	-8,9	-1,9	0,7	1,8
<b>Indicadores en %</b>							
ROE	1,7	0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	5,3
(Margen financiero + rdo. por serv.) / Gastos	142,5	147,4	143,3	189,1	69,3	124,8	149,5
Ing por intereses (con CER y CVS) / Préstamos	-	13	15,2	11,8	13,1	10,3	13,1
Egr por intereses (con CER y CVS) / Depósitos	-	5,3	7,3	9,2	5,7	1,7	2,3

Notas:

ROA: Resultado final en porcentaje del activo neteado. En el caso de referirse a resultados acumulados se considera en el denominador el promedio del AN para los meses de referencia.

ROE: resultado final en porcentaje del patrimonio neto. En el caso de referirse a resultados acumulados se considera en el denominador el promedio del patrimonio neto para los meses de referencia.

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

#### 6.2.5 Análisis de la brecha estructural

La brecha estructural es la relación entre los activos productivos y los pasivos con costo. Los activos productivos son los que generan ingresos, integrados principalmente por los créditos vigentes y las inversiones. Por otro lado, los pasivos con costos son los que generan erogaciones a las instituciones, compuestos por los depósitos y financiamientos de otros bancos. Todas las partidas pueden combinarse de distintas maneras afectando la rentabilidad, liquidez y solvencia de las instituciones.

El sistema, al igual que los bancos privados, muestra una brecha estructural positiva, es decir que la parte de los activos rentables que generan intereses supera a los de los pasivos que también generan. En contraste, los bancos públicos presentaron una brecha estructural negativa para 2003 y 2004, tornándose positiva en el primer semestre de 2005. De continuar ésta tendencia, el sistema no presentaría riesgos de solvencia significativos.

En términos de crecimiento, la brecha positiva del sistema se incrementó en 8,3 p.p. en términos del activo neto en el período estudiado. La mayor parte de este crecimiento está explicado por la mejora de los bancos públicos, que mostraron un crecimiento de 12,9 p.p., mientras que la tendencia seguida por los bancos privados fue más moderada.

**Cuadro VI.8**  
**Evolución de la Brecha Estructural (en miles de pesos)**

Cuentas	2003			2004			Jul-05		
	Públicos	Privados	Sistema	Públicos	Privados	Sistema	Públicos	Privados	Sistema
Titulos publicos y priv	23233	21601	45259	30998	24573	55769	34928	26740	61952
Pretamos	17529	40647	58668	19096	46155	66117	21533	48798	71373
Cred por interm financ	6277	22085	28712	7579	26788	34711	8457	24996	33656
<b>Activos con costo</b>	<b>47039</b>	<b>84333</b>	<b>132640</b>	<b>57673</b>	<b>97516</b>	<b>156596</b>	<b>64919</b>	<b>100534</b>	<b>166981</b>
Depositos	44732	49678	94635	55680	60765	116655	58288	68301	126866
Dep. Cuenta corriente (-)	5750	11421	17172	6595	14168	20763	8070	15627	23697
Dep. Cajas de ahorro (-)	4930	9649	14624	7270	13919	21243	8062	15884	23999
Otras oblig por interm financ.	20399	40947	61690	30364	44155	64928	20314	39542	60347
<b>Pasivos con costo</b>	<b>54451</b>	<b>69556</b>	<b>124530</b>	<b>72180</b>	<b>76833</b>	<b>139578</b>	<b>62470</b>	<b>76332</b>	<b>139517</b>
<b>Brecha estructural</b>	<b>-7412</b>	<b>14777</b>	<b>8110</b>	<b>-14507</b>	<b>20682</b>	<b>17019</b>	<b>2449</b>	<b>24202</b>	<b>27464</b>

Fuente: Elaboración propia según datos del BCRA

### 6.2.6 Indicadores de Liquidez

Los indicadores de liquidez miden la capacidad de poder afrontar los requerimientos de corto plazo. En los mismos se refleja la estructura de activos y pasivos, así como la brecha estructural, relacionando el riesgo de liquidez, el cual puede terminar generando problemas de insolvencia.

Después de la crisis financiera de 2001- 2002, el sistema financiero continúa recuperando paulatinamente la confianza de los depositantes. En este sentido, la pesificación de las obligaciones del sector privado a razón de \$1 por dólar más CER, impulsó la cancelación anticipada de deudas dado que los agentes prefirieron resguardarse ante las altas expectativas de inflación vigentes durante 2002. Este hecho resultó un factor decisivo en la recuperación de la liquidez del sistema financiero en la salida de la crisis.

El continuo proceso de normalización del sistema financiero está mejorando la reputación del sector, observándose un incremento de los depósitos en simultáneo con niveles relativamente bajos de tasas de interés. Estos elementos han llevado a la consolidación de los niveles de cobertura frente al riesgo de liquidez. Si bien la recuperación sostenida que muestra el crédito al

sector privado en los últimos dos años podría provocar una caída de la liquidez, el sistema a nivel agregado se encuentra muy por encima de los encajes mínimos establecidos en las normas prudenciales.

En el segundo semestre de 2004, el sistema financiero redujo levemente (0,9 p.p.) su nivel de liquidez (efectivo, cuenta corriente en el BCRA y pases con el BCRA), estableciéndose en 30% de los depósitos del sector no financiero.

Este indicador se mostró muy estable desde el segundo semestre de 2003. A su vez, agregando la adquisición de títulos del BCRA, el coeficiente de liquidez muestra un crecimiento semestral de 1,4 p.p., finalizando el año en 40%. La elevada entrada de fondos a los bancos a través de depósitos, en especial del sector público, aplicados parte a títulos del BCRA y parte a la gradual reactivación del crédito al sector privado explican lo anterior.

Principalmente incentivadas por la política monetaria, las entidades financieras realizaron un notable cambio en la composición de sus activos líquidos. Con el objetivo de migrar su política monetaria hacia un esquema de tasas de interés, el BCRA está desplazándose hacia una política de liquidez cada vez menos compulsiva y más ligada a incentivos de mercado. En esta línea, el BCRA creó a mediados de 2004 el mercado de pases, el cual mostró un franco crecimiento hasta fin de año. Los bancos traspasaron sus excedentes por encajes al mercado de pases contra títulos del BCRA.

Aún considerando el pasado de crisis y la actual baja vida promedio de los depósitos, los niveles de liquidez de los bancos son tanto históricamente como internacionalmente altos. Dentro de las economías emergentes, el sistema financiero local está entre los países que constituyen activos líquidos por una mayor proporción de sus depósitos y, a la vez, lejos de los sistemas financieros de economías desarrolladas.

Los niveles de liquidez actuales que presentan las entidades financieras son respuesta, en gran medida, al fuerte incremento de los depósitos a la vista en el total del activo del sistema luego de la crisis de 2001-2002. En efecto, el público si bien fue retornando lentamente al sistema financiero aún es un poco averso a realizar depósitos a plazo. Mientras que en diciembre de 2000, los depósitos a la vista sobre el total de depósitos se ubicaban en 22%, en marzo de 2005, este ratio alcanzó 34%.

En este sentido, la estructura de fondeo del sistema financiero, aunque presentó mejoras, todavía muestra un sesgo cortoplacista, debilitando parcialmente la posición sistémica frente al riesgo de liquidez. En la segunda parte de 2004, se registró un repunte de los depósitos a plazo fijo y un incremento en la madurez de los mismos, manteniendo la fortaleza del sistema financiero en cuanto a su exposición al riesgo de liquidez. No obstante lo anterior, todavía resta mejorar notablemente la estructura de fondeo, alrededor de 80% de los depósitos presenta una madurez menor al mes. Este sesgo de la estructura de fondeo tuvo efectos negativos sobre el despegue del crédito de mediano y largo plazo.

**Cuadro VI.9**  
**Activos líquidos sobre Pasivos líquidos**

<b>Agrupamiento</b>	<b>Dic-99</b>	<b>Dic-00</b>	<b>Dic-01</b>	<b>Dic-02</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Dic-04</b>	<b>Jun-05</b>
Bancos Privados	38,37	39,87	27,94	-	32,25	26,37	24,32
Bancos Públicos	33,4	33,31	20,05	-	32,01	24,87	17,37
Sistema financiero	36,7	37,76	25,47	-	32,36	25,72	21,26

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

### 6.3 Conclusiones sobre las fortalezas y debilidades del sistema

La capitalización del sistema financiero es bastante elevada, superando los requisitos mínimos que surgen de la regulación prudencial. El principal aporte de capital fue de origen externo, dadas las perspectivas macroeconómicas alentadoras. Solo a partir de mediados de 2004 se dio una entrada de capital en efectivo, hasta ese momento se había realizado una capitalización de los pasivos de la entidades con sus casas matrices. Las pérdidas generadas durante la crisis disminuyeron el patrimonio neto y empezaron a mostrar resultados positivos durante el 2005, por lo que se avanza hacia un proceso de capitalización endógena. No obstante ello, la amortización de las diferencias de cambio pagadas por amparos dificulta la recapitalización del sistema bancario y termina encareciendo el crédito.

Por su parte, los activos del sistema adolecen de algunas debilidades. En primer lugar, hay que destacar la alta exposición al sector público, generada a partir de las compensaciones del gobierno y una tenencia de deuda pública excesiva. Su magnitud y escasa liquidez, limita la expansión del crédito al sector privado y condiciona la gestión financiera. Sin embargo cabe destacar que las compensaciones, en su mayoría, fueron nominadas en moneda extranjera, contrayendo así la brecha entre activos y pasivos en esta moneda. De esta forma se redujo la exposición del sistema bancario al riesgo cambiario.

En segundo lugar, existe un descalce de tasas y plazos. Los pasivos del sistema ajustables por CER son de largo plazo, al estar compuestos en mayor medida por créditos al sector público, mientras que los activos ajustables corresponden a deudas de corto plazo con el BCRA. Mientras que los fondeos de las entidades tienen una tasa variable, los activos poseen una tasa de interés real fija por construcción del CER. Esto genera volatilidad en la rentabilidad, provocando incertidumbre.

La rentabilidad se está recuperando y cuando se la ajusta por la amortización de amparos y la valuación de los títulos públicos, ésta muestra niveles comparables con el de los países en desarrollo. La estructura de la rentabilidad muestra una mayor participación de los resultados por servicios, aumentando la cobertura de los gastos administrativos y otorgándole una mayor solidez. Sin embargo, en lo referente a los resultados por margen financiero sigue existiendo volatilidad por lo expuesto anteriormente.

Las perspectivas de rentabilidad son alentadoras. Se espera una mejora en el margen financiero, dado por la expansión de créditos y la mejora en la calidad de las financiaciones. A pesar de ello, el aumento del crédito aún está concentrado en los préstamos de corto plazo. A su vez, se espera una mejoría en la calificación de las entidades financieras, por el adelanto de las cuotas de repago de deudas con el BCRA, obteniendo así una disminución en los costos de fondeo. También se espera que se mantenga la tendencia positiva de los resultados por servicios, en función de la mejora de la actividad transaccional.

Durante el período analizado se puede apreciar una mejora en los indicadores de eficiencia, llegando a los valores anteriores a la crisis. La estructura del sistema ha estado ajustándose lentamente desde la crisis tequila, y la crisis local no produjo grandes cambios en este sentido. Sin embargo, los ratios de gastos muestran un sobredimensionamiento con respecto a otros países. En este sentido, el nivel de bancarización es bastante reducido en términos internacionales.

Por último, si bien es importante destacar la recuperación de los indicadores de liquidez, los depósitos a la vista continúan siendo una parte significativa del fondeo de las entidades financieras. De esta forma, se limita el otorgamiento de créditos a largo plazo y una mejora en la estructura de la rentabilidad.

## ACTIVIDAD 7. ANÁLISIS DE LAS PERSPECTIVAS DE PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA DADA LA SITUACIÓN EXISTENTE. PROPUESTAS DE DESARROLLO SOBRE EXPERIENCIAS INTERNACIONALES.

### 7.1 Mercados de Capitales en Economías Emergentes

A continuación se presenta un análisis sobre la evolución y las perspectivas de profundización financiera, enfocado en el mercado de capitales.

#### 7.1.1 Introducción

Según un estudio realizado por el International Finance Corporation (IFC) en 1982, los 32 mercados de capitales pertenecientes a las economías denominadas emergentes contabilizaban una capitalización bursátil de 67 billones de dólares, lo cuál representaba por aquel entonces 2,5% del total de la capitalización bursátil mundial.

Hacia el final de 1999, el IFC identificó un total de 81 mercados de capitales de países en desarrollo con una capitalización bursátil que excedía a U\$S 3.000 billones, representando 8,5% de la capitalización bursátil total.

Este crecimiento de tamaño y volumen de los mercados de capitales emergentes se produce en un contexto de globalización financiera y mayores facilidades en cuanto a la búsqueda de retornos superiores a los ofrecidos a los inversores de los países desarrollados en su lugar de origen.

El cuadro VII.1 pone en perspectiva la diferencia entre los mercados de capitales de los países desarrollados y los mercados de capitales de los países emergentes mediante estadísticas obtenidas por Standard & Poor's y Merrill Lynch en 1998.

**Cuadro VII.1**  
**Medidas relativas y absolutas de tamaño de los mercados de capitales emergentes (1998)**

	Mundial	Mercados desarrollados	Mercados emergentes
Población (en billones de personas)	5.8	15%	85%
PBN (en trillones de u\$s)	28.8	78,30%	21,70%
PBN per capita (en u\$s)	4.966	25.480	1.246
Capitalización de mercado de acciones (en trillones de u\$s)	36.0	91,50%	8,50%
Capitalización de mercado de acciones/PBN	90,00%	110,00%	30,00%
Capitalización del mercado de bonos (en trillones de u\$s)	31.1	95,30%	4,70%
Capitalización del mercado de bonos/PBN	1,01	1,22	0,23

Fuentes: Standard & Poor's, Emerging Stocks Markets Factbook 2000 y Merrill Lynch, "Size and Structure of the Bond Market 2000".



En el cuadro expuesto se aprecia una participación marginal, pero en aumento, de los mercados de capitales de las economías emergentes en el total, situación que gana importancia si se tiene en cuenta que 85% de la población mundial habita en países en desarrollo y solo el restante 15% en países desarrollados.

Esta importante brecha se observa tanto en el mercado de acciones como en el de bonos, tanto en medidas absolutas (capitalización bursátil) como en medidas relativas (capitalización bursátil/PIB). De esta forma, se halla una correlación significativa entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento de la economía. En este sentido es relevante la función del mercado de capitales como alternativa al sistema bancario a los efectos de generar una financiación más eficiente de proyectos de inversión del sector público y privado.

### **7.1.2 Importancia del mercado de capitales**

La existencia de los sistemas financieros está justificada principalmente por tres ventajas que los mismos aportan al funcionamiento de la economía:

- Mejoran la evaluación de oportunidades de inversión y control corporativo.
- Facilitan la administración del riesgo, incluyendo el de liquidez.
- Reducen el costo de la movilización del ahorro.

El mercado de capitales en sí mismo comprende la transferencia original o primaria de recursos a mediano y largo plazo y de capital de riesgo que tiene lugar vía el sistema bancario y financiero y a través de los mercados de valores. Asimismo, comprende el mercado de negociación o secundario de estos valores.

El crecimiento de las economías se ve afectado por el sistema financiero en su conjunto, facilitando la difusión de información relevante para los agentes y reduciendo los costos de transacción. De esta manera, el mejor acceso a la información y los menores costos involucrados en la canalización de los recursos superavitarios hacia los deficitarios afectan positivamente la acumulación de capital y con ello las tasas de crecimiento. Por lo tanto, el mercado de capitales representa una herramienta básica para el desarrollo económico de una sociedad, dado que se constituye como el instrumento que facilita la transición del ahorro a la inversión.

El mercado de capitales juega un papel muy importante en el desarrollo de la economía de un país a partir de transformar una mayor propensión a ahorrar en un mayor nivel de inversión. De esta forma, se canalizan los excedentes de capital de los que ahorran, los cuales buscan invertirlo y generar mayor riqueza.

A mayor transparencia, escala y eficiencia de los intermediarios financieros (mercado de capitales y bancos), mayor ahorro formal (financiero) poseerá la economía. Por el contrario, mientras mayor sea la incertidumbre y opacidad y

menor la eficiencia, existirá tendencia a un mayor atesoramiento o exportación del ahorro.

En consecuencia, tanto el desempeño de los bancos en su rol de intermediarios financieros tradicionales, como también el del mercado de capitales, constituyen en su conjunto la base para aumentar la disponibilidad de fondos domésticos y orientarlos hacia la inversión.

La experiencia acumulada por el sistema bursátil a través de más de un siglo de provechosa actuación permitió moldear, a nivel global, una estructura operativa segura y a la vez actualizada con las prácticas y los procedimientos de los mercados mas avanzados.

La correcta canalización de los recursos desde los ahorristas hasta los demandantes de fondos requiere la presencia de una apropiada estructura, conformada por diversas instituciones, instrumentos y modalidades. La existencia de instituciones financieras desarrolladas permite, a su vez, una mejor selección de los proyectos de inversión. Ello hace posible que se financien, en una mayor proporción, los proyectos de alta rentabilidad social, dando lugar a un aumento en la productividad de la economía.

Algunos países han desarrollado instrumentos aptos para mejorar la asignación del ahorro hacia las firmas, fundamentalmente mediante disminuciones de los costos de la intermediación y el aumento de los plazos de colocaciones, basando la expansión de sus sistemas financieros en el impulso hacia el sistema de capitales.

Con esta premisa, el mercado de capitales a nivel global ha demostrado ser un canal adecuado para financiar de manera más eficiente los proyectos de inversión resultantes de una adecuada y equilibrada combinación de riesgo y rentabilidad.

Salvo contadas excepciones, se verifica que en los países subdesarrollados los bancos proveen mas financiamiento que los mercados de capitales, y lo contrario ocurre en los países mas desarrollados. De tal manera, las firmas de las economías más avanzadas cuentan con una mayor variedad de mecanismos para financiarse y diversificar riesgos, hecho que impacta favorablemente sobre la estructura productiva.

En contraposición, los sistemas financieros más pequeños (como el argentino) tienen un desempeño subóptimo debido a que mantienen una elevada concentración de riesgos y poseen altos costos unitarios, como consecuencia de la falta de economías de escala y la limitada competencia que existe en el interior de los mismos.

### **7.1.3 Fuentes de financiamiento locales**

En una economía con incertidumbre como la argentina, es notable el poco uso que hacen las empresas de fondeo de apertura de capital, utilizando activamente deuda. La deuda impone erogaciones fijas en las empresas, lo que hace más volátil los resultados de las mismas por efecto del apalancamiento operativo con el consecuente incremento del costo del capital.

El aumento cuantitativo de las magnitudes de financiamiento disponibles para el sector privado en el sistema formal y la profundización y el desarrollo de los diferentes canales produjeron un importante proceso de transformación del sistema financiero argentino durante la década de los noventa.

El cuadro VII.2 muestra las fuentes de financiamiento del sector privado como porcentaje del PIB para el período 1993-2004. En el mismo se puede apreciar el aumento considerable que tuvo la financiación a través de canales externos, ya que la misma pasó de representar 5,4% del PIB en 1994 a 13,1% del PIB en 2001.

Una de las razones de este aumento está dado por el acceso al financiamiento externo por parte de los países emergentes, que tuvo un impulso adicional debido a las favorables condiciones crediticias que existieron, en términos de tasas y plazos, como consecuencia del régimen de convertibilidad que alentaba las financiaciones en dólares.

Dentro de los canales de financiamiento locales, los bancos superan altamente al mercado de capitales, que a su vez muestra una tendencia descendente en su participación el período de estudio.

Durante la década del '90, el mercado de capitales, tanto local como extranjero, facilitó el financiamiento de la inversión en el caso de las empresas de gran tamaño o aquellas privatizadas durante el período de estudio y orientadas a la prestación de servicios, mientras que el sistema bancario tuvo una tendencia hacia la mayor financiación relativa de las familias y el capital de trabajo de las empresas, además del sector público.

A partir de la crisis de 2001-2002 se observa una tendencia de las empresas a reducir su nivel de apalancamiento, a partir de la mayor financiación con fondos propios que permitió la fuerte expansión económica de los últimos tres años.

## Cuadro VII.2

### Fuentes de financiamiento al sector privado (en % del PIB).

Año	Domésticas			Externas					Total
	Bancos	Mercado de Capitales <sup>1</sup>	Total	Bancos	Mercado de Capitales <sup>2</sup>	Organismos Internacionales	Otras	Total	
1997	21,9	5,8	27,7	4,1	4,4	0,3	1,3	10,1	37,8
1998	24,2	7,5	31,7	4,8	5,6	0,3	1,5	12,2	43,9
1999	24,9	8,3	33,2	4,9	6,1	0,4	1,7	13,1	46,3
2000	23,9	8,6	32,5	5,3	5,7	0,4	1,6	13,0	45,5
2001	20,8	8,5	29,3	5,5	5,6	0,4	1,6	13,1	42,4
2002(*)	12,9	18,8	31,7	4,0	4,6	0,3	2,9	11,8	43,5
2003	8,3	15,0	23,3	3,0	3,6	0,2	2,3	9,1	32,4
2004	7,6	12,6	20,2	2,2	2,7	0,1	2,0	7,0	27,2

Notas: (1)Corresponde al stock de Obligaciones negociables

(2)Corresponde a los títulos y bonos emitidos en el exterior

(\*)Cifras provisionarias. A partir de Diciembre 2002 los saldos y transacciones de la deuda externa del sector privado no financiero se estiman en función de los resultados del relevamiento.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía de la Nación

#### 7.1.4 Desarrollos recientes del mercado de capitales local

A nivel global y durante los últimos 10 años, la creciente volatilidad e internacionalización de los mercados financieros han aumentado la importancia de manejo prudencial del riesgo.

Los productos derivados (opciones estándar, *fordwars*, futuros, *swaps*, y opciones exóticas) constituyen instrumentos esenciales para facilitar la cobertura de riesgo de mercado. La extrema volatilidad de tasas de interés y tipo de cambio que caracterizan a las economías emergentes presentan a las mismas como el escenario natural para el uso de derivados como instrumentos de cobertura (*hedging*).

La vulnerabilidad de la economía a fluctuaciones cambiarias nace fundamentalmente del descalce de moneda de las firmas deudoras, que eventualmente se traduce en riesgo crediticio de las entidades financieras. Por tal motivo es que se resalta la importancia de las posibilidades de cobertura que ofrece el mercado y el uso que hacen las firmas de ésta. El cuadro VII.3 muestra el crecimiento del mercado de derivados a nivel global para el período 1995-1998.

**Cuadro VII.3**  
**Crecimiento del mercado de derivados a nivel global**  
**(en billones de u\$s)**

Tipo de derivados	Mar-95	Jun-98	Variación en %
Contratos de tipo de cambios	47.530	72.143	51,8%
Contratos sobre tasas de interés	26.644	48.124	80,6%

Fuente: Bank for International Settlements.

El cuadro expuesto muestra el aumento en la demanda de instrumentos derivados como una forma de reducir, en la mayoría de los casos, la varianza de los resultados y por ende la probabilidad de *stress* (dada la estructura de deuda /capital de la firma), generando valor. En una encuesta realizada por el Centro de Investigación en Finanzas (CIF) de la Universidad Torcuato Di Tella entre los meses de noviembre y diciembre de 1999 entre 42 empresas no financieras de Argentina, se determinó que 43% de las mismas utilizan derivados financieros.

Este porcentual parecería ser alto si se lo compara con otros mercados mas desarrollados, pero el trabajo citado destaca que la demanda por estos instrumentos se encuentra lejos de ser cubierta, ya que en nuestro país el nivel de exposición, en particular al riesgo cambiario y de tasas, es substancialmente más alto que en economías industriales, y los beneficios asociados de cobertura deberían ser correspondientemente mayores.

Se destaca dentro de Latinoamérica a Brasil como uno de los mercados de futuros y derivados más desarrollado de la región, figurando nuestro país en el grupo de los de menor desarrollo en cuanto a variedad y liquidez de los mismos.

### **7.1.5 Caracterización del mercado de capitales en la Argentina**

A diferencia de la función que cumple el mercado de capitales en las economías desarrolladas, en la Argentina el mismo participa fundamentalmente como intermediario de fondos hacia la inversión y su orientación es predominantemente la absorción de deuda más que el aporte de capital de riesgo (acciones) a las firmas. Analizando el mercado en la década de los 90, se observan dos períodos bien marcados y diferenciados:

- i) 1992-1997: Crecimiento y aumento del volumen transado originado en las privatizaciones y demás regulaciones que favorecieron el desarrollo del mercado.
- ii) 1997-2001: Creciente concentración tanto de la intermediación (cada vez menos cantidad de agentes y sociedades de bolsa) con en las transacciones (volumen de negocios concentrados en un número cada

vez menor de elementos). Pérdida de importancia relativa respecto del mercado global.

De esta manera, influenciado en parte por los aspectos marcados del segundo período, el mercado de capitales local entra en una crisis estructural que abarca todos los mercados latinoamericanos, crisis que se agrava en parte debido a la caída de volúmenes operados diariamente, la concentración del sistema, la exportación de las operaciones más importantes hacia la Bolsa de Nueva York (N.Y.S.E) y los elevados costos transaccionales.

El cuadro VII.4 compara la cantidad de agentes autorizados para operar en la bolsa local en 1992 y en 2001, así como también la concentración de los instrumentos negociados en el mismo período.

#### **Cuadro VII.4**

#### **Comparación entre cantidades de agentes autorizados a operar y entre concentración de instrumentos negociados**

	<b>1992</b>	<b>2002</b>
Cantidad de agentes autorizados a operar en el mercado	188	115
Cantidad de especies/firmas que cotizan y se negocian (concentración de los instrumentos negociados).	14	6

Fuente: "Componente D: Las perspectivas de financiamiento de mediano y largo plazo", Jorge A. Todesca y Santiago Acosta Ormaechea, 2003, a pedido de la Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía y Producción de la Nación, Préstamo BID 925/OC-AR

Esta situación de crisis estructural del mercado se puede apreciar en la parte más elástica del mercado, que es el volumen de transacciones realizados en acciones. A fines del año 2002 una sola empresa concentraba el 57% de las transacciones, mientras que otras cinco firmas absorben el 22% restante. El 80% de las inversiones en el mercado doméstico está referido a seis empresas.

El gráfico VII.1 surge de una presentación realizada por "The Boston Group" en el 2001 sobre una convención anual de ABA (Asociación de Bancos de la Argentina), y expone los temas claves que caracterizan al Mercado de Capitales local, agrupados según corresponda a temas de Oferta, demanda o estructura.

## Gráfico VII.1

### Principales temas claves que caracterizan al mercado local.



Fuente: Boston Consulting Group, "Desarrollo y transformación del mercado de capitales en la Argentina", Convención anual de A.B.A., Junio de 2001.

Dentro de lo que es la oferta de bonos, se destaca el amplio dominio del Estado como oferente en cuanto a volumen emitido. Si bien esta relevancia ha mermado a partir de la reestructuración de la deuda pública a comienzos de 2002, la carga de la deuda pública y los vencimientos respecto al PIB continúan siendo elevados.

En el mercado de acciones, la oferta es muy limitada, siendo principalmente las empresas de mayor envergadura las que pueden finalmente abrir su capital al público. Las PyMES (Pequeñas y Medianas Empresas) no tienen prácticamente presencia en el mercado local, debido que la relación costo-beneficio de cotizar en bolsa no les resulta favorable. De tal manera, se encuentra un insuficiente contacto de las PyMES con el Mercado de Capitales, en un marco de desinterés y desconfianza.

Por el lado de la demanda, es claro que el inversor minorista no participa activamente en el mercado. No existe en la Argentina una cultura extensiva de inversión bursátil como diversificación de portfolio como es el caso de los países tales como Estados Unidos, Inglaterra, Japón, entre otros.

En este contexto, las AFJPs monopolizan la demanda y repercuten notoriamente en la cotización de bonos y acciones de menor liquidez. Desde el punto de vista de la infraestructura, el modelo de negocios de intermediarios es pequeño y costoso.

Es importante destacar que en un mundo globalizado en el cuál la tendencia con respecto al cobro de las transacciones bursátiles es hacia la baja debido a

la atomización de la oferta y la competencia que esto trae aparejado, las comisiones del mercado de capitales local se sitúa entre las más altas del mundo (con un promedio de costo de 1% más impuestos por operación).

En la misma línea, el Instituto Argentino del Mercado de Capitales realizó un estudio sobre 400 empresas que no cotizan en la bolsa local buscando la causa de esta situación, y el gráfico VII.2 muestra los resultados de dicha investigación.

### Gráfico VII.2

#### Principales motivos por los cuáles las empresas no cotizan en la bolsa local (2004)



Fuente: IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales).

Dentro de esta investigación, se llegó a la conclusión de que:

- 56% de las empresas consultadas no estaban dispuestas a cotizar en bolsa.
- 21% de las empresas consultadas está "poco dispuesto" a cotizar en bolsa.
- 23% de las empresas consultadas cotizan en bolsa o están dispuestas a cotizar.
- 71% no ha considerado la posibilidad del endeudamiento vía Obligaciones Negociables.

Estos datos desalentadores se ven de alguna manera justificados por el siguiente resultado: el 77% de las empresas admitió no conocer la dinámica del mercado de capitales ni las posibilidades de su uso.

Estos resultados muestran la poca importancia que se le da al aliento a la inclusión de empresas en general en el mercado de capitales, y PYMEs en particular. La investigación resalta la necesidad de una participación activa en temas de desarrollo del Mercado de Capitales a través de programas



regionales o sectoriales específicos, como por ejemplo promociones impositivas concretas.

### **7.1.6 Perspectivas**

El desarrollo del mercado de capitales de la Argentina resultó postergado durante décadas por un país fuertemente cristalizado en sus estructuras financieras basadas en una participación casi exclusiva del sector público como tomador de fondos.

El mercado bursátil sufrió una reducción progresiva de su dimensión, restándole como única función la recolección de fondos para el estado a través de un privilegiado menú de títulos públicos de alta rentabilidad y alto riesgo.

Sumado a esto, la falta de incentivos, la recesión económica que desembocó en la crisis de 2001 y la ausencia de una política de protección más severa al accionista minoritario sumaron efectos negativos en el mercado.

Existen en la actualidad sectores de potencial crecimiento (por ejemplo turismo) que no encuentran en el mercado bursátil los mecanismos adecuados para ser fondeados, lo cuál crea una situación preocupante en la cuál sectores con potenciales demandantes de capital no cuentan con un adecuado mercado que canalice los recursos en forma institucional, eliminando asimetrías de información de los participantes y protegiendo a los inversores.

De tal manera, se destacan ciertos requisitos para el correcto desarrollo del mercado de capitales local, como ser:

- Unidad de cuenta y reserva de valor.
- Regulación y supervisión.
- Protección legal efectiva de los acreedores y accionistas.
- Bajo riesgo sistémico.
- Bajos costos de intermediación e impositivos.

En la medida de que estos requisitos se alcancen, el mercado de capitales local debería desarrollarse en forma eficiente cumpliendo de esta manera las funciones elementales enunciadas anteriormente, apoyando y facilitando el crecimiento de la economía real de la Argentina en la región y el mundo.

## **7.2 El grado de monetización en la Argentina**

A continuación se presenta un análisis sobre la evolución y las perspectivas de profundización financiera, enfocado en el sistema bancario.

### 7.2.1 Introducción

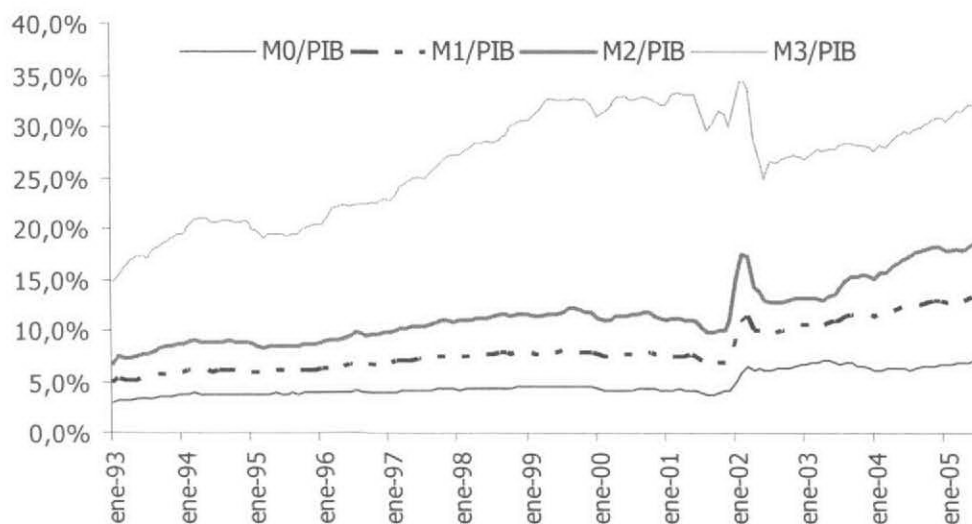
La Actividad 6, desarrollada previamente en el presente informe, analiza el estado de situación patrimonial del sistema financiero, junto a los principales indicadores del mismo (ratios de rentabilidad, solvencia y liquidez). Dentro de la presente actividad, se ha presentado la situación del mercado de capitales en los países emergentes, así como también para la Argentina en particular. En este apartado se busca mostrar el grado de monetización de la economía estrechamente vinculado a la solidez del sistema bancario.

### 7.2.2 La profundidad financiera en Argentina

El principal indicador que explica el grado de profundización financiera de un país es el coeficiente de monetización que relaciona los agregados monetarios, en sus distintas definiciones, con el Producto Bruto Interno (PIB); usualmente un alto grado de monetización está asociado a una baja tasa de inflación, tasas de interés positivas y elevado nivel de desarrollo económico. En la Argentina, durante las dos últimas décadas, el coeficiente de monetización para M4, que incluía depósitos en dólares, siempre ha estado por debajo del 30%, y ha registrado mínimos de 5%, lo que lo ubica en niveles muy inferiores a similares indicadores de países desarrollados.

A continuación se presenta el gráfico VII.3 donde se observa la profundidad financiera de Enero de 1993 a Julio del corriente año, a través de las series de M0, M1, M2 y M3 en relación al PIB.

**Gráfico VII.3**  
**Profundidad según Agregado Monetario (en %)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

En el mismo puede observarse el crecimiento permanente de la serie desde 1993 hasta un máximo a comienzos del 2002, para luego de desatada la crisis mostrar una fuerte caída con una posterior paulatina recuperación.

Asimismo, la comparación del indicador entre países debe tener en cuenta el grado de desarrollo de los sistemas financieros y la disponibilidad de instrumentos financieros que pueden llevar a comparar el máximo agregado (por ejemplo Billetes y Monedas en poder del público más depósitos a la vista, definido como M3) de un país con escaso desarrollo financiero con un agregado de mayor subíndice de un país con mayor variedad de instrumentos financieros.

En teoría también la liberalización financiera y la consecuente profundización financiera, presuponen ir hacia una mayor competencia y eficiencia entre las entidades que conforman la industria bancaria, eficiencia medida por el spread financiero (diferencia entre tasas de interés pasivas y activas). A mayor eficiencia del sistema, menor spread financiero. Sin embargo, en la Argentina de los '90 dicho spread se mantuvo muy elevado: los bancos captaban depósitos al 8% y prestaban a tasas de alrededor del 30% para el crédito comercial, de entre el 35 y el 40% en préstamos personales y tarjetas de crédito y más del 50% para adelantos en cuenta corriente. A nivel internacional, el spread en los países desarrollados no supera 5 puntos de tasa y en los países de menor nivel de desarrollo, de América Latina por ejemplo, el spread no supera el 10 puntos de tasa, mientras que en Argentina siempre estuvo por encima entre 20 y 40 puntos.

Por otra parte, la comparación intertemporal de coeficientes de monetización para una misma economía puede inducir a errores de apreciación respecto a la evolución de la profundización financiera; podrían ocurrir variaciones del PIB originadas en cambios de metodología en su cálculo, o en cambios en la participación de la economía "informal" en el total de actividad económica, que lleven a conclusiones erróneas sobre el grado de intermediación relativa del sistema financiero.

Como elementos adicionales a tener en cuenta en nuevas versiones de esta línea de investigación, que explican el bajo porcentaje de depósitos bancarios respecto al PIB, pueden mencionarse a los siguientes: (a) la información disponible sobre depósitos bancarios e intermediación financiera no incluye lo que ocurre en los mercados financieros no regulados por el BCRA: intermediarios financieros informales, cooperativas y mutuales de créditos y (b) la importancia relevante que siempre tuvo la economía informal en la economía argentina debido a razones de (evasión) presión fiscal, enumerada en el párrafo anterior, que puede explicar en parte la escasa utilización del sistema bancario. Debe recordarse que en Argentina la economía informal nunca bajó de alrededor del 20% de la economía, según las diversas estimaciones realizadas hasta el presente.

La aplicación de políticas económicas inconsistentes y la acumulación de fuertes desequilibrios macroeconómicos condujeron a la Argentina a atravesar

una crisis de características múltiples. En particular, la crisis financiera, terminó generando una rotura generalizada de contratos. En este escenario, la evolución de la profundización financiera en los próximos años se verá afectada por estos acontecimientos atravesados. En consecuencia, tanto los entes de regulación y supervisión como las entidades financieras deberán poner especial énfasis en fundar bases sólidas y sustentables para el desarrollo del sistema financiero.

### **7.2.3 Sugerencias para el incremento de la profundidad financiera**

A continuación se describen una serie de sugerencias para el incremento de la profundización financiera, a través de la reactivación del crédito:

#### *1- Disminuir el riesgo de liquidez para incentivar el crédito.*

Un elemento central para la reactivación del crédito es el vinculado con el riesgo de liquidez que en que los bancos incurren al otorgar créditos a largo plazo con la contrapartida de depósitos (que se encuentran "a la vista" o a plazos promedio inferiores a los 30-60 días). Por ello es necesario implementar mecanismos que incentiven el alargamiento de plazos de los depósitos.

#### *2- Perfeccionar el mecanismo de código de descuento.*

A fin de promover el crédito de consumo se sugieren mecanismos que reduzcan sensiblemente la morosidad. En tal sentido, una Ley que permita otorgar códigos de descuento (similares a los que se encuentra reglamentando el poder ejecutivo para los haberes del sector público a partir del Decreto de Necesidad y Urgencia del año 2000) a aquellas personas que perciben haberes jubilatorios a través del sistema financiero, actuaría como un motorizador de créditos de consumo para este segmento tan castigado de la población. Con igual criterio se podría mejorar el acceso al crédito de todos aquellos asalariados del sector privado que ya cobran sus haberes a través del sistema financiero, a fin de tener el menor grado de incertidumbre y maximizar así la oferta de crédito podría considerarse la posibilidad de que el titular se mantenga en la misma entidad pagadora en caso de registrar deuda, y de cambiar, se mantuviera la entidad anterior como primera receptora de los fondos.

#### *3- Incrementar la oferta de crédito hipotecario a tasa fija.*

El mercado de créditos de largo plazo, principalmente el de préstamos hipotecarios, debiera ser complementado con ágiles mecanismos de securitización de cartera, con miras de acceder eficientemente al ahorro previsional y al mercado de capitales. Las regulaciones deberán orientarse a incentivar que el ahorro previsional financie estas actividades, así como en los años '90, incentivaron el financiamiento del Sector Público.

#### *4- Impuesto a las Transacciones Financieras.*

Actualmente no es posible en el corto plazo eliminar definitivamente este impuesto al cheque, sin embargo consideramos que podría aplicarse una tasa decreciente de forma tal que las grandes transacciones que hoy se tienden a realizar en efectivo para eludir el impuesto sean gravadas con tasas menores o con la posibilidad de deducir este impuesto del algún otro, como por ejemplo el impuesto a las ganancias.

#### *5- Mecanismos para mejorar instrumentos de crédito.*

Generar las condiciones para que las grandes empresas utilicen los cheques de pago diferido en las compras a sus proveedores. Fomentar la utilización del sistema de factura de crédito (similar a la "duplicata" utilizada en Brasil) que fuera aprobado por el Congreso.

#### *6- Bancarización de todos los Planes Sociales existentes.*

Promover la bancarización de la población de bajos ingresos. Para ello, se propone el pago de los planes sociales mediante la acreditación en cajas de ahorro y el uso de tarjetas de débito. Esta metodología permitiría además realizar una política tributaria (mayor descuento en el IVA) perfectamente enfocada en la población objetivo.

#### *7- Reestructuración de empresas.*

Propiciar mecanismos que faciliten el financiamiento en dólares o en pesos a las empresas que se encuentren en proceso de reestructuración de su deuda en dólares emitida bajo ley extranjera. De esta forma se facilitaría el proceso de reestructuración de deuda de varias empresas, lo que regeneraría un esquema de acceso a capitales por parte del sector productivo, al tiempo que permite a las entidades financieras cambiar la composición de sus activos.

#### *8- Reducir la exposición al Sector Público.*

Esta debería volver a niveles inferiores a 30% (ya que genera una sensación de insolvencia en el depositante que requiere entonces tasas más altas generando un esquema de "quebranto estructural") a través de cancelación de redescuentos, recompra de deuda pública con LEBAC, canje de deuda pública por deuda de empresas que se encuentren reestructurando deuda con el exterior, etc.

#### *9- Avanzar hacia un autentico contexto de seguridad jurídica.*

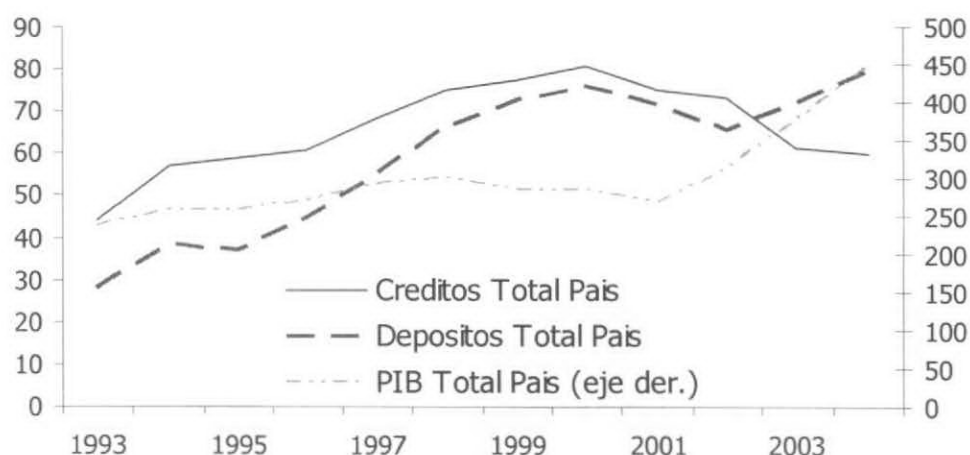
Abordar una solución definitiva a los problemas generados respecto del stock de créditos hoy existente, que han dado lugar a la recurrente suspensión de ejecuciones y la consecuente inseguridad jurídica para las entidades financieras así como también para los potenciales depositarios del sistema bancario.

## ACTIVIDAD 8. ANÁLISIS DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO EN LA PROVINCIA DE TUCUMÁN. COMPARACIÓN CON OTRAS PROVINCIAS SELECCIONADAS.

### 8.1 Análisis de la Oferta de Crédito Tucumán en relación a la Nación

La Provincia de Tucumán es, dentro del marco nacional, un agente pasivo del mercado de crédito, en el sentido de que la misma no impone las reglas de juego del mercado (no es market maker) sino que recibe las condiciones imperantes. De esta manera, el análisis y la comparación respecto de la Nación se constituye como indispensable a los efectos de evaluar la performance del mismo en Tucumán. A continuación, y como primera instancia, se presenta un gráfico de líneas donde se observa la evolución de los créditos, depósitos del sector privado y el Producto Bruto Interno (PIB) nacional.

**Gráfico VIII.1**  
**Créditos, Depósitos y PIB nacional (en mill. \$)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA y Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

En el mismo pueden observarse hechos particularmente atípicos, los cuales obedecen en gran medida a los sucesos previos y posteriores a la crisis de fines de 2001. Desde el inicio de 1993 y hasta 1999, los créditos y los depósitos del sector privado tuvieron una performance similar, aunque la brecha entre ambos fue disminuyendo poco a poco. Esto implica que la creación de dinero bancario fue reduciéndose. Según lo comentado en el 1º Informe Parcial de Actividades, mientras la situación macroeconómica se deterioraba, lo mismo ocurría con las condiciones crediticias de las empresas del sector privado. Entre 1998 y 2001, el crédito al sector privado tuvo una merma de 22,5% mientras que el fondeo al sector público en el mismo

período se expandió 27,3%, en un contexto en el cual el crédito bancario total se contrajo un 6%.

De tal manera se combinaron dos efectos: por un lado se redujo el crédito bancario total (como resultado de la agudización de la crisis), y por otro lado, se produjo un efecto desplazamiento (crowding out) por parte del sector público, situación que derivó en una disminución global de 15% en la disponibilidad de crédito al sector privado. Esto explica el motivo por el cual la brecha entre la serie de los depósitos y créditos disminuye.

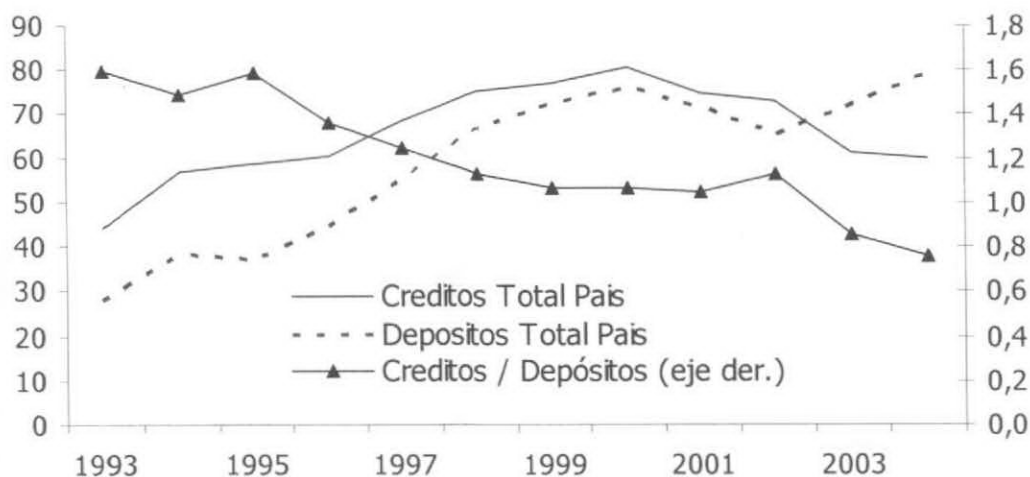
Ahora bien, a partir de 2002 la situación general cambia. Bajo un contexto de recuperación sostenida de la economía, el nivel de depósitos comienza a crecer luego de atravesar un valle en la serie. Sin embargo, el nivel de financiaciones continúa su tendencia a la baja, lo que se verifica si se analiza la cancelación anticipada de créditos por parte de los agentes de la economía como consecuencia de la implementación del CER y CVS, luego de la pesificación de los créditos.

En síntesis, se observa una fuerte recuperación del PIB a nivel nacional, acompañada posteriormente con la recuperación de los depósitos, a pesar de la aún quietud de las financiaciones.

En la próxima figura se observa la relación entre créditos, depósitos y el ratio entre ambos para el período analizado. En la misma puede verse el continuo deterioro del ratio Créditos / Depósitos, disminuyendo a la mitad durante 1993-2004. Esto indica que, cuando el mismo pasa a ser menor a la unidad, por cada peso prestado hay mas de una unidad depositada, lo que implica la falta de creación de dinero bancario. A pesar de la situación actual, se espera que en un futuro cercano esta tendencia cambie, generando nuevamente multiplicación de dinero en la economía.

### Gráfico VIII.2

#### Créditos Sector Privado y Depósitos a nivel Nacional (en mill. \$)

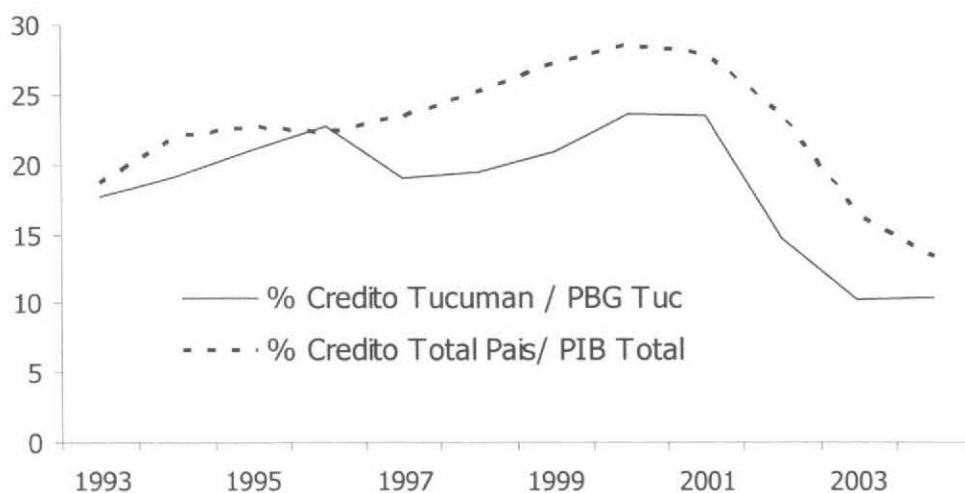


Fuente: Elaboración propia según datos BCRA y Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

A continuación se presenta el gráfico VIII.3, el cual compara las series de créditos sobre PBG o PIB, según corresponda, de Tucumán y a nivel nacional. En el mismo pueden observarse claramente dos características: la primera es la alta correlación de las series, es decir, son casi paralelas; en segunda instancia puede notarse el menor ratio de la Provincia de Tucumán respecto del valor nacional, lo que demuestra el menor nivel de financiamiento de las actividades productivas respecto del promedio nacional.

Sin embargo, existe un ruido en la información que no es posible solucionar sin la realización de una encuesta a todos y cada uno de los tomadores de crédito, que consistiría en evaluar el nivel de aplicación a créditos desde otras jurisdicciones que, debido a la existencia de intereses económicos en la Provincia de Tucumán, trasladan parte de los mismos hacia ésta. Es claro que este punto, imposible de solucionar sin la nombrada encuesta, excede ampliamente los alcances del presente proyecto.

**Gráfico VIII.3**  
**Crédito/PIB en Tucuman y Nación (en %)**



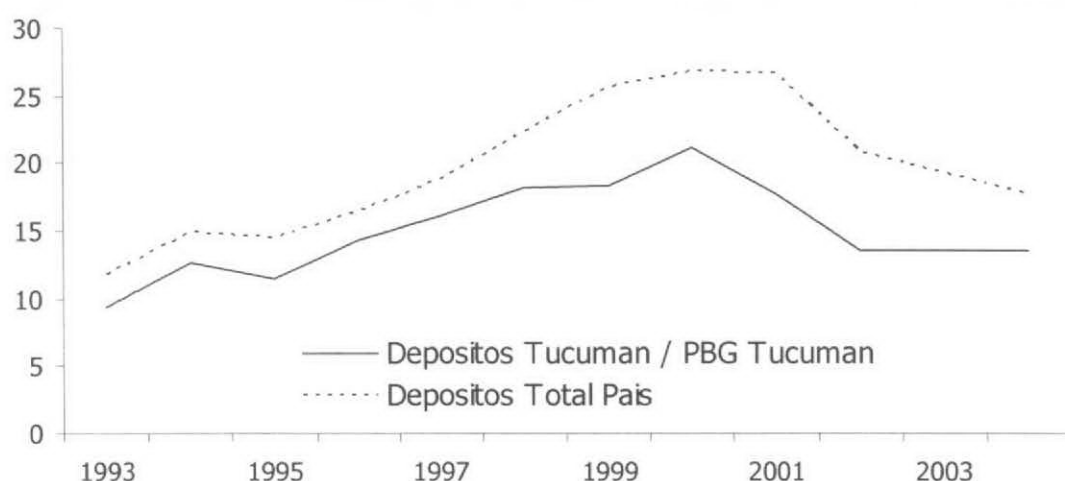
Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Tras haber realizado la comparación de la serie de créditos entre la Nación y Tucumán, es hora de analizar la forma de fondeo de los mismos, es decir, los depósitos.

El gráfico VIII.4 presenta las series de depósitos sobre PBG o PIB, según corresponda, de Tucumán y a nivel nacional. En el mismo pueden observarse las mismas particularidades que en las series de créditos, es decir, la alta correlación y el menor volumen de la Provincia de Tucumán respecto del valor nacional.



**Gráfico VIII.4**  
**Depósitos/PIB en Tucuman y Nación (en %)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

### 8.1.1 Comparación de jurisdicciones por categoría del sujeto de crédito

A continuación se procede a la realización del análisis por categoría del sujeto de crédito, dividiendo a las financiaciones en persona física (familia o consumo) y persona jurídica (empresa o comercial). El siguiente cuadro muestra los valores obtenidos para los años seleccionados.

**Cuadro VIII.1**  
**Financiaciones por Categoría del Sujeto de Crédito (en %)**

Año	1993	1995	1998	2001	2004
Persona Física / Total en Tucuman	28,2	29,4	37,7	45,5	41,8
Persona Física / Total a nivel Nacional	23,6	25,5	30,1	29,4	23,8
Persona Jurídica / Total En Tucuman	71,8	70,6	62,3	54,5	58,2
Persona Jurídica / Total a nivel Nacional	76,4	74,5	69,9	70,6	76,2

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

La categoría Persona Física en la Provincia de Tucumán posee un crecimiento sostenido, aumentando su valor relativo alrededor de un 20% entre 1993 y 2001, para luego perder alrededor de 3 p.p. En cambio, el agregado de la misma variable a nivel Nación muestra un comportamiento diferente. El mismo varía alrededor de 6 p.p. entre 1993 y 2001, para volver en el 2004 a la misma cifra exhibida en 1993. Es decir, mientras la participación en Tucumán aumenta 14%, a nivel nacional la cifra permanece constante. Evidentemente, el proceso inverso ocurre para la categoría Persona Jurídica, dado que ambas series representan el total de financiaciones. El cambio en la Provincia de Tucumán puede deberse, en

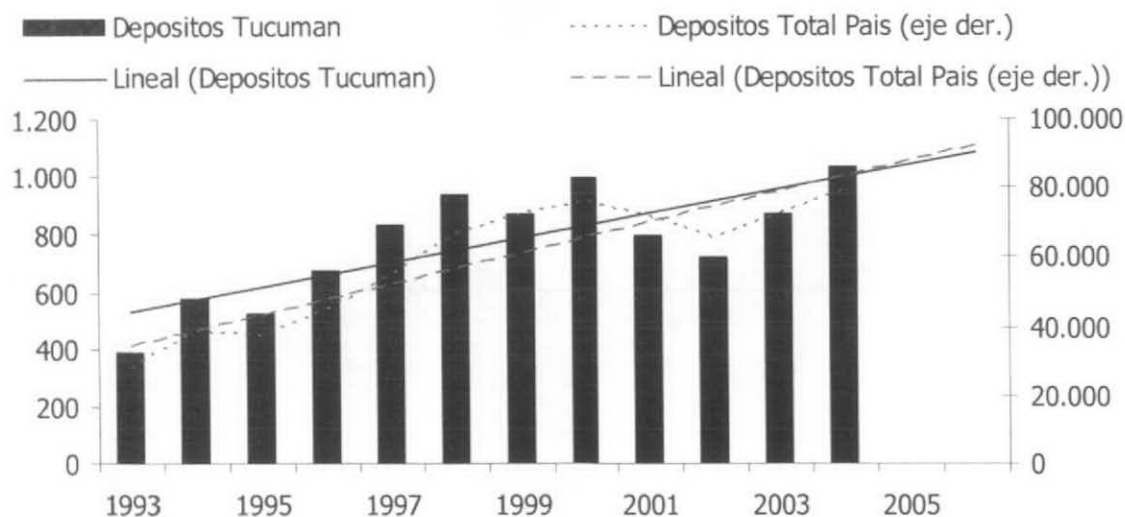
gran parte, a las consecuencias ocurridas tras la crisis del 2001, donde gran cantidad de empresas sufrieron la baja de categoría en el veraz por la falta de cumplimiento en tiempo y forma de la deuda asumida, lo cual genera incremento de costo al momento de pactar nueva deuda, en caso de ser posible esto ultimo.

### 8.1.2 Perspectivas de corto plazo

En este punto se presenta un análisis de las tendencias para 2005 y 2006 que podrían tomar las series de depósitos y financiaciones, sobre la base de los valores observados entre 1993 y 2004.

En primera instancia se presenta el Gráfico VIII.5, el cual muestra los depósitos junto a las tendencias hasta el año 2006. En el mismo podemos decir que las variables son coincidentes, en el sentido de que tanto la Nación como Tucumán toman valores del mismo signo, y con la misma tendencia, salvando evidentemente las cuestiones de escala. Dicho de otra manera, los depósitos del sector privado, tanto Nación como Tucumán, están creciendo vis a vis el PIB.

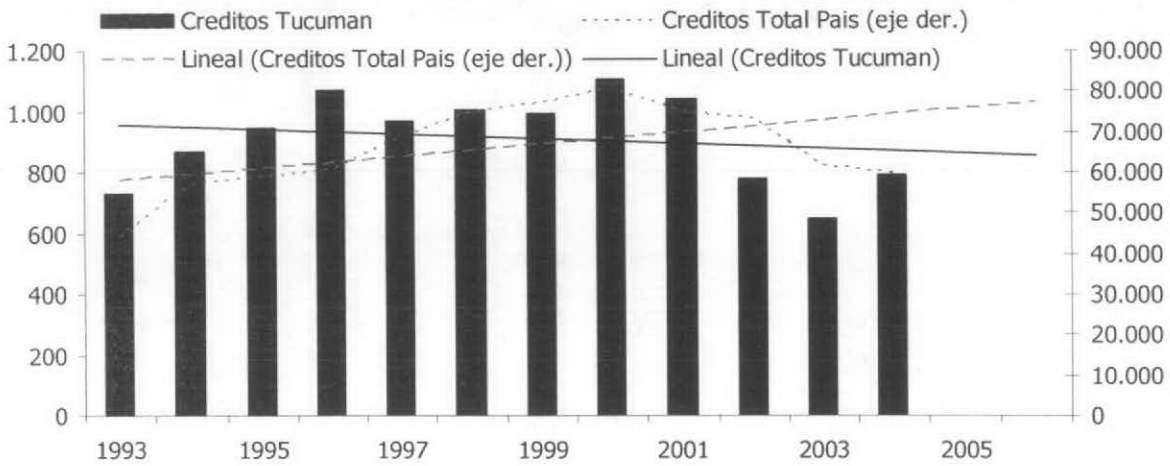
**Gráfico VIII.5**  
**Depósitos en Tucuman y Nación (en miles de mill. de \$)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA y Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

Ahora bien, cuando analizamos los valores y tendencias para las series de créditos del sector privado nos encontramos con una situación muy distinta a la de los depósitos.

**Gráfico VIII.6**  
**Créditos en Tucumán y Nación (en mill. de \$)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA y Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

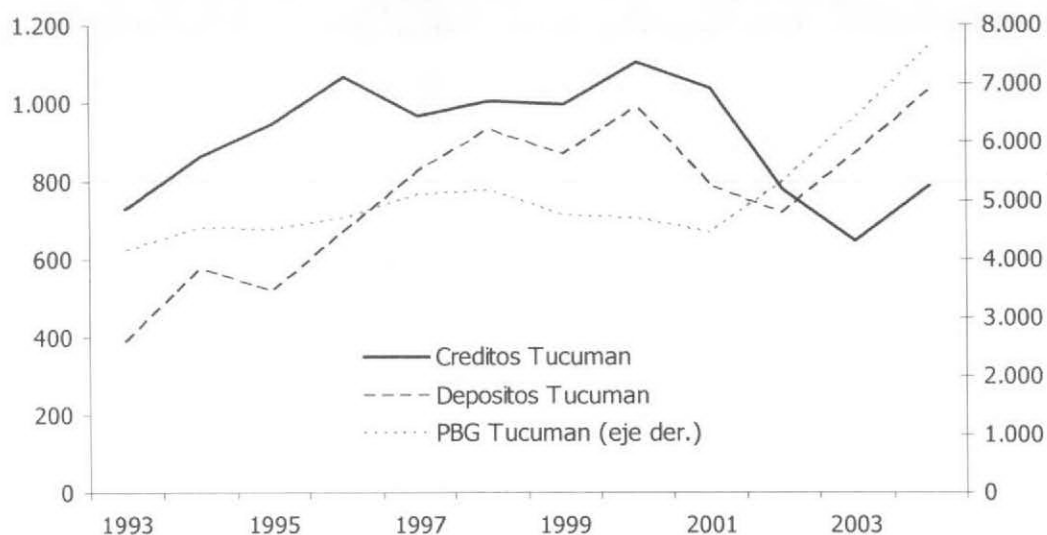
Según puede verse en el gráfico VIII.6, los valores de las tendencias, al igual que las pendientes de las mismas, son de signo inverso. Mientras que la tendencia de la Nación crece, acompañando al PIB, el valor en Tucumán es más volátil y de signo inverso a su semejante. En cierto sentido, mientras los créditos crecen en la Nación junto con el PIB, la tendencia para Tucumán es opuesta. Es más, los valores preliminares en lo que va del año muestran que aún no ha recuperado el sendero de crecimiento las financiaciones en la Provincia de Tucumán. Nuevamente, de acuerdo a lo comentado previamente, podemos indicar que el crecimiento del PBG se viene dando con financiaciones ajenas al sistema financiero, las cuales pueden ser aportes netos de capital o reinversión de ganancias.

### 8.2 El Crédito en la Provincia de Tucumán

La Provincia de Tucumán presenta, durante la década del '90, un acompañamiento de la evolución de las tendencias del crédito, los depósitos del sector privado y el Producto Bruto Geográfico hasta la crisis iniciada hacia finales del 2001, a partir de la cual se observa una clara recomposición del ciclo económico muy por encima de las otras dos variables analizadas (Gráfico VIII.7).

### Gráfico VIII.7

#### Créditos, Depósitos y PBG de Tucuman (en mill. de \$)



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA y Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

Nota: el PBG de Tucumán a partir del 2001 se calculó sobre la base de la relación del 1,7% del total nacional por no contar con datos oficiales más recientes.

El quiebre de la simetría del movimiento del PBG y la Actividad Económica (analizada en el Primer Informe del presente proyecto) se observa a partir del 2002, mientras que los créditos otorgados y los depósitos del sector privado comenzaron a crecer a partir de mediados de 2003, no habiendo recuperado a la fecha los valores alcanzados previos a la crisis (en términos reales). Sin embargo la tasa de crecimiento del PBG continuó firme desde el inicio de su recuperación, lo que indicaría que gran parte de la mejoría observada fue financiada a través capital propio y fuentes de alternativas al sistema financiero.

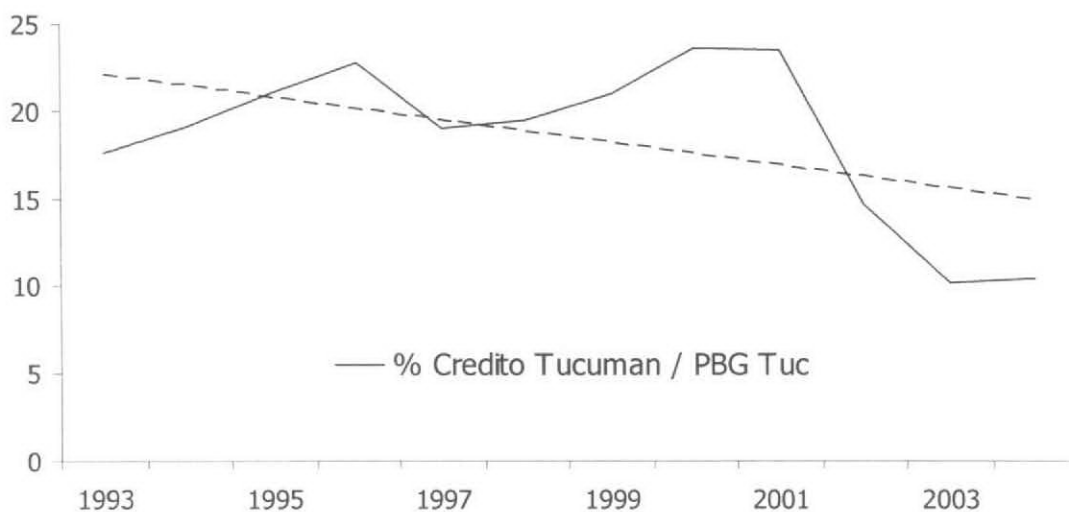
De hecho, la incertidumbre generada luego de la crisis, junto con las nuevas estructuras de créditos regidas por los coeficientes de estabilización de referencia y variación salarial (CER/CVS), llevaron a los agentes económicos a cancelar sus pasivos con el sistema bancario debido al continuo crecimiento que los mismos iban a tener por el efecto de uno u otro coeficiente. Asimismo, se observa un claro cambio de tendencia de los depósitos previo a la modificación de los créditos, lo que implicó un mayor nivel de liquidez por parte de los bancos que operan en la Provincia, hecho que no se reflejó como contrapartida en el aumento de financiaciones.

En este contexto, la incertidumbre acerca de la evolución de la situación macroeconómica nacional, la resolución de los amparos y la definición respecto del bono compensatorio hicieron que, por el lado de la oferta, no existiera una recuperación vis a vis la ocurrida en los depósitos. Además, la falta de confianza del público (tanto personas como empresas), junto con

las altas tasas de interés observadas hicieron que la demanda de crédito no tuviera el mismo desempeño que la economía en general ni los depósitos del sector privado en particular.

El volumen de créditos otorgados en Tucumán en relación al PBG presenta un crecimiento desde 1993, alcanzando su pico en el 2000-2001, para luego caer abruptamente a menos de la mitad del máximo observado. De esta manera, y como dijimos anteriormente, la marcada recuperación económica se fondeó en alternativas distintas al sistema financiero. El gráfico VIII.8 muestra la situación descripta, remarcada a través de la línea de tendencia.

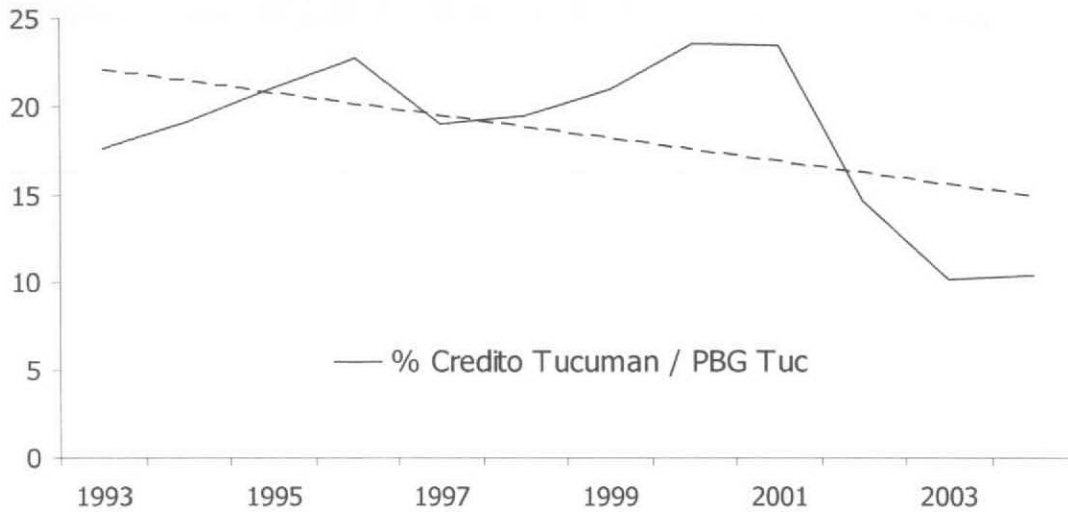
**Gráfico VIII.8**  
**Créditos/PBG Tucumán (en %)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA y Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

La evolución de los depósitos del sector privado para el mismo período muestra una tendencia menos pronunciada, con una caída de entre los años 2000 y 2002, ubicándose en el 2004 en los valores previos a la crisis, aunque continúa siendo menor en términos reales.

**Gráfico VIII.9**  
**Depósitos/PBG Tucumán (en %)**

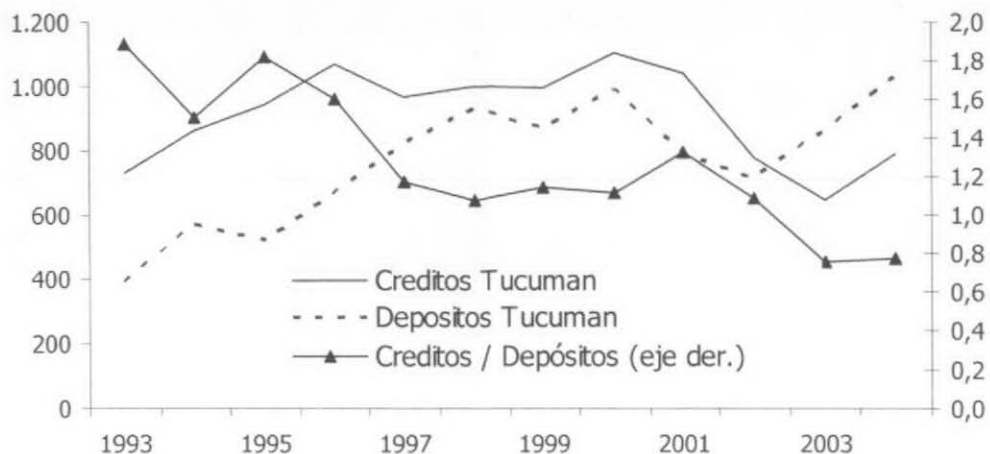


Fuente: Elaboración propia según datos BCRA y Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

La recuperación del PBG en Tucumán se dio muy por encima y previa a la mejora en el desempeño de las financiaciones y depósitos del sector privado. Sin embargo, se estima que para continuar con el sendero de crecimiento (a nivel real), dada la evolución de la inflación y la disminución del nivel de capacidad ociosa instalada, será necesario un incremento de las financiaciones para el sector productivo, a los fines de expandir las posibilidades de producción. De este modo, se calcula que el nivel de créditos al sector privado continuará en un sendero de crecimiento debido al paulatino retorno de confianza por parte del público al sistema bancario.

A continuación se presenta un análisis a través del ratio entre créditos y depósitos. Como puede observarse, a comienzos de la serie este indicador superaba ampliamente el valor de la unidad, lo que implica que por cada peso depositado se realizaba un préstamo por encima de esa unidad, es decir, crecía la base monetaria ampliada gracias al efecto multiplicador del dinero bancario. Esto ocurrió a lo largo de toda la década del '90. Sin embargo, en el 2004 este indicador mostraba un pobre desempeño, asciendo sólo hasta 0,77, lo que implica, de acuerdo a lo comentado previamente, que los bancos están por debajo del nivel relativo de préstamos de la década del noventa, por lo que existe una amplia posibilidad de expansión del crédito manteniendo los niveles de depósitos constantes.

**Gráfico VIII.10**  
**Créditos y Depósitos en Tucumán (en mill. de \$)**



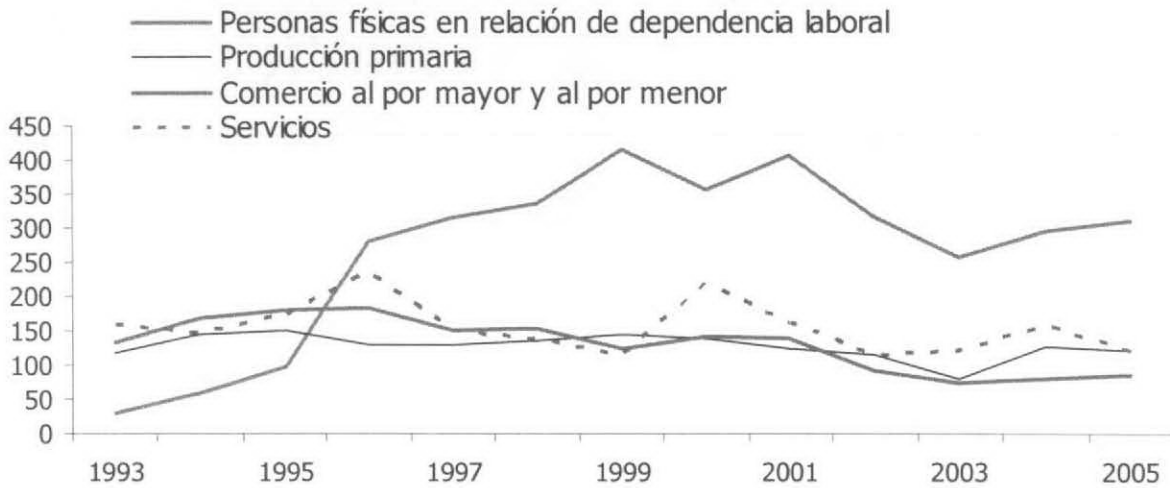
Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

### 8.2.1 Breve descripción por actividad

La presente sección desarrolla, no en exhaustividad dado que ello se hará en la Actividad 11, el desagregado de los créditos por actividad económica según la tabulación vigente. Para ello se presenta la evolución de los créditos otorgados en el período 1993-2004 de las cuatro categorías con mayor peso relativo, para luego presentar un gráfico de barras realizado sobre los valores de todas las actividades en el año 2004.

**Gráfico VIII.11**

**Créditos otorgados en Tucumán, según Clasificación Nacional de Actividades Económicas 1997 (en mill. de \$)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Entre las cuatro categorías suman, en el 2004, más del 80% del total demandado de crédito en la Provincia de Tucumán. La categoría que mayor volumen de crédito representa de manera continua desde 1996 es Personas físicas en relación de Dependencia Laboral<sup>7</sup>, las cuales, de acuerdo a lo que norma la ley, poseen recibo de sueldo, lo cual se constituye como requisito básico para aplicar a un crédito. En volumen la lista continúa con Servicios, los cuales incluyen la categoría Finanzas. Seguidamente se encuentra la Producción Primaria, uno de los motores de la economía provincial y pilar del crecimiento económico desde el cambio de precios relativos observados desde inicios del 2002. Finalmente, dentro de los cuatro grandes, encontramos al rubro Comercial por mayor y menor<sup>8</sup>, el cual totaliza alrededor del 10% de la demanda total de crédito en la Provincia de Tucumán.

Respecto del comportamiento de las mismas, podemos ver que a lo largo de la década del '90 un importante crecimiento, para luego presentar, junto con la crisis, una voluminosa caída. Actualmente, según puede observarse en el gráfico, las Personas físicas en relación de Dependencia son las que registran una mayor recuperación

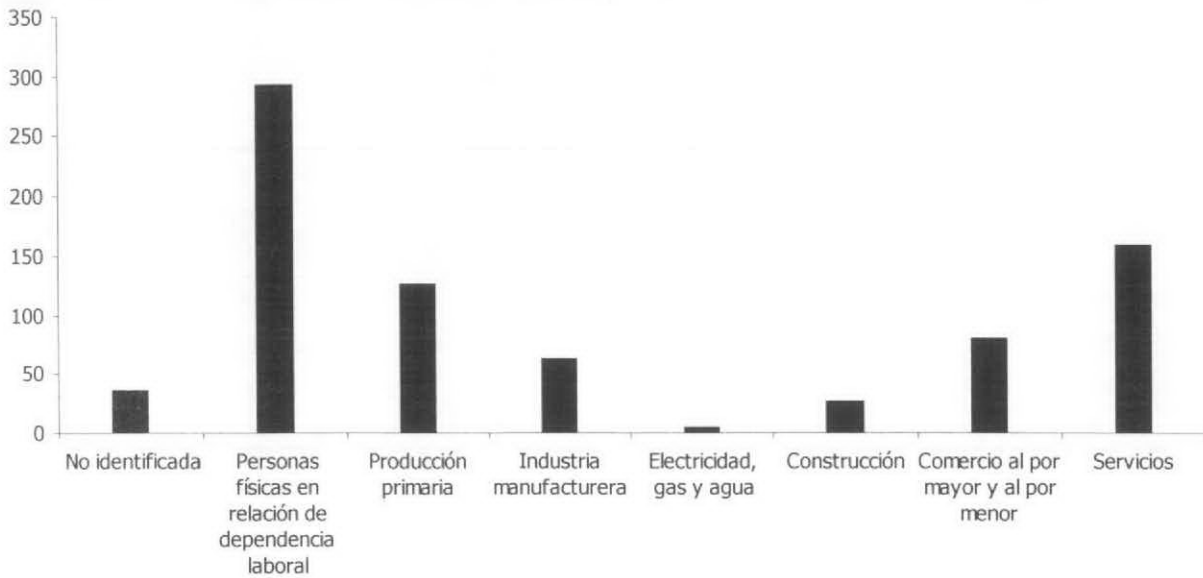
<sup>7</sup> Personas Físicas en relación de dependencia laboral incluye el rubro Familias de la clasificación anterior a la vigente

<sup>8</sup> Comercio al por mayor y al por menor: incluye los rubros 5, Comercio Mayorista y 6, Comercio Minorista de los años 1993/1999, para la realización del empalme.



**Gráfico VIII.12**

**Financiaciones por Actividad Económica 2004 (en mill. de \$)**



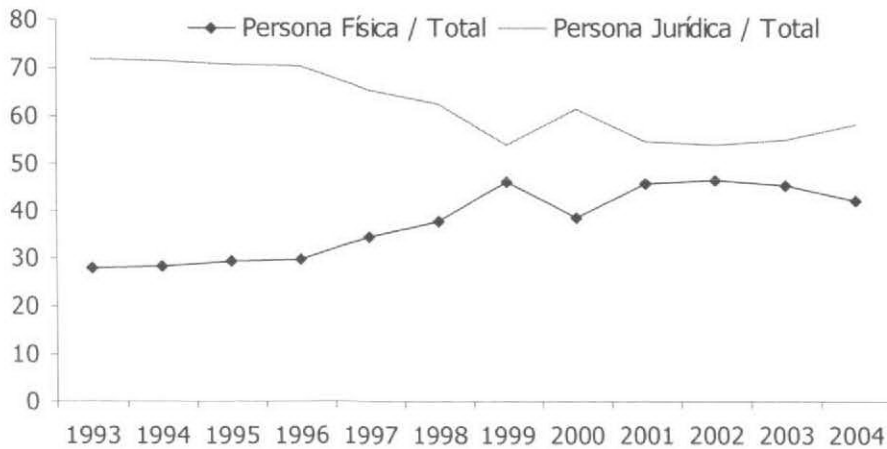
Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

**8.2.2 Descripción por categoría del sujeto de crédito**

En el presente punto se desarrollará el análisis respecto de la condición del sujeto de crédito, analizando si el mismo es una persona física (créditos personales en sus distintas variedades) o una persona jurídica (créditos comerciales). A continuación se presenta un esquema donde se puede apreciarse la evolución de las dos categorías mencionadas entre los años 1993 y 2004.

**Gráfico VIII.13**

**Financiaciones por Categoría del Sujeto de Crédito (en %)**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Como puede observarse en el gráfico VIII.13, la participación de las personas jurídicas en el total de las financiaciones ha perdido peso relativo en detrimento de la mejora de los créditos personales. Los picos observados en el período 1999-2001 obedecen al comportamiento de los valores de tasa de interés registrados, siendo los créditos para las empresas más elásticos a la tasa de interés abonada que los créditos personales.

### 8.3 Análisis de la Oferta de Crédito en relación a provincias seleccionadas: Salta y Capital Federal

La presente sección desarrolla el análisis del mercado de crédito de la Provincia de Tucumán en relación a la Provincia de Salta y Capital Federal. El motivo de la elección de esas jurisdicciones, y no otras, es que en el primero de los casos la Provincia de Salta comparte, en su gran mayoría, las características socio-productivas de la región del NOA. Respecto de la elección de Capital Federal, resulta interesante la comparación debido a las diferencias existentes de carácter socio-productivo y al peso relativo de la misma en el total nacional. De esta manera, se busca comparar la situación de Tucumán con una Provincia similar (Salta), para luego realizar el mismo procedimiento con otra diferente (Capital Federal). A diferencia de los análisis realizados previamente (Tucumán vs. Nación y Tucumán), en este caso no se dispone de información confiable acerca de los valores de PBG de Salta y Capital Federal, por lo que el análisis se realiza en términos absolutos y no relativos. A continuación se presenta, a los efectos de definir el marco relativo, los valores de las financiaciones de las jurisdicciones seleccionadas en relación al total nacional.

#### Cuadro VIII.2

#### Volumen de Financiaciones de Tucumán, Salta, Capital Federal respecto del Total Nacional (en %)

Año	1993	1995	1998	2001	2004
Tucuman	1,7	1,6	1,3	1,4	1,3
Salta	1,5	1,5	0,8	0,8	0,6
Capital Federal	49,5	54,7	61,1	58,9	69,0

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

En el mismo puede observarse claramente el proceso de concentración de las financiaciones en Capital Federal, en detrimento de los valores registrados tanto el Tucumán como en Salta. En términos relativos, la pérdida de peso en el total nacional de Tucumán es menor que la de Salta.

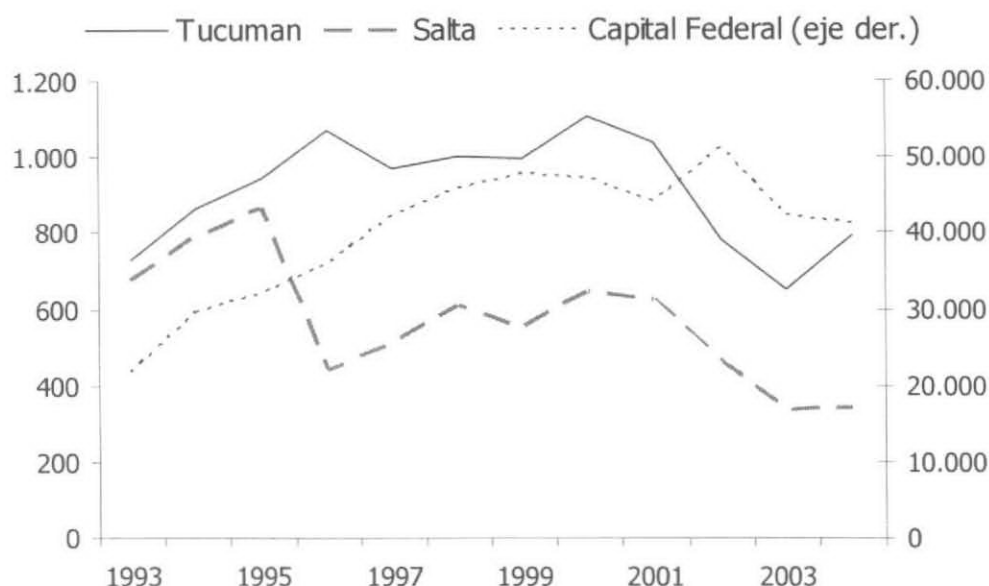
En primera instancia se presentan las series de financiaciones de las tres jurisdicciones que tratamos en este punto. Las mismas se trabajan en un eje

de doble escala, donde el eje derecho corresponde a los valores de Capital Federal. Las formas de las series de Tucumán y Salta presentan una simetría interesante, a pesar que los valores de la primera son mayores a lo largo de la misma. Esta simetría, excepto por la caída de Salta en 1996, indicaría que los ciclos de financiaciones están altamente relacionados, lo que correspondería a una estructura productiva y de ciclo económico similares. Ahora bien, cuando observamos las series de préstamos en Capital Federal, de acuerdo a lo anticipado, los movimientos de las curvas difieren entre sí, no habiendo registrado el territorio federal una caída tan pronunciada tras la crisis como Tucumán, aunque a la fecha no han sido recuperados los volúmenes, en términos absolutos, previos a la crisis.

### Gráfico VIII.14

#### Financiaciones en Tucumán, Salta y Capital Federal (en mill. de \$)

Fuente: Elaboración propia se

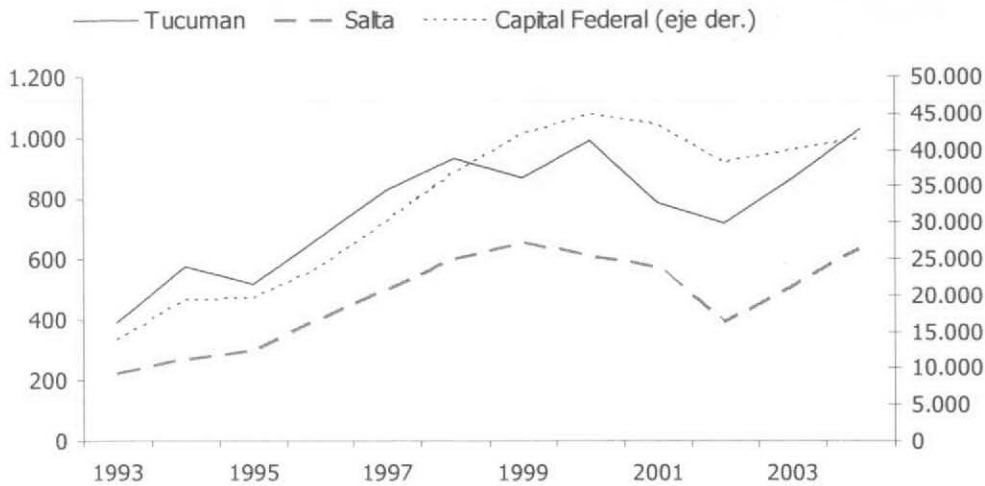


Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

A continuación se presentan las series de depósitos, las cuales, a diferencia de lo ocurrido con las financiaciones, poseen un mayor parecido en su evolución. De hecho, a pesar de la diferencia de escala, los movimientos de las variables son coincidentes, especialmente entre Tucumán y Salta. Efectivamente, las tres series presentan una fuerte recuperación tras la crisis, la cual aparenta ser firme y sostenida, especialmente en los casos de Salta y Tucumán. Esto podría deberse a que, en estos dos distritos, las caídas durante la crisis fueron más pronunciadas, por lo que su recuperación tras la misma es más pronunciada, dado que parten de peor condición relativa.

**Gráfico VIII.15**

**Depósitos en Tucumán, Salta y Capital Federal (en mill. de \$)**



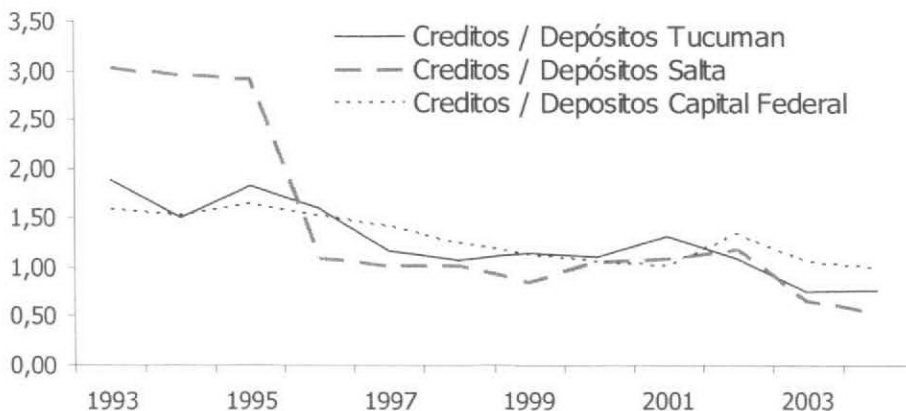
Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Ahora bien, una vez desarrollados los análisis de financiaciones y depósitos, resulta interesante evaluar la creación secundaria de dinero, es decir, dinero creado a través del multiplicador bancario.

El mismo se puede observar en la figura VIII.16. La misma presenta una gran diferencia entre Salta y las restantes, la que se mantiene a casi el doble hasta 1996. Luego de ese año, los valores descienden a números más cercanos a las otras. A partir de 1996, todas las series presentan valores parejos y crónicamente descendientes.

**Gráfico VIII.16**

**Créditos/Depósitos en Tucumán, Salta y Capital Federal**



Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

A continuación se presenta, en el Cuadro VIII.3, los datos de Créditos / Depósitos para las cuatro categorías desarrolladas en la presente Actividad. Es interesante ver como, de punta a punta, los valores del ratio fueron reduciéndose constantemente. Esta reducción se ve amplificada por el efecto de desplazamiento del crédito privado hacia el público, sumado a la baja general del mismo. En síntesis, visto lo expuesto en los cuadros y gráficos sobre este tema, podemos ver que, a futuro, existe la posibilidad de fuerte crecimiento del efecto multiplicador de dinero bancario. De hecho, si los valores generales volviesen al nivel de 1995, los créditos otorgados en la Argentina se duplicarían, generando un fuerte impacto en la economía.

### **Cuadro VIII.3**

#### **Créditos/Depósitos en Tucumán, Salta, Capital Federal y Nación**

<b>Año</b>	<b>1993</b>	<b>1995</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>
Tucuman	1,88	1,82	1,08	1,32	0,77
Salta	3,04	2,92	1,01	1,09	0,54
Capital Federal	1,58	1,64	1,25	1,01	1,00
Total Pais	1,59	1,58	1,13	1,05	0,76

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

#### **8.3.1 Descripción por actividad productiva**

A continuación se presenta el análisis de las Actividades Productivas para Tucumán, Salta y Capital Federal según la clasificación utilizada previamente, excepto Electricidad, Gas y Agua, debido a su escaso peso relativo en las jurisdicciones en estudio.

En primera instancia se presenta la categoría Personas Físicas en relación de dependencia. En los tres casos, el punto inicial de la serie es realmente bajo. Sin embargo a medida que avanza la misma comienza su despegue, especialmente en Tucumán y Salta, el cual se sostiene a lo largo de la misma. De hecho, es notorio que casi el 50% de los créditos otorgados en Salta sean en esta categoría, lo que implica una baja tasa de financiamiento al sector productivo salteño. La provincia de Tucumán presenta una estructura similar al caso salteño, mientras que en Capital Federal, la serie trepa hasta el 20% en 2001, para luego caer estrepitosamente a la mitad en 2004.

#### Cuadro VIII.4

#### Financiaciones de Personas Físicas en relación de dependencia (en %)

Año	1993	1995	1998	2001	2004
Tucuman	3,85	10,24	33,35	38,96	37,12
Salta	5,35	5,21	31,51	35,86	48,42
Capital Federal	5,85	8,51	17,00	20,17	10,04

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

El cuadro VIII.5 presenta los valores de financiación a la Producción Primaria. Como era de esperarse, el peso relativo de Capital Federal en esta serie es escaso por cuestiones obvias. En cambio, en el interior (Tucumán y Salta) la producción primaria se constituye como uno de los motores de la actividad productiva. Frente a este fenómeno, podemos observar valores que oscilan entre el 15 y 30% del total, lo que demuestra la estructura productiva tradicional fuera de la Capital Federal. De hecho, parte de la inversión actual en el campo se utiliza para la adquisición de nueva maquinaria agrícola, a los efectos de incrementar la productividad del campo.

#### Cuadro VIII.5

#### Financiaciones de Producción Primaria (en %)

Año	1993	1995	1998	2001	2004
Tucuman	16,17	15,84	13,60	11,81	15,89
Salta	25,55	27,83	17,08	17,85	19,69
Capital Federal	6,24	5,40	5,58	4,79	4,46

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Los valores de las financiaciones para la Industria Manufacturera son presentados en el Cuadro VIII.6. En las tres jurisdicciones se produce un proceso de disminución de los créditos otorgados, siendo la reducción en Capital Federal importante en términos relativos.

#### Cuadro VIII.6

#### Financiaciones de Industria manufacturera (en %)

Año	1993	1995	1998	2001	2004
Tucuman	10,90	11,96	11,25	8,67	7,91
Salta	11,23	11,51	3,97	5,96	6,74
Capital Federal	26,92	23,62	21,34	12,72	12,36

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Seguidamente se presentan los valores referentes a la construcción. Este es un rubro que recibe fondeo propio, a través de la venta desde pozo, por lo que los números presentados no resultan determinantes, siendo bajos en términos relativos.

**Cuadro VIII.7**  
**Financiaciones de Construcción (en %)**

<b>Año</b>	<b>1993</b>	<b>1995</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>
Tucuman	4,07	5,35	7,62	4,66	3,48
Salta	5,82	4,78	7,44	6,93	2,06
Capital Federal	4,39	4,01	3,81	4,05	2,25

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Ahora bien, resulta interesante ver como evolucionó, de punta a punta, los valores agregados de las últimas tres series comentadas hasta el momento. Las mismas constituyen lo que suele denominarse sector productivo (Producción Primaria, Industria Manufacturera y Construcción). Si realizamos un promedio simple de los valores observados en las tres jurisdicciones, con el objetivo de obtener un valor por sector, y luego promediamos los tres sectores, llegamos a la interesante situación de que el núcleo productivo concentraba, en 1993, alrededor del 12% de las financiaciones totales, para pasar en el 2004 a sólo el 8%. Esto indica que existió, a lo largo de la década, un cambio profundo en el tejido socio-productivo de la Argentina. Los números indican que un tercio de las financiaciones paso del corazón de la producción nacional al sector servicios, incluyendo éste al sector público.

Tras este interesante punto, continuamos presentando los valores observados para la serie de Comercio al por Mayor y Menor. Los mismos muestran una fuerte y sostenida caída a partir de 1998, para perder como mínimo la mitad de su peso relativo en las financiaciones.

**Cuadro VIII.8**  
**Financiaciones de Comercio al por mayor y menor (en %)**

<b>Año</b>	<b>1993</b>	<b>1995</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>
Tucuman	18,24	18,93	15,27	13,24	10,11
Salta	22,73	23,11	10,82	8,85	8,09
Capital Federal	10,15	8,28	7,51	5,28	3,40

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

Por último se presenta en este punto las financiaciones del Sector Servicios. A pesar de los cambios dentro de la serie para Tucumán y Salta, los mismos presentan valores iguales entre puntas, es decir, no hubo mayores

cambios a lo largo del período de estudio. Distinto es el caso de Capital Federal, donde el punto de partida es mayor que en las otras dos provincias, pero posee un crecimiento sostenido que genera la duplicación del valor entre 1993 y 2004. Como decíamos previamente, se observa a lo largo del tiempo una migración del crédito hacia el sector servicios (es necesario tener presente que el peso relativo de Capital Federal en el total de financiaciones del país ronda el 50% en 1993 para crecer a la abultada cifra de casi el 70% en el 2004).

**Cuadro VIII.9**  
**Financiaciones de Servicios (en %)**

<b>Año</b>	<b>1993</b>	<b>1995</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>
Tucuman	21,78	18,29	13,79	15,62	20,26
Salta	11,33	15,68	23,76	20,62	11,00
Capital Federal	29,85	34,46	35,37	47,52	61,12

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

### 8.3.2 Comparación de jurisdicciones por categoría del sujeto de crédito

A continuación, y como cierre de la presente actividad, se procede a la realización del análisis por categoría del sujeto de crédito, dividiendo a las financiaciones en persona física (familia o consumo) y persona jurídica (empresa o comercial). El cuadro VIII.10 muestra los valores obtenidos para los años seleccionados en el rubro Personas Físicas.

**Cuadro VIII.10**  
**Financiaciones de Personas Físicas (en %)**

<b>Año</b>	<b>1993</b>	<b>1995</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>
Tucuman	28,16	29,40	37,71	45,47	41,80
Salta	23,24	17,07	36,32	39,68	52,25
Capital Federal	19,09	20,56	23,28	23,19	15,03

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

En los casos de Tucumán y Salta, los valores obtenidos presentan un importante crecimiento, mientras que el proceso inverso ocurre en Capital Federal. Esto puede deberse, de acuerdo a lo expuesto en el punto anterior, a la migración del crédito desde el sector productivo hacia las financiaciones de servicios, radicados principalmente en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Finalmente, el cuadro VIII.11 muestra los valores obtenidos para el rubro Personas Jurídicas, donde ocurre el camino opuesto a lo sucedido para personas físicas.



### Cuadro VIII.11

#### Financiaciones de Personas Jurídicas (en %)

<b>Año</b>	<b>1993</b>	<b>1995</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>
Tucuman	71,84	70,60	62,29	54,53	58,20
Salta	76,76	82,93	63,68	60,32	47,75
Capital Federal	80,91	79,44	76,72	76,81	84,97

Fuente: Elaboración propia según datos BCRA

## **ACTIVIDAD 9: ANÁLISIS DE SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LOS PRINCIPALES BANCOS QUE OPERAN EN LA PROVINCIA.**

### **9.1 Introducción**

El sistema financiero tucumano está compuesto principalmente por dos entidades bancarias. Una de ellas es el Banco del Tucumán y la otra es el Banco Empresario de Tucumán.

El Banco del Tucumán fue constituido en 1996, con motivo de la privatización del Banco de la Provincia de Tucumán en la que el Banco Comafi S.A. resultó adjudicatario del 75% del capital social, el 20% corresponde a la provincia y el 5% restante, a sus empleados. Esta entidad actúa como el agente financiero de la provincia y tiene a cargo el pago de los sueldos de los más de 50.000 empleados públicos tucumanos

El Banco Empresario de Tucumán es una entidad bancaria regional de carácter cooperativo. En éste sentido, la entidad se destaca en el otorgamiento de créditos a la producción primaria, manufacturera, construcción y comercio mayorista y minorista. A Junio de 1999, representaba 16.9% de los préstamos de todo el sistema bancario provincial. La Entidad opera como banco minorista, conformándose el perfil de sus clientes por pequeñas y medianas empresas y por particulares.

En octubre de 2005, por resolución de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias del BCRA, se suspendieron preventivamente las operaciones del Banco Empresario de Tucumán Cooperativo Limitado. La medida adoptada tiene por objeto viabilizar el proceso de reestructuración de la Entidad, dando tiempo para concretar una solución que contemple la devolución de los depósitos y la preservación de la fuente laboral.

El Banco Macro-Bansud continúa con una estrategia de fortalecimiento regional. Este aceptó hacerse cargo del suspendido Banco Empresario de Tucumán, e inició conversaciones para la compra del paquete accionario que el Banco Comafi posee en el Banco del Tucumán. La decisión de vender la participación mayoritaria en Banco del Tucumán por parte del Banco Comafi responde a una estrategia corporativa de concentrar las actividades comerciales en el área de Capital y Gran Buenos Aires, a fin de consolidar su posición.

El Banco Macro, realizó un cambio en su estrategia de negocios (como consecuencia de la crisis bancaria generada por el efecto Tequila) focalizándose en la operatoria de banca minorista en aquellas áreas del mercado de bajo nivel de bancarización y alto potencial de crecimiento. En esta dirección, en enero de 1996 comenzó con la adquisición de paquetes accionarios de bancos provinciales privatizados: Banco Misiones (93%), Banco Salta (98%) y Banco Jujuy (100%). Dado el éxito alcanzado en estas inversiones, decidió profundizar la nueva estrategia "banca minorista regional", a través de la compra de activos y pasivos del Banco del Noroeste C.L. En

diciembre de 2001, el Banco Macro sólidamente posicionado en el norte del país, amplió su nivel de presencia nacional adquiriendo el 59.58% del capital social de Banco Bansud, quien se encontraba posicionado como una entidad bancaria privada líder en el sur del país. En diciembre de 2004, manteniendo su objetivo de constante crecimiento y expansión, Macro Bansud adquiere 100% de las acciones del Nuevo Banco Suquía S.A., logrando posicionarse como el tercer banco privado en términos de Patrimonio Neto, el cuarto en Depósitos y el quinto en Préstamos al Sector Privado.

Para la adquisición del Banco Empresario de Tucumán, el Macro-Bansud asumiría pasivos por \$150 millones, equivalentes a los activos a ser transferidos, más un aporte de \$59 millones efectuado por la firma Seguro de Depósitos SA (Sedesa).

Como consecuencia de los cambios ocurridos en el sistema financiero provincial, es necesario incluir en el presente estudio el análisis de las adquisiciones por parte del Banco Macro-Bansud. Con éste fin, se plantean tres escenarios posibles: en el primer escenario, se estudian las tres entidades por separado; en el segundo, la combinación del Banco Empresario y Macro-Bansud; y por último, dado que existe la posibilidad de adquisición del paquete accionario que Comafi posee en el Banco del Tucumán, se analiza la combinación de las tres entidades. Para obtener los distintos escenarios se procedió a la consolidación de los balances de junio de 2005 y posteriormente a la construcción de los indicadores.

## **9.2 Evolución de los pasivos**

Durante el 2003 se dio una expansión de la actividad bancaria, reflejada esencialmente en la suba del volumen de depósitos. En este sentido, el grado de bancarización-depósitos de la economía muestra una recuperación luego del fuerte descenso de 2002. En el gráfico IX.1 se aprecia el retorno paulatino del ahorro local al sistema financiero.

Esta recuperación del fondeo tradicional y de la clientela bancaria, sumado al bajo nivel de dinamismo por el lado del activo, determinaron la situación patrimonial de las instituciones financieras durante 2003. Si bien la estructura relativa de activos y pasivos de las instituciones bancarias en general guarda relación con la política de manejo de riesgos que las mismas llevan adelante, una parte de los riesgos a los cuales el sistema está actualmente expuesto son producto de la crisis de 2001.

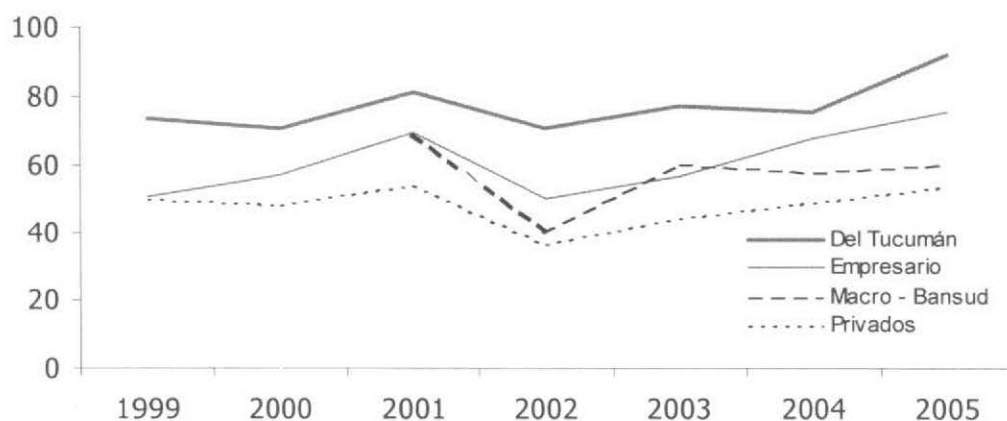
Luego de los desajustes en su estructura patrimonial, los bancos centraron sus esfuerzos en recomponer su situación financiera, tendiendo a ampliar la participación de los depósitos como fuente de fondeo. Durante la primer parte de 2004, en un contexto de altas tasas de interés, las entidades captaron fondos incrementando la ponderación de los depósitos en el total del fondeo.

Si bien ambas entidades registran un aumento de la participación de los depósitos como porcentaje del fondeo total, existe una dinámica diferente en

la evolución de las cuentas que la componen. El Banco del Tucumán muestra una variación positiva moderada del patrimonio neto y un aumento significativo de los depósitos, llegando a ser éstos prácticamente la única fuente de financiamiento en 2005. En cambio, los depósitos y pasivos del Banco Empresario de Tucumán permanecieron constantes y el patrimonio se redujo fuertemente a causa de la asignación de resultados negativos que sufre desde junio de 2002.

**Gráfico IX.1**

**Evolución de los depósitos como % del fondeo total (PN + Pasivos)**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

En el cuadro IX.1 se presentan los escenarios alternativos de depósitos como porcentaje del fondeo total. El primer escenario muestra a las cuatro categorías (Del Tucumán, Empresario, Macro Bansud y Privados) en forma independiente.

En el segundo escenario se suman los depósitos del Banco Macro-Bansud y del Empresario y se dividen por la sumatoria del patrimonio neto y del pasivo de ambas entidades, debido a la adquisición de este último por parte del primero. La variación resultante no resulta significativa con respecto al estado anterior del Macro-Bansud, debido a la diferencia de tamaño entre las entidades.

El tercer y último escenario muestra lo que ocurriría en el caso de que el Banco Macro Bansud, flamante propietario del Banco Empresario, adquiriera también el paquete del Banco de Tucumán en manos del Comafi. En el caso del indicador analizado, al incluir el Banco del Tucumán la diferencia aumenta, si bien el tamaño entre las entidades tucumanas no es significativo, si lo es la importancia de los depósitos en el fondeo.

A partir de aquí se plantearán los escenarios alternativos recién descriptos para el análisis de los indicadores que se desarrollan de aquí en adelante.

En este sentido, la inserción del Macro en el sistema financiero provincial, reduciría el riesgo ante una salida masiva de depósitos, dada la estructura patrimonial del mismo.

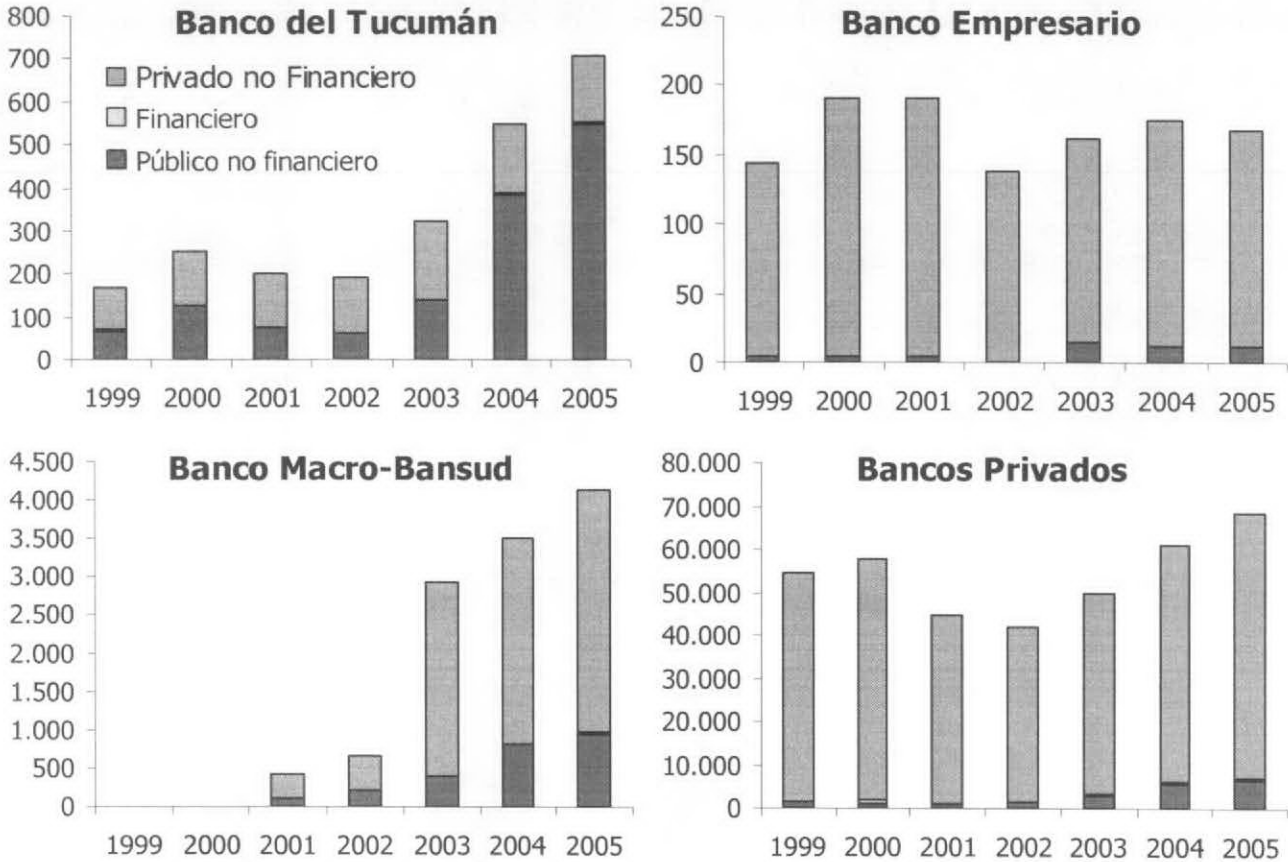
**Cuadro IX.1**  
**Depósitos como % del fondeo total**

<b>Banco</b>	<b>Escenario 1</b>	<b>Escenario 2</b>	<b>Escenario 3</b>
Del Tucumán	91,5	91,5	63,4
Empresario	75,1	60,4	
Macro - Bansud	59,9		
Privados	53,6	53,6	53,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

En cuanto a la composición de depósitos, hay que destacar que el sector privado no financiero siempre fue la principal fuente de financiamiento para el conjunto de bancos privados, manteniéndose en torno al 90%. Mientras el Banco Empresario sigue esta misma composición, en el Banco del Tucumán sólo representa un tercio de los depósitos. En efecto, el 77% de las colocaciones corresponden al sector público debido a que el mismo actúa como el agente financiero de la provincia.

**Gráfico IX.2**  
**Evolución de depósitos por tipo**



Nota: la cuenta "sector privado no financiero" incluye a los residentes del exterior  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

El significativo crecimiento de los depósitos privados, constituye un claro indicador de la paulatina recuperación de la confianza del público en la banca local. Tal comportamiento estuvo liderado, en un principio por el aumento de las colocaciones a plazo y, en menor medida, los depósitos a la vista.

El Banco del Tucumán no mostró incremento en los depósitos del sector privado, el único incremento que se dio en el período 2002-2003 fue impulsado por las colocaciones a plazo. En cambio, el crecimiento en el Empresario fue estimulado, en un primer momento por las cuentas corrientes y, en el período siguiente, por los plazos fijos y las inversiones a plazo. La caída observada en 2005 se explicó por la reducción de las éstas últimas.

## Cuadro IX.2

### Crecimiento de los depósitos del sector privado no financiero (variación % interanual)

Entidad	Tipo de cuenta	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Del Tucumán	Cuentas a la vista	5,7	-15,0	34,9	48,9	3,5	46,3
	Cuentas a plazo	48,4	-0,1	-52,2	65,9	1,8	-4,8
	Total	35,9	-3,5	-34,7	58,9	2,4	15,3
Empresario	Cuentas a la vista	20,7	-24,7	-7,9	29,7	36,5	17,2
	Cuentas a plazo	35,7	4,1	-39,8	2,3	16,8	-8,2
	Total	33,4	0,2	-36,5	6,4	20,4	-2,9
Macro - Bansud*	Cuentas a la vista	-	-	21,0	381,6	36,4	7,8
	Cuentas a plazo	-	-	-2,2	769,9	5,4	26,8
	Total	-	-	6,4	606,1	14,3	20,3
Privados	Cuentas a la vista	-2,4	52,2	-32,9	44,0	33,3	12,2
	Cuentas a plazo	8,8	-52,5	-42,4	66,8	27,5	15,6
	Total	5,6	-25,0	-37,3	53,8	30,6	13,7

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

\* Creado a partir del 2001

### 9.3 Evolución de activos

El accionar bancario por el lado del activo resultó menos dinámico que el realizado por el pasivo. Parte de lo anterior se deriva de la reciente crisis y sus consecuencias sobre las políticas de administración de cartera. Esto último sumado al marco de baja demanda de crédito tanto por parte de empresas como individuos y de un esquema de fondeo de baja madurez promedio y alta volatilidad (en particular, por amparos), llevó a los bancos a realizar una política que apuntó a la recomposición en las tenencias de activos líquidos.

Por su parte, la inversión en LEBAC fue la alternativa más escogida por las entidades financieras, con atractivas tasas de interés, incrementándose esta tenencia hasta alcanzar 4% del activo total a diciembre de 2003. Durante 2004 la actividad financiera registró un crecimiento, revirtiendo la tendencia de 2003. El activo del sistema financiero creció 2,6% en términos reales en 2004, principalmente explicado por la reactivación de los créditos privados y la mayor tenencia de activos líquidos. A lo largo de 2004, el aspecto más relevante en la normalización de la intermediación financiera por el lado del activo fue el aumento de la aplicación de fondos en créditos al sector privado.

En lo referente a la evolución del activo neto (AN), las dos entidades tucumanas mostraron trayectorias heterogéneas. En 2002-2003 el Banco Empresario mostró una modesta suba, para luego descender durante el período 2004-2005. Por el contrario, el Banco del Tucumán muestra un fuerte crecimiento en el período post-crisis, impulsado en primer lugar por un incremento de las disponibilidades y luego por títulos públicos y préstamos al sector privado.

La crisis dejó al sistema bancario en una situación de alta exposición al riesgo de crédito al sector público. En este contexto se puede apreciar que para 2005, los títulos públicos representaban la mitad del AN del Banco del

Tucumán, mientras que representan 22% para el conjunto de bancos privados. Ello evidenció la fuerte exposición al riesgo del sector público que tiene dicha entidad. En el caso del Empresario, este tipo de riesgo es prácticamente inexistente, dado que los títulos públicos representan sólo 6,5% del AN.

### Cuadro IX.3

#### Títulos públicos y privados como % del activo neto.

Títulos Públicos y Privados	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Del Tucumán	11,7	13,6	14,3	24,0	14,1	34,6	50,0
Empresario	19,2	6,0	12,8	5,5	11,1	9,1	6,5
Macro - Bansud	-	-	20,9	17,5	44,0	25,9	32,6
Privados	13,3	11,3	5,1	17,5	19,5	20,6	22,5

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

En el cuadro siguiente se consideran los escenarios alternativos y puede apreciarse el alto grado de exposición del Banco Macro-Bansud, como consecuencia de su política de posicionamiento regional. En el segundo escenario, el Banco Macro, ve atenuada marginalmente su exposición al sector público. Al incorporar el Banco del Tucumán, el riesgo inherente al sector público se incrementa, quedando con una mayor exposición que en la situación inicial. Además, en todos los casos el valor observado es superior al mismo indicador para los bancos privados.

### Cuadro IX.4

#### Escenarios: Títulos públicos y privados como % del activo neto.

Títulos Públicos y Privados	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Del Tucumán	50,0	50,0	33,6
Empresario	6,5	31,7	
Macro - Bansud	32,6		
Privados	22,5	22,5	22,5

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Durante 2003, en un contexto de baja demanda de préstamos por parte del sector privado, el stock de créditos se redujo 12% en términos interanuales, contracción marcadamente inferior al observado durante 2002. Sin embargo, en los últimos meses del período se verificó una expansión en los créditos de corta duración y una menor reducción en las líneas de mayores plazos. Finalmente, durante 2004, el crédito al sector privado creció 26%, a partir de una mejora sostenida en el contexto macroeconómico.

El Cuadro IX.5, muestra la participación de de los prestamos al sector privado como porcentaje del AN. En el caso del Banco del Tucumán, la participación



del crédito privado fue notablemente inferior que la del resto de las entidades. Esta participación en el Empresario mostró una menor caída durante la crisis, una leve mejoría en el período siguiente y un posterior deterioro en 2005.

### Cuadro IX.5

#### Evolución de los Préstamos como % del activo neto.

Préstamos	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Del Tucumán	62,0	51,4	50,5	27,6	20,9	30,7	20,5
Empresario	55,8	53,4	51,5	52,4	40,0	41,3	37,7
Macro - Bansud	-	-	41,4	16,9	21,5	34,1	31,4
Privados	62,7	59,7	65,6	38,7	36,8	38,7	41,1

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Dentro de los créditos al sector privado para el total del país, en 2003 las líneas de adelantos en cuenta corriente y tarjetas de crédito resultaron las de mayor dinamismo. El incremento durante 2004 estuvo particularmente motorizado por las líneas vinculadas al consumo y, en menor medida, a las líneas comerciales, mientras que los préstamos con garantía real comenzaron a crecer paulatinamente. En 2004, las líneas de consumo fueron impulsadas por los préstamos personales, que se vieron favorecidos por una reducción en sus tasas de interés.

Por su parte, el aumento del crédito comercial estuvo explicado por las líneas de documentos. Las operaciones de financiación y prefinanciación de exportaciones, incluidas en este tipo de préstamos, crecieron significativamente. Finalmente, la dinámica positiva de los préstamos prendarios posibilitó la leve suba en las líneas con garantía real. A su vez, los créditos hipotecarios todavía sufren los efectos de la crisis. Dado el significativo aumento reciente en el monto promedio otorgado de préstamos hipotecarios, se espera una recomposición de su saldo para este año.

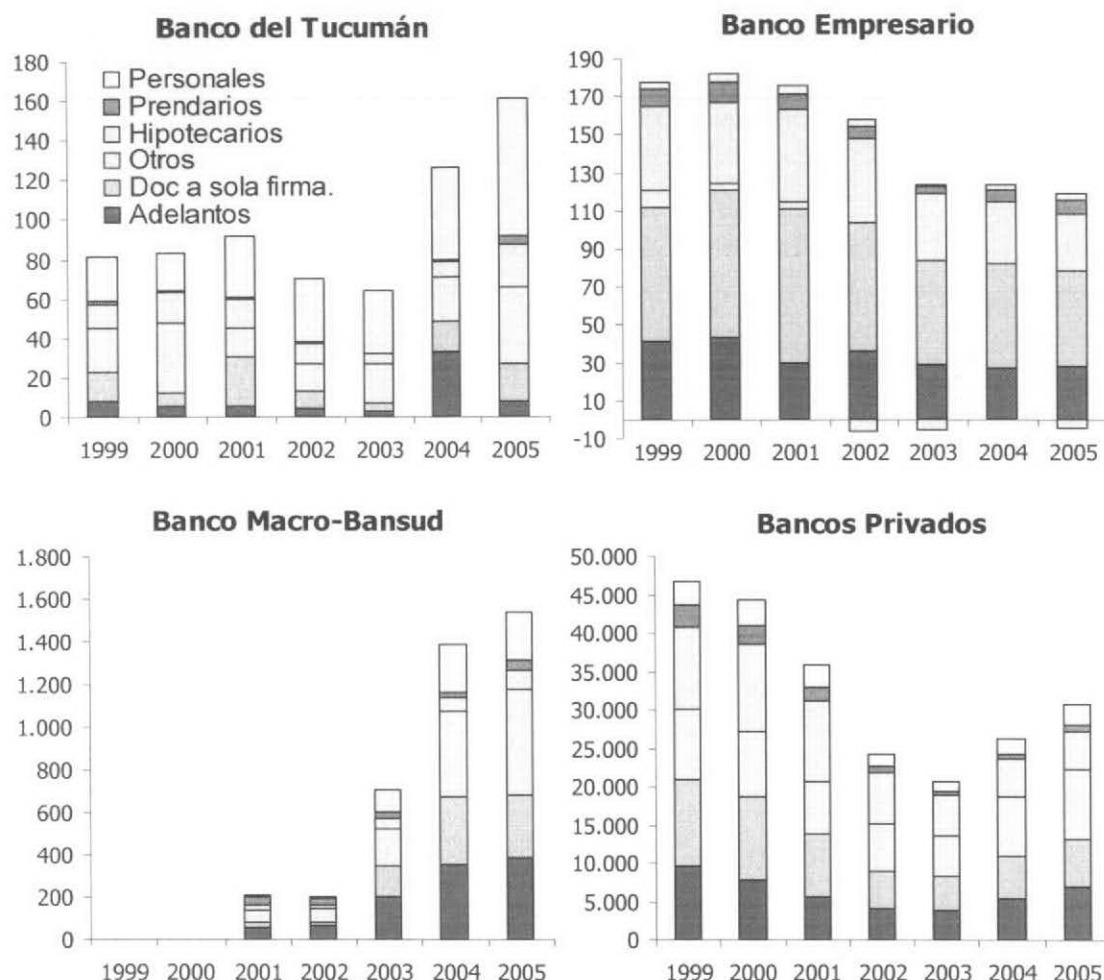
El Banco del Tucumán no siguió la misma tendencia que los bancos privados: en 2003 el crédito al sector privado mostró un leve reducción, en 2004 el crecimiento fue impulsado por los créditos comerciales y en 2005 por los personales. Por otro lado, el Banco Empresario, no manifestó una reactivación del crédito al sector privado después de la crisis.

En cuanto a la composición de los créditos al sector privado también se observan diferencias, mientras que el Banco del Tucumán financia una porción importante de créditos de consumo, estos son marginales en el Empresario.

En este contexto, la inserción del Banco Macro en la estructura financiera provincial resultaría beneficiosa. Dada la política de créditos seguida por el Macro, la adquisición del Empresario podría significar un incremento de los créditos comerciales para la provincia.

**Gráfico IX.2**

**Prestamos al sector privado diferenciado por tipos.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

**9.4 Análisis de fortalezas y debilidades.**

En el siguiente apartado se analizan los principales indicadores de la actividad bancaria, tanto de los bancos tucumanos como del Banco Macro-Bansud. Asimismo, se estudia el cambio de los indicadores ante los distintos escenarios planteados.

**9.4.1 Indicadores de capital**

El indicador que mide el apalancamiento de las entidades es el cociente entre el Patrimonio Neto (PN) y el Activo Neteado (AN). El ratio de apalancamiento para el sistema bancario total país permanece alrededor de 13%, por encima de 8% que exige la regulación prudencial según Basilea.

En este sentido, el bajo nivel de apalancamiento que muestran el Banco del Tucumán y el Empresario refleja la poca capacidad que tienen ambas entidades para proveer una adecuada base de crecimiento y hacer frente a posibles pérdidas generadas por perturbaciones a nivel macroeconómico.

Mientras que el sistema financiero continuó afianzándose como resultado de las capitalizaciones y de la recuperación en la rentabilidad, ninguno de estos dos factores se dio en el caso de las entidades mencionadas. Si bien el Banco del Tucumán mostró una leve recuperación en los niveles de rentabilidad que provocaron el aumento en el PN, el activo creció en mayor medida. Por su parte, el Banco Empresario sufre una fuerte descapitalización a causa de los resultados negativos que viene sufriendo desde la crisis bancaria de 2001.

### Cuadro IX.6

#### Evolución del Apalancamiento (Patrimonio neto / Activo Neteado)

Entidad	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Del Tucumán	11,2	10,0	12,9	15,3	13,3	9,4	6,2
Empresario	34,0	30,5	26,9	29,6	21,3	12,5	5,4
Macro - Bansud	-	-	18,7	51,0	25,0	22,8	21,2
Privados	14,3	13,8	15,6	13,4	13,3	12,4	13,1

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

En el cuadro IX.7, se aprecia los efectos de la incorporación del Banco Macro al escenario financiero local. Este banco, al tener un bajo nivel apalancamiento, se encuentra en mejor posición para hacer frente a posibles pérdidas y proveer una adecuada base para el crecimiento. De esta forma, la adquisición del Banco Empresario aportaría solidez al sistema financiero provincial. En el tercer escenario, el ratio se ubicaría en torno a 19%, 6 p.p. por encima del promedio del sistema.

### Cuadro IX.7

#### Escenarios: Patrimonio neto sobre Activo Neteado

Entidad	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Del Tucumán	6,17	6,17	19,17
Empresario	5,37	20,70	
Macro - Bansud	21,23		
Privados	13,08	13,08	13,08

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

#### 9.4.2 Indicadores del activo

A partir de 2003 se observa una mejora en la calidad de la cartera de financiaciones, como consecuencia del proceso de expansión que experimentó la economía. Este crecimiento se tradujo en un aumento en las

financiaciones nuevas, con un menor riesgo y en una reducción en la morosidad de las financiaciones existentes.

El indicador que mide la calidad de la cartera crediticia en el Banco del Tucumán muestra una evolución similar al conjunto de bancos privados. En el caso del Banco Empresario, no se verificaron ninguno de los dos factores que generaron la mejora de la cartera irregular para el conjunto de bancos. En primer lugar, se observa una leve caída de la cartera irregular y en segundo, se aprecia un descenso en las financiaciones totales (ver cuadro IX.8).

### Cuadro IX.8

#### Cartera Irregular sobre financiaciones totales

Entidad	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Del Tucumán	-	5,7	9,1	20,5	15,5	8,4	6,4
Empresario	-	32,7	40,0	46,3	50,6	50,8	48,2
Macro - Bansud	-	-	3,2	23,8	9,1	4,2	3,8
Privados	6,9	7,7	9,3	19,7	15,6	8,3	6,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

El caso del Banco Macro muestra un riesgo de crédito reducido. En particular, el ratio cartera irregular sobre total de financiaciones es menor al 4%, siendo alrededor de 6% para el conjunto de entidades privadas. Puede observarse que el aumento considerable de este indicador cuando se plantea la adquisición del Empresario, dado el tamaño de la cartera en situación irregular. En efecto, el tamaño de la cartera irregular del Banco Empresario es \$ 86 millones, mientras que la del Macro es \$ 89 millones.

### Cuadro IX.9

#### Escenarios: Cartera Irregular sobre financiaciones totales

Entidad	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
Del Tucumán	6,4	6,4	6,9
Empresario	48,2	7,0	
Macro - Bansud	3,8		
Privados	6,3	6,3	6,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Para el conjunto de bancos privados, la caída de la irregularidad de la cartera se refleja en un menor saldo de provisiones y en un incremento en el indicador de cobertura con provisiones. En cambio, Banco Empresario muestra un aumento sostenido de las provisiones, como consecuencia de la suba de la cartera irregular.

El indicador de cobertura de cartera irregular muestra en que medida sería afectada la situación patrimonial ante la necesidad de afrontar la caída de

dicha cartera. Hay que tener en cuenta también que se constituyen provisiones por el riesgo asociado al descalce de moneda, en consecuencia éste indicador puede adoptar valores negativos.

En el Cuadro IX.10 se observa que el PN del Banco Empresario se vería afectado 100% ante la caída de su cartera irregular. Si bien se fueron constituyendo las provisiones adecuadas, el PN es muy reducido.

**Cuadro IX.10**  
**Cartera Irregular-Provisiones Sobre PN**

<b>Entidad</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Del Tucumán	-	12,3	16,4	25,6	18,2	11,5	8,6
Empresario	-	40,3	58,0	59,6	79,6	97,7	104,6
Macro - Bansud	-	-	-7,8	2,9	4,6	0,7	-0,3
Privados	12,0	15,3	13,6	28,2	20,4	-1,9	-6,2

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Ante la incorporación del Macro en el escenario financiero provincial, se puede observar una importante suba del ratio de cobertura, implicando una sustancial mejora en la fortaleza del sistema provincial.

**Cuadro IX.11**  
**Escenarios: Cartera Irregular-Provisiones Sobre PN**

<b>Entidad</b>	<b>Escenario 1</b>	<b>Escenario 2</b>	<b>Escenario 3</b>
Del Tucumán	8,57	8,57	0,89
Empresario	104,58	0,63	
Macro - Bansud	-0,29		
Privados	-6,17	-6,17	-6,17

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

#### **9.4.3 Indicadores de eficiencia**

Si bien los indicadores de eficiencia presentan una dificultad para la medición debido a la imposibilidad de comprender en un mismo indicador todos los aspectos de la gerencia, este indicador se encuentra estrechamente relacionado con el riesgo operativo.

Desde la crisis los gastos de administración mostraron una leve tendencia a la baja. Este comportamiento estuvo fundamentalmente explicado por la reducción en los gastos en personal. Los niveles de gastos administrativos sobre ingresos financieros y por servicios, tanto del Banco del Tucumán como del Macro, se encuentran por debajo del promedio de la banca privada. En lo referente al Empresario, si bien se aprecia una tendencia decreciente en lo

referente a los gastos administrativos desde 2000, todavía se observa una estructura sobredimensionada con respecto a la rentabilidad.

### Cuadro IX.12

#### Gastos Administrativos sobre Ing. Financieros y por Servicios Netos

Entidad	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Del Tucumán	57,8	69,3	58,5	73,0	66,1	84,2	80,9
Empresario	46,6	58,4	80,1	66,7	626,6	458,8	191,6
Macro - Bansud	-	-	81,9	54,9	75,2	59,5	72,4
Privados	74,5	72,0	115,5	-	47,8	120,4	93,4

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Una de las condiciones de la adquisición del Empresario es la de preservar todas las fuentes de trabajo. En este sentido, se espera que como resultado de la adquisición se produzca una mejora en términos de productividad y consecuentemente, una disminución del riesgo operativo.

#### 9.4.4 Indicadores de rentabilidad

En términos de rentabilidad, a lo largo de 2003 las considerables pérdidas extraordinarias fueron disminuyendo progresivamente, llegando a observarse resultados positivos hacia fines del periodo analizado. El sistema financiero cerró el segundo semestre de 2004 con una significativa reducción en sus pérdidas y los resultados se tornaron positivos en el primer semestre de 2005, avanzando así en la recuperación de la rentabilidad.

El margen financiero durante 2002 se mantuvo gracias a los ajustes por CER, CVS y por diferencia de cotización. A partir de 2003, si bien estos factores disminuyeron su importancia, siguen siendo una parte substancial en la composición del margen financiero.

Por otro lado, los ingresos por servicios, que se habían contraído como consecuencia de la crisis, empezaron a mostrar un recupero a partir de 2004, continuando esta tendencia en el primer semestre de 2005.

En el Banco del Tucumán se observaron pérdidas en 2002, como consecuencia del aumento en los gastos administrativos, mientras se observa un crecimiento de los ingresos netos por servicios y del margen financiero. A partir de 2003, este banco alcanzó una rentabilidad positiva, la cual se redujo en lo que va del 2005. En cuanto a la composición de la rentabilidad, el ratio de cobertura de gastos administrativos con ingresos por servicios si bien es bastante alto, se contrajo en el período post-crisis. En 2001 los ingresos por servicios representaban 55% de los gastos administrativos, mientras que en 2005 representan 41%. El spread entre las tasas activas y pasivas implícitas

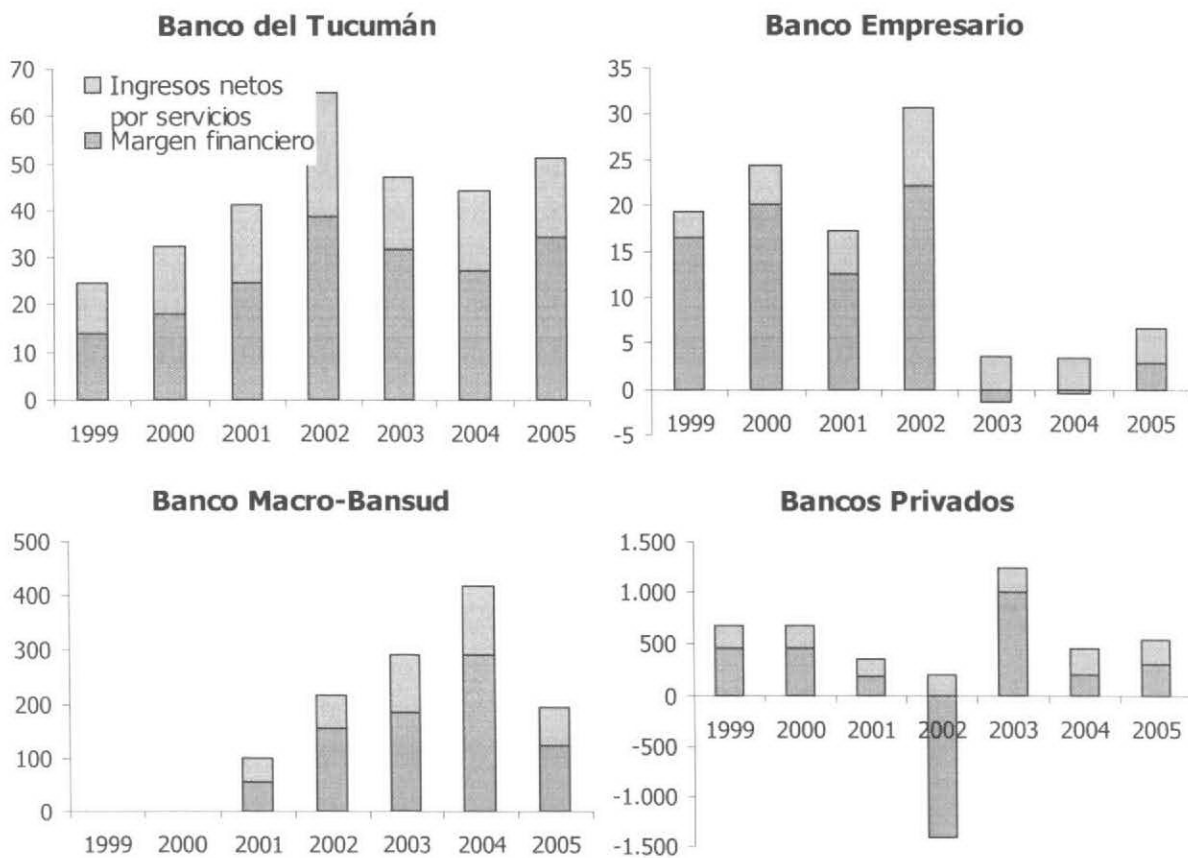
es significativo, siendo de 15%, mientras que para el conjunto de entidades privadas es de 8%.

En lo referente a la rentabilidad del Banco Empresario, se observan resultados negativos acumulados muy abultados, que llevaron a la descapitalización de la entidad. En este sentido, las pérdidas continuas terminaron generando una situación de insolvencia. Desde 2002 el Banco Empresario obtiene resultados acumulados negativos, asociados con los cargos por incobrabilidad y los gastos administrativos y por márgenes financieros negativos a partir de 2003. El spread de tasas activas y pasivas implícitas es muy reducido, siendo negativo en 2003 y pasando a ser de 4% en 2004. Desde el punto de vista de los ingresos por servicios, el ratio de cobertura es muy bajo, llegando al 30% en 2005.

El Banco Macro muestra una estructura de rentabilidad más sólida. El ratio de cobertura se encuentra en 50% y el spread de tasas es de 8%.

**Gráfico IX.3**

**Evolución de ingresos por servicios y margen financiero**



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

### 9.4.5 Análisis de la brecha estructural

Las partidas del activo y pasivo, pueden combinarse de distintas maneras afectando la rentabilidad, liquidez y solvencia de las instituciones.

El Banco Macro, muestra una brecha estructural positiva, es decir que parte de los activos rentables de la entidad no generan costos. Por otro lado, en los bancos tucumanos la brecha es negativa. Esto indica que parte de los activos con costo no generan renta, de continuar ésta tendencia, generaría riesgos de liquidez. En el caso del Banco del Tucumán, se observa una mejora en la brecha de 8 p.p. en el período. Mientras que la misma para el Empresario muestra un aumento de 18 p.p. en 2004 y 11 p.p. en 2005. Esa tendencia se generó a partir de la disminución de los activos que generan renta.

**Cuadro IX.13**

**Evolución de la Brecha Estructural (en miles de pesos)**

Cuentas	2003			2004			2005		
	Del Tucumán	Empresario	Macro	Del Tucumán	Empresario	Macro	Del Tucumán	Empresario	Macro
Activos públicos y privados	57,0	31,6	2138,0	216,2	23,3	1429,0	387,2	14,4	2069,8
Depósitos	84,6	113,6	1044,8	191,9	106,5	1877,7	158,6	83,9	1996,5
Depositos por interm financ	73,0	11,4	500,6	128,8	10,8	1098,8	23,3	11,5	1115,6
<b>Activos con costo</b>	<b>214,6</b>	<b>156,6</b>	<b>3683,3</b>	<b>536,9</b>	<b>140,6</b>	<b>4405,5</b>	<b>569,2</b>	<b>109,8</b>	<b>5181,9</b>
Depositos	322,5	160,9	2936,8	545,9	174,6	3495,2	708,3	167,2	4139,1
Dep. Cuenta corriente (-)	36,7	13,3	307,7	39,7	17,4	433,5	61,6	21,7	405,4
Dep. Cajas de ahorro (-)	11,1	9,3	326,6	9,8	13,4	431,8	10,8	14,4	527,2
Depositos oblig por interm financ.	26,3	49,8	430,2	106,0	47,2	1047,6	12,7	39,4	1196,7
<b>Activos con costo</b>	<b>300,9</b>	<b>188,1</b>	<b>2732,7</b>	<b>602,5</b>	<b>191,0</b>	<b>3677,5</b>	<b>648,7</b>	<b>170,5</b>	<b>4403,3</b>
<b>Brecha estructural</b>	<b>-86,3</b>	<b>-31,5</b>	<b>950,6</b>	<b>-65,6</b>	<b>-50,4</b>	<b>728,0</b>	<b>-79,5</b>	<b>-60,7</b>	<b>778,6</b>

Fuentes: Elaboración propia según datos del BCRA

### 9.4.6 Indicadores de liquidez

Después de la crisis financiera, el sistema fue recuperando paulatinamente la confianza de los depositantes. En efecto, se observa un incremento de los depósitos junto a niveles relativamente bajos de tasas de interés. Pero la recuperación sostenida que muestra el crédito al sector privado en los últimos dos años, podría provocar una caída de la liquidez.

Teniendo en cuenta el bajo promedio de vida de los depósitos, los niveles de liquidez de los bancos son tanto históricamente como internacionalmente altos. Los niveles de liquidez actuales son consecuencia del incremento de los depósitos a la vista en el total del activo del sistema luego de la crisis. En efecto, el público si bien fue retornando lentamente al sistema financiero aún es averso a realizar depósitos a plazo. Durante 2004 se verificó un aumento de los depósitos a plazo fijo y un incremento en la madurez de los mismos, manteniendo la fortaleza del sistema financiero en cuanto a su exposición al riesgo de liquidez. En cuanto a los indicadores de liquidez, los bancos tucumanos siguieron la tendencia del sistema financiero en conjunto. Este



sesgo de la estructura de fondeo tuvo efectos negativos sobre el despegue del crédito de mediano y largo plazo.

### **Cuadro IX.14**

#### **Activos líquidos sobre pasivos líquidos**

<b>Entidad</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Del Tucumán	70,0	49,1	44,7	-	45,4	42,9	24,4
Empresario	44,4	41,3	33,7	-	25,4	19,4	18,4
Macro - Bansud	-	-	44,7	-	24,3	22,9	22,4
Privados	38,4	39,9	27,9	-	32,3	26,4	24,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

#### **9.5 Conclusiones sobre las fortalezas y debilidades de los principales bancos que operan en la provincia**

La capitalización del sistema financiero tucumano es baja, evidenciando poca capacidad para proveer una adecuada base de crecimiento y hacer frente a las posibles pérdidas generadas por perturbaciones a nivel macroeconómico.

Las fuentes principales de la consolidación del sistema financiero fueron la capitalización y la recuperación de la rentabilidad. En el caso de las entidades tucumanas, no se verificó ninguno de estos procesos.

La incorporación del Macro en el análisis muestra la disminución del apalancamiento, aportando una mayor capacidad para financiar el crecimiento de la provincia.

El Banco del Tucumán se haya fuertemente expuesto al sector público, esto limita la expansión de crédito al sector privado.

En cuanto a la calidad de la cartera crediticia, el Empresario no logró un saneamiento de la misma, ni aumentó el otorgamiento de nuevos créditos.

Por otro lado, si bien el Macro también muestra exposición al sector público, generada a partir de las compensaciones del gobierno, la composición de su activo, se encuentra en línea con la de los bancos privados.

Otro punto a tener en cuenta es el la eficiencia del sistema. Ambas entidades tucumanas tienen problemas en este sentido y son en parte responsables de la baja rentabilidad. En este aspecto, la adquisición por parte del Macro mejoraría la eficiencia, introduciendo sistemas de gestión mas avanzados.

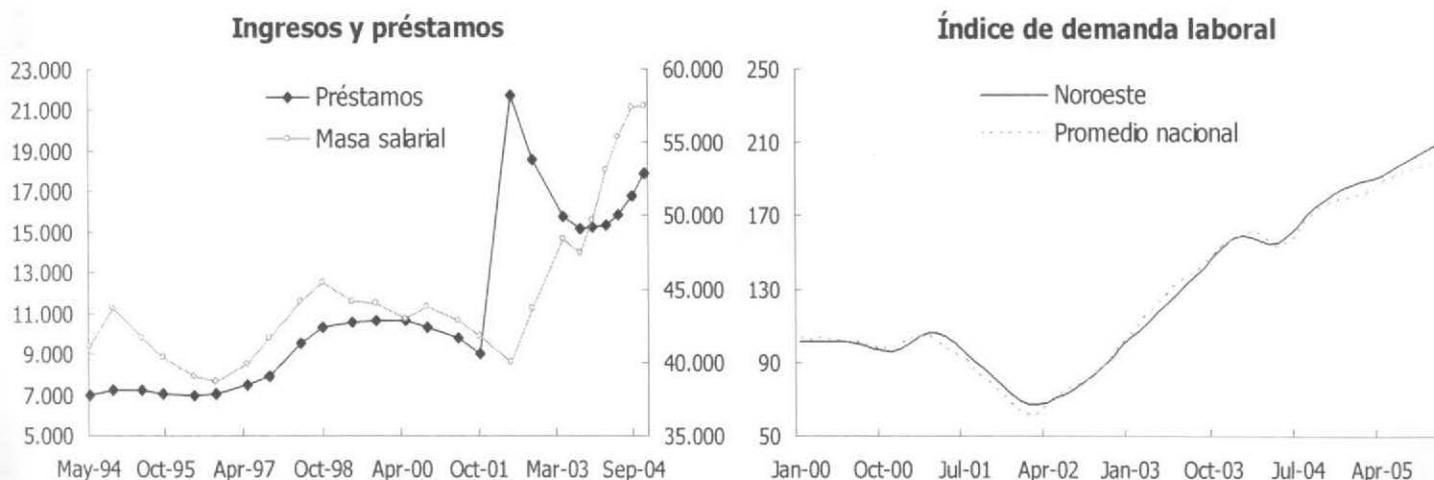
Por último, desde el punto de vista financiero, la incorporación del Macro beneficiaría la brecha estructural y el spread de tasas, provocando mejoras considerables en la rentabilidad.

## ACTIVIDAD 10: ANÁLISIS DE LA DEMANDA DE CRÉDITO DE LAS FAMILIAS: CRÉDITOS PARA CONSUMO E HIPOTECARIOS.

Pasada la crisis económica de finales de 2001, el sector bancario pudo recomponer su pasivo y, aumento en los depósitos de por medio, lograr retomar su rol como fuente de financiamiento al sistema económico.

La mejora registrada en los ingresos del sector privado originada por los mayores niveles de ocupación y las subas salariales, así como el aumento en la rentabilidad de diferentes sectores de la economía, ha permitido elevar el consumo presente acercándolo a niveles históricos, al punto que este componente del gasto agregado continúa siendo uno de los principales impulsores del PIB desde el comienzo de la salida de la crisis.

**Gráfico X.1**



Fuente: BCRA, MTSS, INDEC y UTDT  
 Nota: índice de demanda laboral base 2000

Como se puede apreciar en el Gráfico 1, la recuperación en el crédito al sector privado (en particular el que se asocia al sector familias) comienza tras un período prolongado de mejora en la masa salarial del sector asalariado formal. Asimismo, de acuerdo al Índice de demanda laboral que elabora la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT), este período coincide con una fuerte recuperación en la demanda de mano de obra, lo que contribuye a explicar la mejora de los ingresos tanto por las subas de salarios como por un mayor número de ocupados.

Adicionalmente, las mejores perspectivas sobre la situación futura de la economía local y el actual contexto de tasas de interés reales bajas habrían actuado como un incentivo adicional para que los individuos decidieran recurrir al sistema financiero como medio de hacerse de fondos adicionales

tanto para adelantar consumo como para atender las demandas contenidas de períodos anteriores.

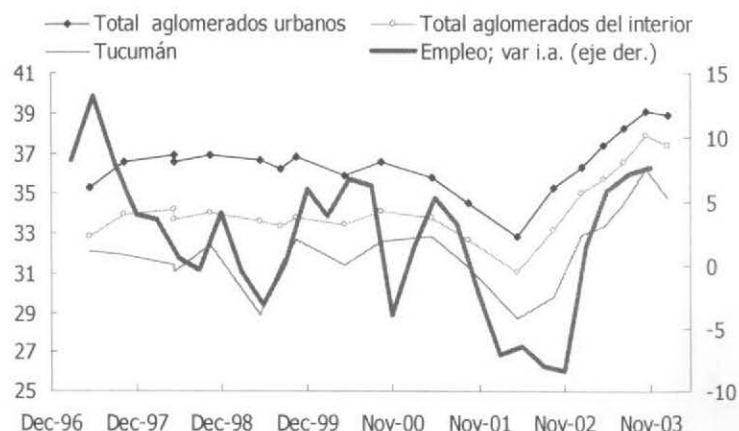
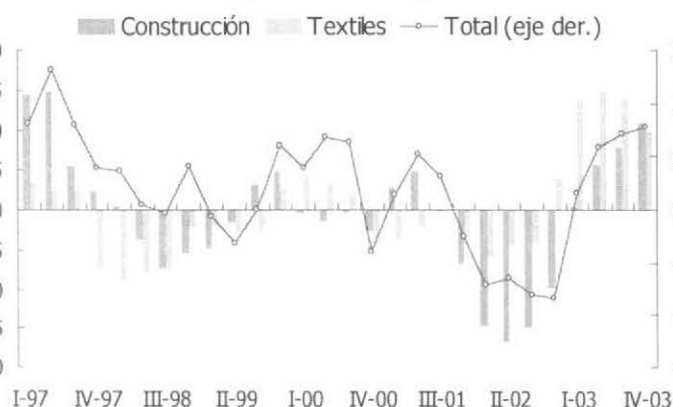
En efecto, como se puede apreciar en las estadísticas de empleo, tras registrarse cinco trimestres consecutivos de caída interanual en el empleo formal, a comienzos de 2003 se inicia una recuperación en términos interanuales acompañando la expansión económica general.

Tanto al nivel nacional como de la Provincia de Tucumán, la ocupación en el sector formal de la economía se mantiene en firme crecimiento, aunque con grandes disparidades entre los distintos sectores de actividad donde se destaca la construcción, tanto en el total del país como en la provincia, que ha registrado una importante aumento en el número de ocupados desde finales de 2002, situación que es el correlato del sostenido crecimiento que presenta esta rama de actividad desde finales de la crisis (ver Gráfico 2).

**Gráfico X.2**

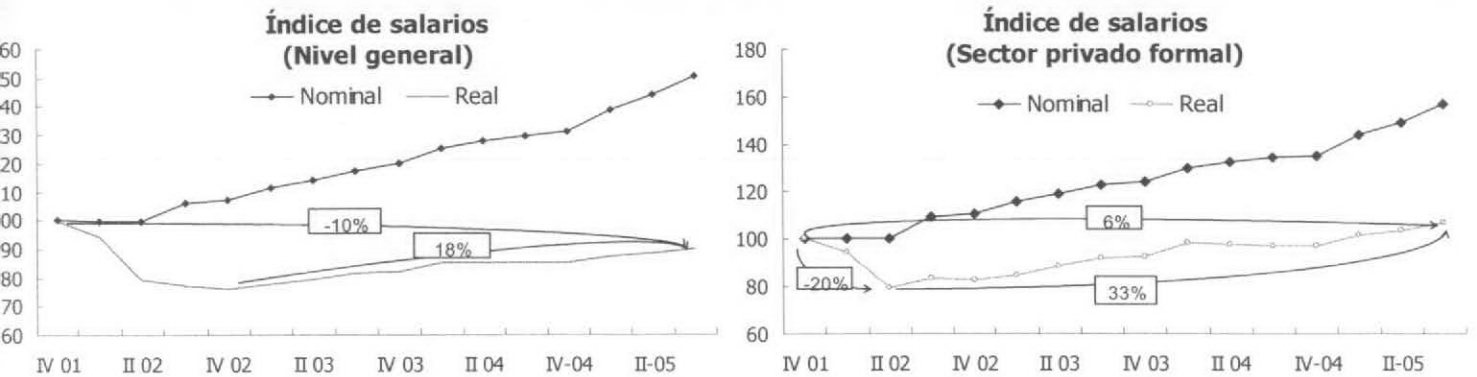
**Evolución del empleo en Tucumán  
(var i.a. en %)**

**Tasa de empleo y empleo registrado**



En este contexto de crecimiento del empleo y sostenida expansión de la actividad económica, los salarios inician desde 2004 el camino de la recomposición tras haber perdido en promedio 24% de su poder adquisitivo según se desprende del índice de salarios elaborado por el INDEC. Desde el mínimo alcanzado en términos reales en el cuarto trimestre de 2002 (coincidente con el pico inflacionario), la recuperación ha sido de 18% en términos reales, aunque aún se encuentran por debajo de los niveles previos a la crisis. Sin embargo, la recuperación ha mostrado una gran disparidad entre sectores, ya que mientras el salario en el sector privado formal ha logrado superar en términos reales los niveles previos a la crisis, el sector informal aún se encuentra muy rezagado (ver Gráfico 3).

**Gráfico X.3**

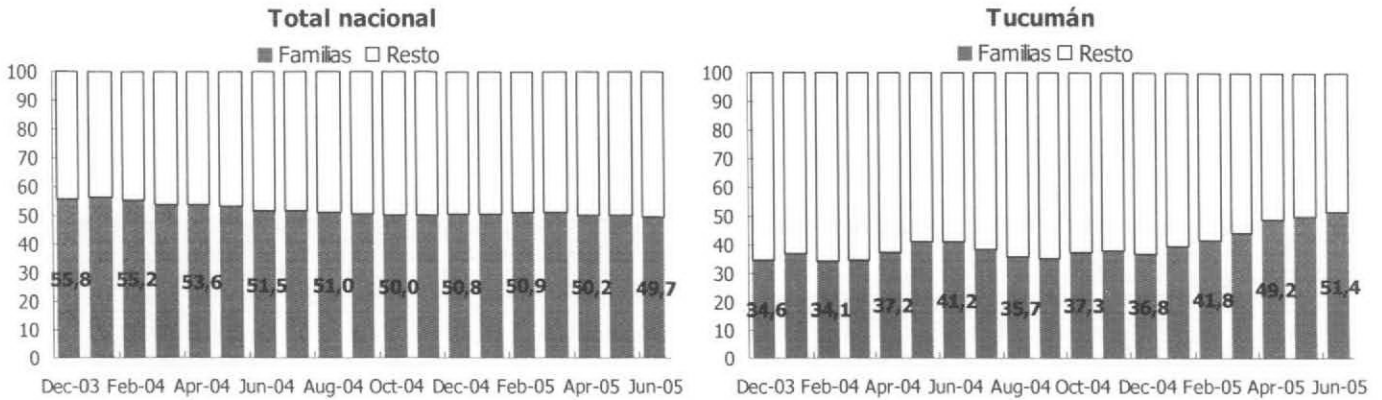


De esta manera, la recuperación en el empleo y los salarios en el sector formal de la economía, unido a la mejora en las expectativas sobre el futuro de la economía se ha trasladado al sector financiero como intermediario fundamental para expandir el consumo más allá de las posibilidades presentes.

Los préstamos totales al sector privado no financiero se ubican en una trayectoria creciente en términos nominales desde mediados de 2003, no obstante, medido en términos reales (es decir medido en pesos de 1999) recién comenzó a observarse un repunte en el crédito hacia comienzos de 2004. Aún así, la recuperación que muestran los préstamos totales resulta muy significativa, alcanzando tras un año y medio de crecimiento los niveles vigentes previos a la crisis de finales de 2001.

**Gráfico X.4**

**Distribución del crédito**

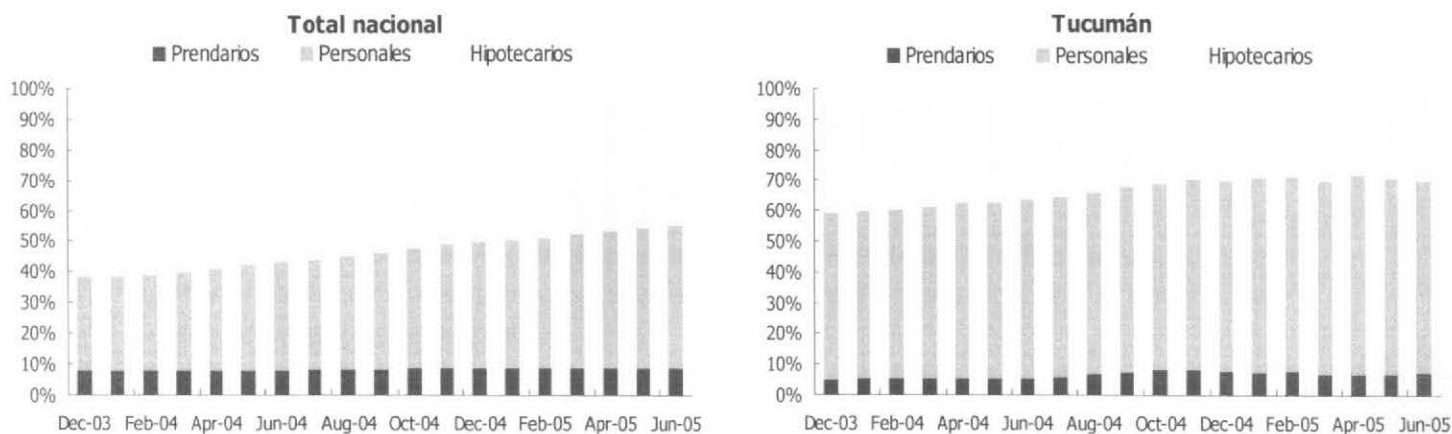


El comportamiento por tipo de préstamo a nivel del total nacional resulta disímil, ya que las líneas que pueden identificarse como más ligadas a las necesidades de los hogares (Préstamos prendarios, personales e hipotecarios), paulatinamente van perdiendo participación dentro del total de créditos, situación que podría estar más relacionada a la mejora en las condiciones de las empresas como sujeto de crédito. Sin embargo, si evaluamos la situación en la provincia de Tucumán el comportamiento del crédito resulta diferente (ver Gráfico 4).

Desde finales de 2004 la participación de las líneas de crédito destinadas a las familias ha ganado participación en el total de préstamos, en un contexto de crecimiento generalizado.

**Gráfico X.5**

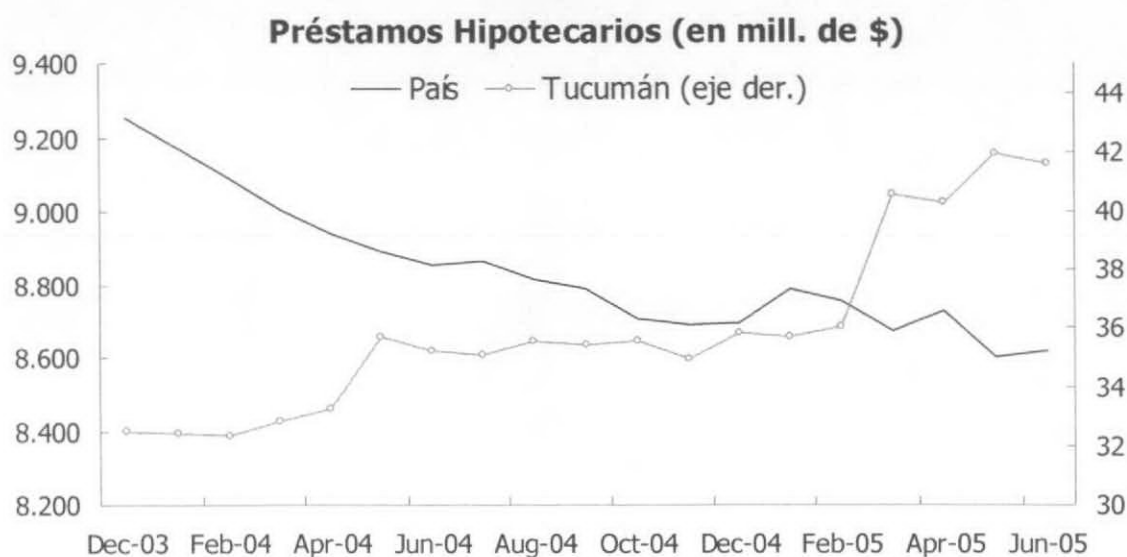
**Composición del crédito a las familias**



En cuanto a la composición del crédito, se viene desarrollando un cambio importante en la distribución, donde lo más significativo es la pérdida de participación de los hipotecarios frente al crecimiento de los personales, ya que los prendarios se mantienen en un nivel relativamente estable. Esta situación se verifica tanto a nivel nacional como provincial, aunque en los últimos meses se ha registrado un incipiente cambio de tendencia donde los préstamos hipotecarios recuperan participación (ver Gráfico X.5).

En este caso, la búsqueda de reserva de valor de los ahorros, unido a la situación de bajas tasas de interés reales para la financiación de compras de viviendas, se conjugan para sostener el fuerte crecimiento de la actividad de la construcción.

**Gráfico X.6**



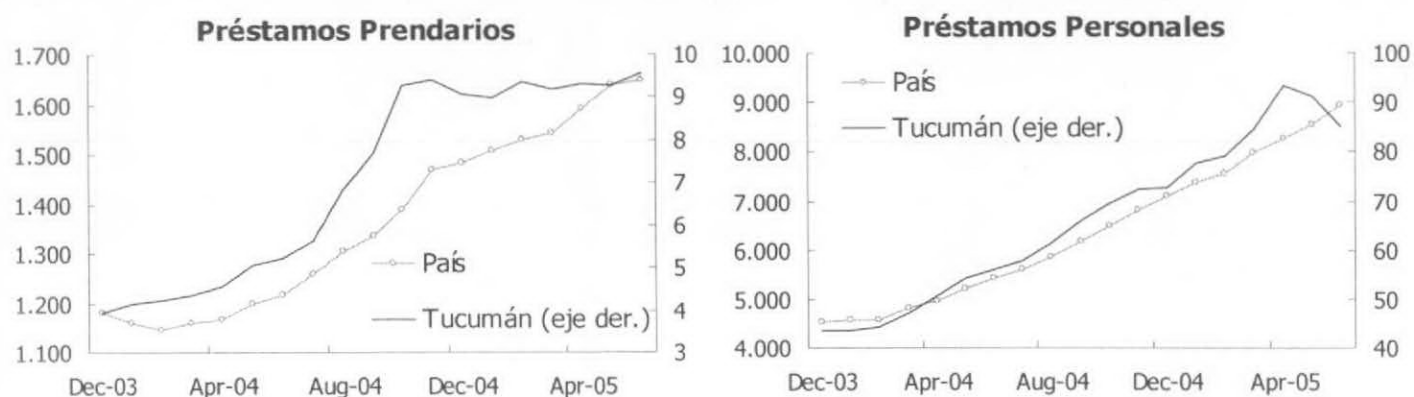
En efecto los créditos hipotecarios a nivel del total nacional, tras haber cedido participación en la medida que no se producían renovaciones, recién hacia fines de 2004 con la consolidación de la expansión económica, los nuevos préstamos lograron superar las amortizaciones determinando un incremento en términos netos. No obstante, el caso de la provincia de Tucumán resulta diferente por el hecho que desde comienzos de 2004 la caída neta se ha frenado y desde el principio del corriente año, se registra un fuerte incremento en esta línea de préstamos (ver Gráfico 6).

Por su parte, los créditos prendarios y personales han crecido de forma sostenida en la medida que la recuperación económica ha dado lugar a mejoras en los ingresos personales y las tasas activas se fueron reduciendo y los plazos se fueron extendiendo.

Así, tanto a nivel nacional como provincial, el monto de créditos prendarios se ha incrementado en más de 50% desde fines de 2003 mientras que los préstamos personales prácticamente han duplicado su monto total en el mismo período (ver Gráfico 7).

**Gráfico X.7**

**Evolución del crédito prendario y personal (en mill. de \$)**



En suma, tras más de dos años y medio de iniciada la recuperación económica, reducida la incertidumbre sobre la situación del sistema financiero local, la actividad del sector ha comenzado a retomar importancia y fundamentalmente en su carácter de intermediario entre ahorristas y demandantes de fondos.

Si bien se ha verificado un considerable incremento en el monto total de préstamos otorgados al sector familias, la recuperación en los ingresos, las bajas tasas reales de interés y las buenas perspectivas sobre la situación futura del ingreso familiar, permitirían pensar que el camino de la consolidación del sistema financiero como canalizador de fondos prestables hacia el sector privado aún tiene un largo recorrido por andar.

## **ACTIVIDAD 11: ANÁLISIS DE LA DEMANDA DE CRÉDITO DE LAS EMPRESAS: EL FINANCIAMIENTO DE LAS ACTIVIDADES PRODUCTIVAS**

### **11.1 Coyuntura del contexto macroeconómico nacional**

#### **Introducción**

Luego de la crisis de los años 2001-2002, la economía ha mostrado varios aspectos que conforman su constante recuperación. Luego del piso al que ha caído la producción nacional, a principios del año 2002, el producto comenzó su recuperación. De este modo, el Producto Bruto Interno (PIB) luego de 10 trimestres de crecimiento, alcanzó un acumulado del 30 %, según datos publicados por INDEC.

Esta recuperación se explica por diversos sectores motores de la economía. Los más destacados son el sector de la construcción, la industria, el campo y las exportaciones, todo en un contexto de superávit fiscal, ingreso de divisas y reestructuración en la deuda pública, entre otros.

#### **Mercado de crédito**

A nivel de estabilidad financiera, los episodios de la crisis mencionada han hecho notoria la necesidad de contar con herramientas que permitan detectar fortalezas y debilidades de los diferentes sistemas financieros. Esto ha llevado a las instituciones financieras internacionales y a los bancos centrales a poner énfasis en el desarrollo de métodos para detectar señales tempranas de potenciales crisis. De este modo existen publicaciones que le permiten informar al público acerca de los posibles factores de riesgos, como así también la disciplina del propio mercado.

En términos generales, el mercado de crédito ha crecido al ritmo del resto de la economía. La actividad, el comercio exterior, la vuelta progresiva de los depósitos, entre otros factores, permitieron ir aumentando el volumen de depósitos en los bancos, permitiendo a estos últimos comenzar a otorgar diferentes líneas de créditos.

Los créditos se están recuperando con diferente performance entre ellos. Claramente las financiaciones para consumo son las que han crecido más rápidamente. En contrapunto, los créditos hipotecarios son más lentos en su recuperación.

Por otra parte los créditos a empresas han retornado al crecimiento a partir de fines de 2003. En esa oportunidad, las financiaciones a empresas alcanzaban el 11,1 %, como porcentaje del activo. Asimismo, a fin de 2004, las financiaciones a empresas alcanzaban el 13,5 % del activo del sistema financiero total.

Por otra parte, hubo un cambio en términos de calidad de cartera. La producción primaria y la industria lideraron el crecimiento del crédito comercial, al tiempo que mostraban mejores indicadores de calidad. En



ambos casos, se observa un índice de irregularidad por debajo del 20 %, mientras que en el pico de la crisis, dicho indicador, alcanzaba el 50 %. En un contexto de sostenidas mejoras en la capacidad de pago de las empresas, las nuevas financiaciones implican un riesgo crediticio sensiblemente menor, o sea una mejora en la calidad.

El panorama para los próximos meses se mantiene positivo en materia de riesgo crediticio. Dado el mejoramiento de las perspectivas a nivel empresarial, su capacidad de repago no se vería comprometida en el corto y mediano plazo. En consecuencia, se espera que la demanda de crédito continúe creciendo gracias a las buenas expectativas del contexto, las consiguientes mejoras proyectadas en la rentabilidad y las favorables condiciones prevalecientes para tomar financiamiento en pesos.

Por último la utilización de la capacidad instalada se encuentra al máximo de sus posibilidades, por lo que resulta necesario el financiamiento a las empresas con el objetivo de acrecentar sus bienes de capital, infraestructura y tecnificación y de ese modo poder hacer frente a los aumentos de demanda que se descuentan para el corto plazo.

Por lo expuesto, todo indica la buena perspectiva y el continuo crecimiento de la actividad y con ella la economía en su conjunto. No obstante, el nivel de inversión es un factor que puede acompañar el proceso o por el contrario puede ser el motivo para que ello no ocurra.

### **Evolución del PIB Nacional**

En el cuadro que se detalla a continuación, se observa la evolución del producto a nivel Nacional. El mismo crece durante el período 1993-1998, y partir de allí, comienza la debacle en términos agregados. En el 2001 es el que se muestra con peor crecimiento, tanto a nivel producción de bienes como de servicios. Para el año 2003, el ciclo comienza a ser creciente nuevamente y de manera sostenida hasta el presente año.

Dentro de la producción de bienes, la industria manufacturera, además de ser la de mayor relevancia en términos de contribución, es la que ha arrastrado al total de la producción de bienes hacia abajo en el período 1999-2002. Asimismo es quien produce la recuperación en la producción de bienes, representando aproximadamente el 50 % del total.

Los demás sectores mantuvieron un desarrollo menos volátil (algunos en un sentido inverso a la industria manufacturera) salvo la construcción, que con un aporte no tan significativo, evolucionó en sintonía con la industria.

Por el lado de la producción de servicios, todos los sectores son significativos en la composición total. No obstante, el sector relativo al comercio mayorista y minorista se desarrolla con una similitud a la de la economía a lo largo del período analizado, siendo el de mayor fluctuación y más rápida reacción.

El impuesto a las importaciones, otra variable representativa del crecimiento, también muestra una importante disminución durante el año 2002, con una recuperación sostenida a partir de 2003, al igual que la economía agregada.

Se estima que el volumen de la economía para el año 2005 alcance, y con posibilidad de mejorar los niveles del año 1998, el mejor en los últimos diez años de la economía.

**Cuadro XI.1**  
**Estimación del Producto Bruto Interno**  
**(en millones de pesos, a precios de 1993)**

Sector económico	1993	1995	1998	2001	2003	2005 *
Agric, ganadería, caza y silvic.	11.737	13.380	14.445	14.612	15.382	13.816
Pezca	412	411	446	536	438	287
Exp. Minas y canteras	3.527	4.670	4.727	5.107	5.099	4.844
Ind. Manufacturera	43.138	41.850	49.526	40.627	41.952	45.230
Sum luz, gas y agua	4.599	5.476	6.634	7.407	7.681	8.300
Construcción	13.393	12.441	17.095	12.627	11.300	14.844
Total productores de bienes	76.806	78.228	92.873	80.916	81.852	87.321
Com mayorista y minorista y rep.	33.862	33.067	40.451	33.514	30.861	34.812
Hoteles y restaurantes	5.432	5.738	7.551	6.708	6.522	7.963
Trans., almacenam. Y comunic.	16.134	18.098	23.425	22.446	22.363	26.048
Int. Financiera	9.299	11.036	16.995	15.887	10.746	11.056
Act. Inmob, empresariales y alq.	34.132	36.083	40.443	39.441	38.702	39.702
Adm pública y defensa	14.562	14.119	13.998	14.131	14.158	14.515
Enseñanza, serv soc y de salud	18.180	19.090	20.902	22.471	23.016	19.753
Otras actividades comunitarias	12.802	13.362	15.413	15.485	14.610	14.741
Total productores de servicios	144.403	150.593	179.178	170.083	160.978	168.590
Intermed, finan. Medidos indirect	3.411	4.537	8.348	6.947	3.029	2.428
VAB precios de productor	217.798	224.284	263.703	244.052	239.801	253.483
IVA	16.267	16.266	19.926	16.774	14.052	17.860
Imp. A las importaciones	2.440	2.637	4.495	3.171	2.171	3.396
PIB a precios de mercado	236.505	243.187	288.124	263.997	256.024	274.739

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

\*Estimaciones preliminares

En términos de porcentaje, el cuadro que se observa a continuación muestra como han sido los cambios de los ciclos en el período analizado. Mientras que para el período 98-01, la producción de bienes cayó 12,9 %, durante el período 01-05, aumentó un 7,9 %, recuperando parte de la caída. Como mencionamos en otros capítulos, la construcción impacta de manera muy significativa en el total, mostrando picos en su evolución.

Por otro lado, el total de producción de servicios ha disminuido en menor medida que la producción de bienes. En el período 98-01 ha caído sólo el 5,1%, explicado principalmente por la caída en el comercio mayorista y

minorista y en el sector relativo a hoteles y restaurantes. La variación entre 2001 y 2005 fue también negativa, pero solamente alcanzó el 0,9 %. Si bien la mayoría de las actividades recuperó parte de lo perdido, la intermediación financiera ha caído de manera muy significativa en el período mencionado, alterando el total de la producción de servicios.

El sistema financiero no ha recuperado el volumen de los negocios existentes hasta el momento del quiebre. Hasta el 2001 la caída observada era lógica, como producto de una economía "parada". El sector ha disminuido más de 30% entre los años 2001 y 2005. Lo mismo ocurre con la intermediación financiera. En el período 2001-2005, la misma disminuyó 65 %. Todos los datos muestran un sistema devastado luego del fin de la convertibilidad, y aunque la economía comenzó a recuperarse desde aquel momento, el sistema financiero se encuentra todavía recuperándose de su pronunciada debacle.

### Cuadro XI.2

#### Variación del producto en los períodos 1998-2001 y 2001-2005

Sector económico	Var en % 05/01	Var en % 01/98
Agric, ganadería, caza y silvic.	-5,4	1,2
Pezca	-46,5	20,2
Exp. Minas y canteras	-5,1	8,0
Ind. Manufacturera	11,3	-18,0
Sum luz, gas y agua	12,1	11,7
Construcción	17,6	-26,1
Total productores de bienes	7,9	-12,9
Com mayorista y minorista y rep.	3,9	-17,1
Hoteles y restaurantes	18,7	-11,2
Trans., almacenam. Y comunic.	16,0	-4,2
Int. Financiera	-30,4	-6,5
Act. Inmob, empresariales y alq.	0,7	-2,5
Adm pública y defensa	2,7	1,0
Enseñanza, serv soc y de salud	-12,1	7,5
Otras actividades comunitarias	-4,8	0,5
Total productores de servicios	-0,9	-5,1
Intermed, finan. Medidos indirect	-65,0	-16,8
VAB precios de productor	3,9	-7,5
IVA	6,5	-15,8
Imp. A las importaciones	7,1	-29,5
PIB a precios de mercado	4,1	-8,4

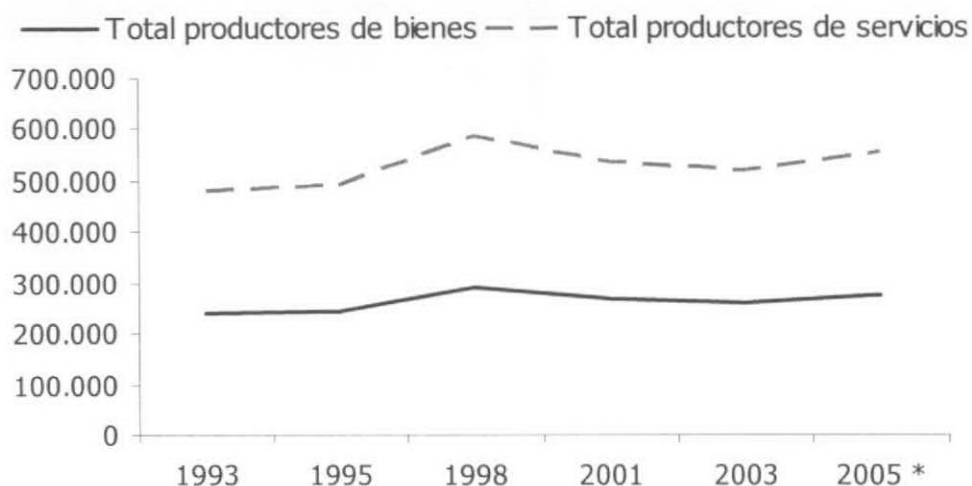
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

En el Gráfico XI.1, podemos observar que en términos agregados la evolución de bienes y de servicios ha mostrado cierta similitud. Sólo se observa un pico

más notorio en la producción de servicios hacia el año 1998 que la producción de bienes no acompañó. Para el resto del período, las curvas de bienes y servicios se mantuvieron muy semejantes.

**Gráfico XI.1**

**Evolución de la producción de bienes y servicios (en mill. de \$)**



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales  
 \* datos estimados

**11.2 Financiamiento Nacional**

**Mercado de Capitales**

En el cuadro XI.3 se observa la evolución de las diferentes fuentes de financiación de las empresas. Las mismas luego de la crisis de 2001 y el cambio en los términos de intercambio, se han dejado de financiar en el mercado externo. Lógicamente esto se ve explicado por un aumento de costos en términos de dólares, imposibilitando a muchas de ellas acceder a créditos con esta moneda. Por tal motivo las fuentes de financiación se han modificado, obteniendo fondos en pesos y con instituciones locales.

Mientras que en el período 1999-2001, el porcentaje de financiación en dólares respecto del Producto Bruto Interno (PIB) se encontraba en torno al 13 %, luego de la devaluación, esa participación cayó al 7 %.

A nivel local o doméstico, el crédito tuvo una dinámica similar a la actividad económica del país. El dato a diferenciar es la muy alta emisión de Obligaciones Negociables (representadas por la columna mercado de capitales) a partir el año 2002. Dicha emisión se explica en un contexto de poder sobrellevar una situación de emergencia y circunstancial, donde muchas empresas vieron esta alternativa de financiamiento como posible y

otras como la única alternativa. No es menor el hecho de que sea una alternativa de financiación comparativamente más económica y de sencilla aplicación.

### Cuadro XI.3

#### Financiamiento a empresas (en % del PIB)

Año	Domésticas			Externas					Total
	Bancos	Mercado de Capitales	Total	Bancos	Mercado de capitales	Organismos Inter.	Otras	Total	
1997	11,2	5,8	17,0	4,1	4,4	0,3	1,3	10,1	27,1
1998	11,9	7,5	19,4	4,8	5,6	0,3	1,5	12,2	31,6
1999	12,4	8,3	20,7	4,9	6,1	0,4	1,7	13,1	33,8
2000	11,3	8,6	19,9	5,3	5,7	0,4	1,6	13,0	32,9
2001	9,6	8,5	18,1	5,5	5,6	0,4	1,6	13,1	31,2
2002 *	6,1	18,8	24,9	4,0	4,6	0,3	2,9	11,8	36,7
2003	4,0	15	19,0	3,0	3,6	0,2	2,3	9,1	28,1
2004	4,0	12,6	16,6	2,2	2,7	0,1	2,0	7,0	23,6

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Producción de la Nación

Mientras que la economía crecía durante la ley de Convertibilidad, no era indispensable un endeudamiento mayor por parte de las empresas, debido que existía una buena infraestructura capaz de soportar aumentos de demanda, y el propio crecimiento ofrecía a las empresas la posibilidad de autofinanciarse. Cuando la economía abandonó la convertibilidad, las empresas con el objetivo de seguir existiendo, aumentaron la emisión de obligaciones negociables. A partir de 2002, el porcentaje de financiación a empresas respecto del PIB, se mantuvo alto, comparativamente a la década pasada.

En el presente, con un contexto de necesidad de ampliación de la capacidad instalada, este puede ser un instrumento que le permita a las empresas el financiamiento con ese objetivo. Por tal motivo, se espera un crecimiento de las emisiones de este tipo de instrumento.

#### Financiamiento por tipo de préstamos

En este tramo se realiza un análisis de la evolución de los préstamos según su tipo. Según la distinción del Banco Central de la República Argentina, a los créditos se los diferencia de distinta manera, ya sea por moneda, que puede ser en pesos o en dólares; de acuerdo a quien lo solicite, que pueden ser empresas o familias; y por último, si tienen o no, garantía real. En el caso de estos últimos, con garantía real, se refiere a créditos prendarios o hipotecarios, y sin garantía real, son los del tipo personal, con documentos, etc.

Los préstamos a las empresas estuvieron en la misma línea que las diferentes variables analizadas en el presente trabajo. Los préstamos crecieron de forma sostenida desde 1993 hasta el año 1998 inclusive. A partir de ese momento y hasta el año 2003, los mismos no dejaron de caer. Recién en el año 2004, comienza la recuperación del crédito.

Lógicamente el crédito comenzó a recuperarse después de la economía en general, debido a que las empresas no podían acceder a los mismos, ya sea por el alto costo del mismo, la falta de crédito en el sistema financiero.

Todas las líneas de crédito evolucionaron en los períodos mencionados. Es decir que las fuentes de financiación han sido múltiples, no desestimando ninguna de ellas por parte de las empresas, predominando no obstante los documentos respecto del total.

Asimismo, el nivel de préstamos en relación al producto llega a su máximo en el año 1999, alcanzando un índice que llegó al 1,49 %. Por último, se observa como han disminuido los créditos en dólares luego de la devaluación de diciembre de 2001.

El negocio del crédito, desde el punto de vista financiero, es dependiente, entre otros factores, del nivel de depósitos. Luego de la devaluación, esto se transformo en un problema para todo el sistema. Desde el momento de la pesificación y el retiro masivo de fondos de las grandes empresas, las familias y los inversores institucionales, los bancos se han vaciado, quedando sin posibilidades de poder financiar a los que desde un primer momento deseaban acceder a algún tipo de crédito. Por tal motivo los mismos tenían costos muy altos transformándose en prohibitivos en muchos casos. Con el tiempo, los depósitos comenzaron a retornar y con ellos el sistema financiero comenzó a recuperarse. No obstante como se observa en el punto 1.3, la intermediación financiera se encuentra muy rezagada en su recuperación respecto a la economía en general.

Lo dicho anteriormente explica el fortalecimiento o la aparición de nuevas formas de financiación, ya sean fideicomisos financieros (y de otros tipos), fondos comunes de inversión o la emisión de obligaciones negociables, sólo por nombrar algunas de ellas.

## Cuadro XI.4

### Evolución del crédito según su tipo

Año	Pesos			Dólares			TOTAL	PIB pc	Pmos Totales/PIB
	Adelantos	Documentos	Otros	Adelantos	Documentos	Otros			
1993	64.030	40.951	9.318	1.932	95.885	48.043	260.159	236.505	1,10
1994	73.651	56.142	12.929	3.320	132.943	36.571	315.556	257.440	1,23
1995	62.219	57.358	12.653	4.629	148.313	40.299	325.471	258.032	1,26
1996	55.545	67.634	15.228	5.303	162.170	40.983	346.863	272.150	1,27
1997	61.933	78.353	18.131	5.584	182.711	46.192	392.904	292.859	1,34
1998	68.228	83.988	17.403	6.242	196.624	53.066	425.551	298.948	1,42
1999	62.412	84.914	19.879	7.984	186.408	59.513	421.110	283.523	1,49
2000	56.255	84.693	20.018	7.731	162.023	54.412	385.132	284.204	1,36
2001	45.951	64.027	11.995	9.436	133.245	45.228	309.882	268.697	1,15
2002	40.029	90.209	38.590	325	37.002	23.552	229.707	312.580	0,73
2003	35.628	67.089	33.644	38	24.131	20.959	181.489	375.909	0,48
2004	54.217	77.257	37.838	14	19.991	24.204	213.521	447.307	0,48
2005 *	10.499	15.973	7.167	2	3.385	5.519	42.545	274.739	0,15

Fuente: Gerencia de análisis financiero y programación monetaria BCRA

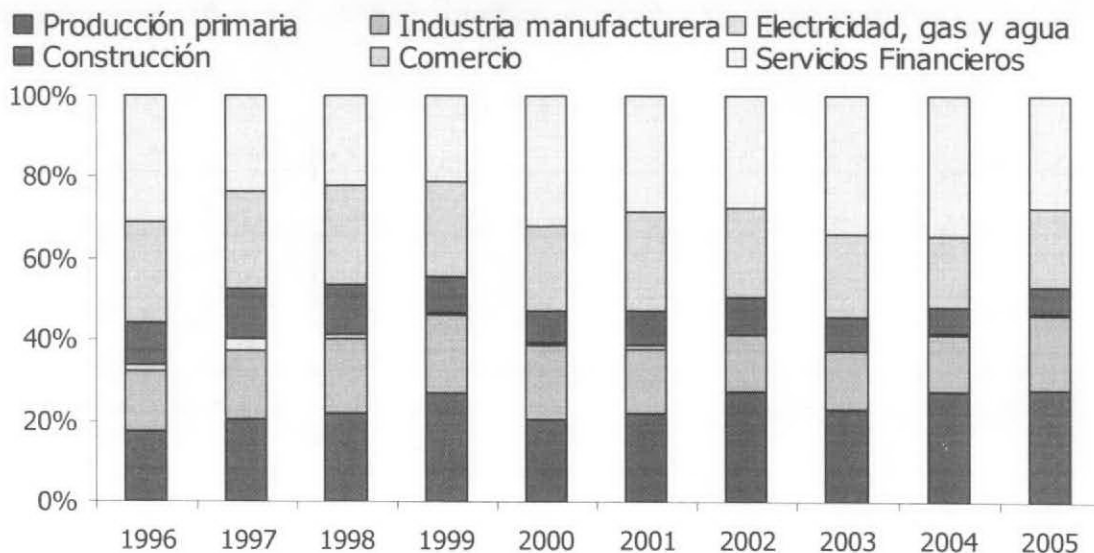
\* Estimado

En el gráfico que se muestra a continuación, notamos que los adelantos en dólares desaparecen, y que el resto de las financiaciones en dicha moneda disminuyen de manera muy significativa. Como es de esperar ante una modificación en el tipo de cambio en un marco de incertidumbre política y económica, los tomadores de créditos disminuyen su riesgo, eliminando el riesgo cambiario, financiándose únicamente en moneda local.

En consecuencia los créditos en pesos aumentaron fuertemente en general, con notables incrementos en los créditos otorgados con documentos.

## Gráfico XI.2

### Tipo de financiación



Fuente: Gerencia de análisis financiero y programación monetaria BCRA

### Financiación de acuerdo a las diferentes actividades

Las necesidades de financiación de los diferentes sectores productivos a nivel nacional son diversas. Sectores que motorizan la economía son los mayores tomadores de créditos dada la necesidad de cubrir mayores demandas, para lo cual deben mejorar su infraestructura y de esa manera poder aumentar su producción. En términos agregados hay sectores con mayor volumen de movimiento que empujan al resto. Generalmente esto se observa en la construcción, el consumo y el comercio.

Las financiaciones en general han crecido hasta el año 2000. A partir de allí, comenzó la debacle y por ende las bajas en las financiaciones. Las mismas han sido motorizadas básicamente por la industria manufacturera y los servicios.

## Cuadro XI.5

### Financiación de actividades económicas, Total país

Actividad	Participación			Variación	
	1998	2001	2005	05-01	05-98
Producción primaria	13,4	12,3	12,4	0,1	-1,0
Industria manufacturera	24,5	15,6	19,1	3,5	-5,4
Electricidad, gas y agua	3,0	2,4	1,4	-1,0	-1,6
Construcción	5,4	4,8	3,0	-1,8	-2,4
Comercio por mayor y menor: rep. de vehículos, etc	15,3	10,3	7,3	-3,0	-8,0
Servicios Financieros	38,4	54,6	56,8	2,2	18,4

Fuente: Subgerencia de Estadísticas Monetarias y Financieras del BCRA

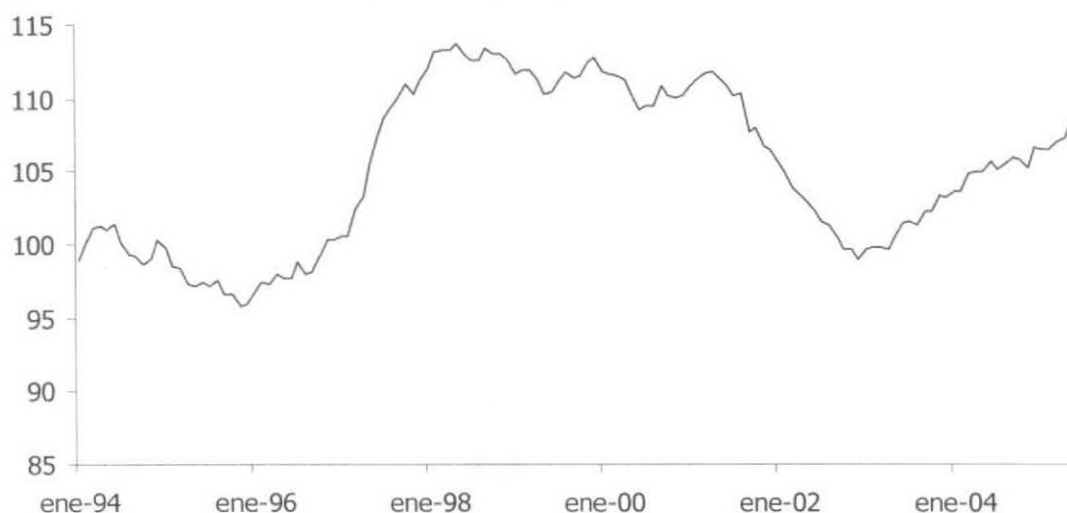


## 11.3 Provincia de Tucumán

### Producto Bruto Geográfico

A continuación podemos observar el cuadro y el gráfico con la evolución del Índice Compuesto de Actividad (ICA) de la Provincia de Tucumán. A partir de allí el análisis que se detalla, explicando las fluctuaciones durante el período observado.

**Gráfico XI.3**  
**Evolución del ICA-TUC**



Fuente: Centro de Investigaciones Sociales del Norte (CIES-NORTE)

El ciclo económico de la Provincia de Tucumán se muestra de manera muy similar al de la Nación. Si bien, las tasas de crecimiento real son diferentes, son escasos los años en los que las variaciones de ambos indicadores muestran signos diferentes. Salvo en el año 1995, dónde el crecimiento de la provincia es negativo y el de la Nación sigue en ascenso, el resto del período comprendido entre los años 1993 y 2005, siguen una correlación semejante. La provincia, creció entre los años 1993 y 1998, excepto en 1995 dónde el crecimiento resultó negativo. Luego, desde 1999 hasta 2003, la debacle fue constante y recién en 2004, la tendencia se modificó.

En términos del crecimiento sectorial dentro de la provincia, las políticas económicas adoptadas durante el período analizado tienen impacto directo en la misma. En efecto, la dinámica del crecimiento sectorial ha ido cambiando de acuerdo con las reglas de juego definidas a nivel nacional en el transcurso del tiempo.

Las exportaciones tucumanas superaron al total nacional en el año 2004. Mientras que la variación interanual de la Provincia alcanzó los 29 puntos, la

Nación sólo llegó al 17 %. Dicho crecimiento se explica básicamente por un aumento en las exportaciones del sector primario, que en dicho año representó al 42 % (U\$S 185 millones) del total, frente al 36 % registrado en 2003. El complejo citrícola es sin dudas el gran motor de este crecimiento, ya que explica el 47 % de las exportaciones totales del año 2004.

### Financiaciones por Actividad

En el presente tramo del trabajo, analizamos la evolución del crédito en las diferentes actividades económicas en la Provincia de Tucumán.

### Cuadro XI.6

#### Financiación de actividades económicas

Actividad	Participación			Variación	
	1998	2001	2005	05-01	05-98
Producción primaria	21,8	21,7	27,7	6,0	5,9
Industria manufacturera	18,1	15,9	18,4	2,5	0,3
Electricidad, gas y agua	1,2	1,0	0,7	-0,3	-0,5
Construcción	12,2	8,5	6,3	-2,2	-5,9
Comercio por mayor y menor: rep. de vehículos, etc.	24,5	24,3	19,2	-5,1	-5,3
Servicios Financieros	22,2	28,6	27,7	-0,9	5,5

Fuente: Subgerencia de Estadísticas Monetarias y Financieras del BCRA

Como primer dato que se observa en el cuadro anterior, las financiaciones a la producción primaria, a los servicios y al comercio, explican más del 73 % de las financiaciones totales de la Provincia. Con niveles más o menos similares durante el período analizado (1996-2005) son las actividades de mayor peso relativo en la estructura de créditos.

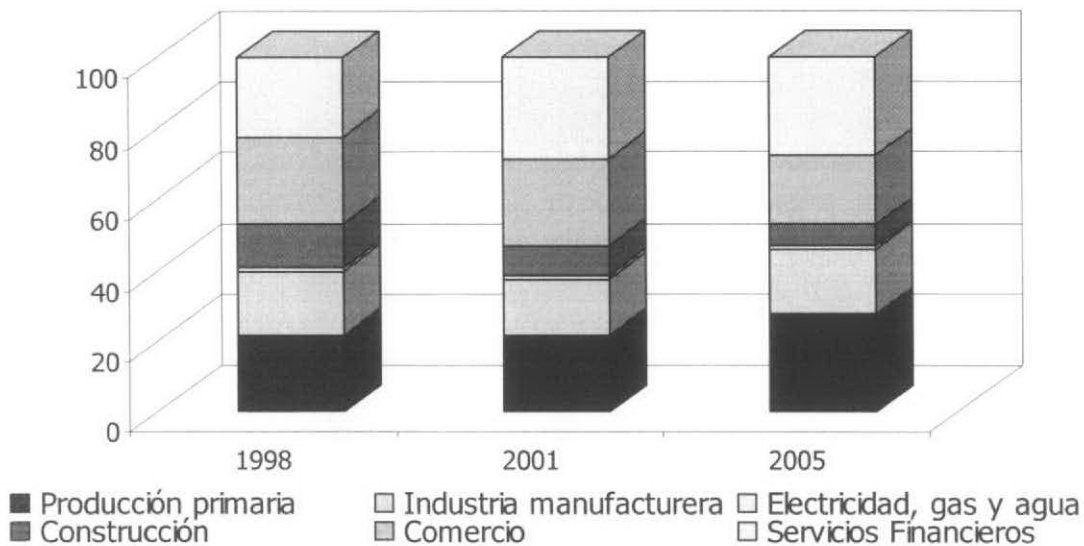
En todas las actividades, sin excepción, se observa el quiebre en las financiaciones entre los años 2001 y 2002. En promedio la caída en las financiaciones durante es año alcanza el 25%. Asimismo es para resaltar la caída durante el año 2002, en el volumen de crédito otorgado a la industria manufacturera y a la producción primaria. Si bien son las más representativas, también son las que mas han caído después de la crisis.

Por otro lado, es llamativo el desarrollo en sectores como electricidad, luz y agua, construcción y servicios. En estos sectores, la evolución no se correspondió con la economía en general. Los mismos mostraron caídas en sus financiaciones, mientras que la evolución de la economía era creciente. Por lo expuesto, podemos concluir que dichos sectores han sido financiados de diferentes maneras, utilizando fuentes alternativas y no por medio del sistema bancario. Vale decir, que han sido capitalizadas por socios, dueños, etc, o por medio de la reinversión de ganancias, emisión de deuda privada, etc.

Los sectores restantes han evolucionado en correlación con el contexto macroeconómico del período en análisis.

En el Gráfico XI.4, muestra la evolución que han tenido los diferentes sectores en cuanto a la participación en las financiaciones totales. En verdad no se observan grandes modificaciones en los parciales de cada sector. Podemos decir que los servicios financieros y la producción primaria comienzan a tener un peso mayor luego de la crisis de 2001 en detrimento del comercio, que disminuyó su participación en el financiamiento de actividades dentro de la provincia.

**Gráfico XI.4**  
**Financiación por sector**



Fuente: Subgerencia de Estadísticas Monetarias y Financieras del BCRA

Como punto de comparación, hemos tomado a la Provincia de Salta. En este caso, la producción primaria, los servicios financieros y la industria manufacturera, abarcan el 80 % de las financiaciones totales para el año 2005. El comercio, representa al 12.5 % de las mismas, apenas por debajo de la industria. No obstante, la intermediación financiera, ha caído de manera sensible si comparamos la variación entre 2005-2001 y más aún si observamos la variación 2005-1998.

Por otro lado, sólo la industria y la producción primaria han crecido en el período analizado 1998-2005. Cabe recordar que si hablamos de financiaciones, los sectores mencionados reflejan una economía en crecimiento con sus dos principales sectores con un alto nivel de financiamiento.

El caso de la construcción resulta llamativo, siendo este un referente de la economía agregada. La construcción en la Provincia de Salta se ha visto en retroceso en términos de financiación sectorial.

### Cuadro XI.7

#### Financiación de actividades económicas, caso Salta

Actividad	Participación			Variación	
	1998	2001	2005	05-01	05-98
Producción primaria	26,8	29,6	41,4	11,8	14,6
Industria manufacturera	6,2	9,9	14,2	4,3	8,0
Electricidad, gas y agua	1,0	0,2	2,8	2,6	1,8
Construcción	11,7	11,5	5,0	-6,5	-6,7
Comercio por mayor y menor: rep. de vehículos, etc	17,0	14,7	12,5	-2,2	-4,5
Servicios Financieros	37,3	34,1	24,1	-10,0	-13,2

Fuente: Subgerencia de Estadísticas Monetarias y Financieras del BCRA

#### Evolución del crédito

En el cuadro XI.9, podemos observar los ratios entre el nivel de crédito y el PIB en la Provincia y el total del País.

En general podemos decir que el ratio es superior el de la Nación a la Provincia. No obstante, en ambos casos, se observa un quiebre muy significativo entre los años 2001-2002.

Durante el período observado el Producto de la Nación y el de la Provincia han sido crecientes hasta 1998, luego se contraen hasta 2002, y a partir de allí, comienza la recuperación. De otro modo, se observa una fuerte reducción en el nivel de créditos a partir de 2001. Mientras que en la Provincia, el crédito tuvo poca estabilidad hasta ese año, en la Nación fue creciendo hasta el fin de la convertibilidad.

### Cuadro XI.9

#### Créditos/PIB

Año	1996	1998	2001	2002	2003	2004
<b>Creditos Tucuman</b>	1067502	1002708	1039569	778516	647611	789332
<b>PIB Tucuman</b>	4694379	5155671	4450707	5313860	6390453	7609931
% Credito Tucuman / PIB Tuc	23%	19%	23%	15%	10%	10%
<b>Creditos Total Pais</b>	60429208	74978093	74896755	73055377	61310206	59699785
<b>PIB Total Pais</b>	272149758	298948359	268696709	312580000	375909000	447643000
% Credito Total Pais/ PIB Total	22%	25%	28%	23%	16%	13%

Fuente: Subgerencia de Estadísticas Monetarias y Financieras. BCRA

Por lo analizado podemos concluir que luego del año 2001, al ratio de créditos sobre el producto cae como consecuencia de un aumento significativo del producto y una baja también significativa del nivel de créditos. Tanto la Nación como la Provincia de Tucumán, muestran la misma performance en este análisis.

## **ACTIVIDAD 12: ESTUDIO DE FUENTES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**

Según el último informe del Banco Mundial (2005), Argentina se ubica:

En el puesto 1º en cuanto a la riqueza de los países de Latinoamérica.

En el puesto 3º en cuanto a la recepción de inversión extranjera directa en Latinoamérica.

En el puesto 72º en cuanto a competitividad.

En el puesto 77º en cuanto al clima de inversión.

Estos datos marcan que, a pesar de la crisis de 2001, nuestro país todavía sigue viviendo de la riqueza acumulada y de los recursos naturales.

La alternativa es entonces crear un clima de inversión que permita lograr un crecimiento sostenido de la economía Argentina, tendiendo a bajar los costos empresariales que permitan que nuestro país sea competitivo en los precios de los productos que ofrece localmente y en el extranjero.

En los países desarrollados, las empresas (independientemente de su tamaño) suelen saciar una parte importante de sus necesidades de financiación a través de los mercados de capitales, que generalmente cuentan con una amplia gama de alternativas y gran competencia entre las mismas con el fin de que los demandantes de capital puedan acceder a tasas más bajas que las obtenidas mediante la intermediación bancaria.

Según lo expuesto en el Segundo Informe Parcial de Actividades, el tamaño y desarrollo de nuestro mercado hace que las empresas con necesidad de financiación no puedan sortear los obstáculos que las separan de la financiación deseada, debido en gran parte a la ignorancia en cuanto a las alternativas posibles, a los altos requerimientos de información y elevados costos de transacción con los cuales se encuentran al intentar "fondearse" mediante el mercado de valores.

A continuación se expondrán las alternativas de financiación existentes en el mercado local y se dará una explicación teórica de cada una de ellas, con el objetivo de entender su funcionamiento y lograr una visión más cercana del menú financiero actual. Asimismo, se incorporan las estadísticas disponibles de la mayoría de los instrumentos descriptos, habiendo en algunos casos ausencia absoluta de los valores debido a la reciente implementación de los mismos.

## 12.1 Fideicomisos

### Descripción teórica del Fideicomiso.

De acuerdo con el artículo 1º de la Ley N° 24.441: "habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario."

El fideicomiso es una figura jurídica que permite aislar bienes, flujos de fondos, negocios, derechos, etc. en un patrimonio independiente y separado con diferentes finalidades. En nuestro país se perfecciona a través de un contrato. Su figura es considerada segura y aplicable a una gran variedad de asuntos en razón de sus características y ventajas comparativas.

Existe fideicomiso cuando en un contrato una persona le transmite la propiedad de determinados bienes a otra, en donde esta última la ejerce en beneficio de quien se designe en el contrato, hasta que se cumpla un plazo o condición. El fiduciario, quien maneja los bienes, deberá actuar sobre la base de la confianza depositada en él, en defensa de los bienes fideicomitidos (ya que se comporta como el nuevo "propietario") y los objetivos del fideicomiso. Si no es así, el fiduciante o el beneficiario pueden exigir la retribución por los daños y perjuicios causados.

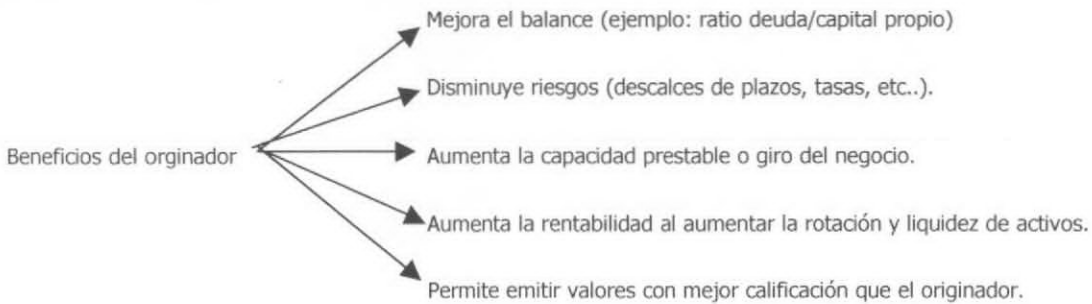
En esencia, la utilización de la figura "fideicomiso" permite al inversor invertir su capital en un negocio que será manejado por un experto que actúa con prudencia y diligencia. Se propone como instrumento jurídico, puesto que es consistente con los principios de confianza con los que muchos negocios se llevan a cabo desde hace décadas.

La figura del fideicomiso puede ser utilizada para múltiples objetivos, contando con las ventajas de permitir armar estructuras jurídicas que se ajustan de forma muy precisa al objetivo buscado.

El gráfico 12.1 muestra los beneficios que obtiene el originador al utilizar esta alternativa de financiación.

## Gráfico XII.1

### Beneficios que obtiene el originante de Fideicomisos.



Fuente: Asesoramiento Legal en Fideicomisos Financieros, Nicholson y Cano.

El hecho de que los bienes determinados que forman parte del patrimonio del fideicomiso no integran el patrimonio del originante es uno de los motivos que vuelve más atractiva esta figura jurídica, ya que esto hace que los acreedores de estos carecen de derechos sobre los mismos, asilando al inversor del riesgo de crédito del fiduciante y del fiduciario. En el caso de las PyMES que utilizan esta figura para financiarse, el respaldo de pago es únicamente el patrimonio que conforma el fideicomiso.

### Fideicomisos financieros

Es interesante distinguir entre un fideicomiso común y un fideicomiso financiero, según lo muestra el gráfico 12.2.

## Gráfico XII.2

### Fideicomiso común y fideicomiso financiero.



Fuente: Asesoramiento Legal en Fideicomisos Financieros, Nicholson y Cano.



El fideicomiso financiero es uno de los más usados en la actualidad. El mismo permite tomar diversos tipos de derechos crediticios como un activo subyacente con la finalidad de posibilitar la titularización (securitización) emitiendo sobre la base de dichos activos subyacentes, títulos de deuda y/o certificados de participación que son adquiridos por inversores. La Comisión Nacional de Valores aprobó el primer fideicomiso financiero el 7 de diciembre de 1995.

El fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) para actuar como fiduciario financiero. Los beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda, garantizados con los bienes así transmitidos.

El gráfico XII.3 ilustra las particularidades de este tipo de fideicomisos.

**Gráfico XII.3**  
**Estructura básica de un fideicomiso financiero.**



Fuente: Asesoramiento Legal en Fideicomisos Financieros, Nicholson y Cano.

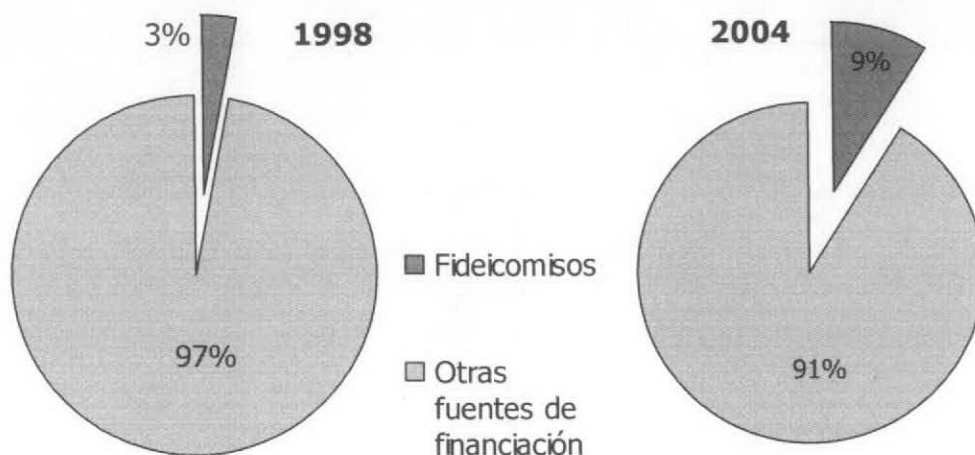
### **Crecimiento de los Fideicomisos en la Argentina**

El Fideicomiso fue adoptado rápidamente en nuestro país como una alternativa válida de financiación de empresas y emprendimientos. De su virtual inexistencia, este instrumento financiero se convirtió en el de mayor tasa de crecimiento de los últimos años.

En términos de estructura de financiamiento del sector privado, los fideicomisos financieros representaron un 9% del flujo total en 2004, mientras que en 1998 representaban apenas un 3%, lo cual habla de un crecimiento del 200% en el período citado, tal cuál lo muestra el gráfico 12.4.

### Gráfico XII.4

#### Crecimiento de los Fideicomisos en la Argentina, 1998-2004.



Fuente: IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales)

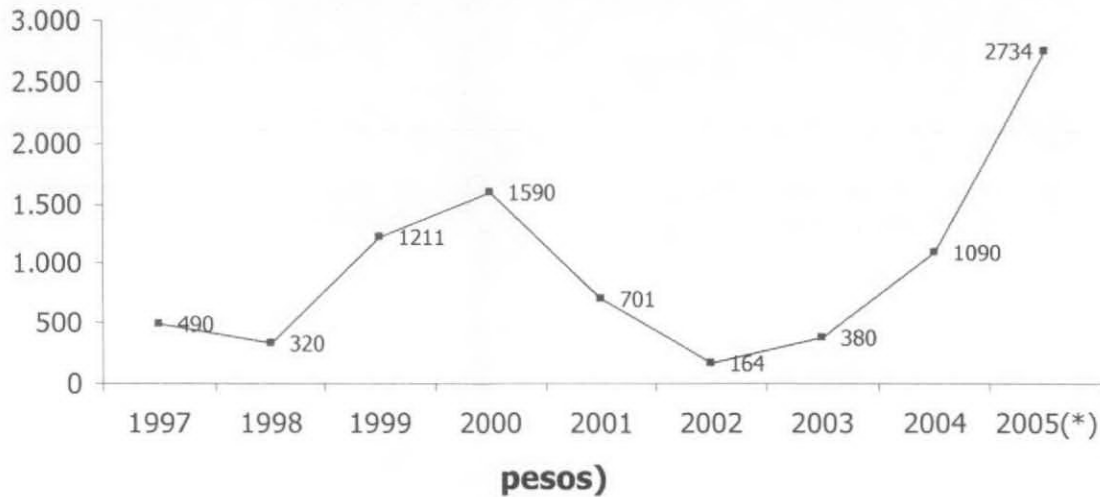
El gráfico citado muestra como, a partir de los últimos años, un número significativo de empresas ha comenzado a aprovechar la liquidez de excedente para financiar operaciones a través de fuentes alternativas a la del sector bancario, siendo el fideicomiso financiero una de las opciones más atractivas.

En el gráfico 12.5 se estudia la emisión de Fideicomisos en la Argentina para el periodo 1997-2005 en millones de pesos. En el mismo se observa una marcada volatilidad en el monto total de emisión anual, debido en parte a la crisis económica del 2001.

Desde 1998 hasta el pico del año 2000, se observa un importante aumento del 396% en el total monto total de fideicomisos emitidos en millones de pesos. Desde esa fecha hasta el piso de 2002, el volumen disminuye en un 90%, para rebotar luego un 1347% hasta setiembre de 2005, lo cual habla de un importante poder de reacción post crisis del instrumento citado.

## Grafico XII.5

### Emisión de Fideicomisos en la Argentina 1997-2004 (en mill. de



(\*) Período Enero-Septiembre de 2005.

Fuente: IAMC (Instituto Argentino Mercado de Capitales) y Diario Clarín, Suplemento Económico del 6 de Noviembre de 2005.

Tomando los últimos datos disponibles (septiembre de 2005), se aprecia un aumento de 226% con respecto al total de fideicomisos emitidos durante 2004, lo cuál habla por si solo de una firme aceleración en la tasa de crecimiento de emisiones impulsado por la reactivación económica y la necesidad de fondos frescos.

El contexto financiero local retroalimenta este auge. Por un lado, los inversores disponen de una abundante liquidez que no encuentra instrumentos financieros adecuados (según la ecuación riesgo-rentabilidad) para canalizarse, por otro, los colocadores no disponen aún de financiamiento externo de manera fluida.

Por lo expuesto, se observa que el fideicomiso es quizás la alternativa de inversión que más terreno ganó en los últimos años a nivel local.

## 12.2 Warrant

### Descripción del Warrant

La operatoria del warrant consiste en que una empresa propietaria de *stocks* de bienes y productos fungibles (agrícolas, ganaderos, forestales, mineros, etc...) pueda obtener asistencia financiera procediendo a depositar los mismos en empresas de depósitos debidamente autorizadas para la actividad. El gráfico 12.6 ilustra aspectos importantes para entender la operatoria de warrant con mayor profundidad.

## Gráfico XII.6

### Aspectos de la operatoria de warrant.



Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico expuesto se puede ver que ambos títulos (certificado de depósito y warrant) funcionan en forma independiente uno del otro. La sola negociación del warrant provoca la indisponibilidad de los bienes depositados, atento a que ellos quedan en garantía del crédito obtenido.

Existen dos tipos de depósitos: irregular y regular. El primero hace referencia a la situación en la cuál el bien depositado es una cantidad de cosas comestibles, y se debe aclarar si el depositante concede al depositario el uso de ellas o se las entrega prohibiéndole el uso de las mismas. Si el depositante concede al depositario el uso de las mismas, a la conclusión del warrant el depositante deberá disponer de igual cantidad y calidad de los bienes depositados originariamente. El caso característico de este tipo de productos lo constituye el régimen de pérdida de identidad con que se opera usualmente en el mercado de granos.

Se llama depósito regular a aquél que se constituye sobre bienes que pueden individualizarse. El caso más usual se refiere al supuesto del depósito realizado sobre una cantidad de bienes consumibles, entregados por el depositario en saco o caja cerrada.

La utilización de este instrumento presenta diversos beneficios como ser:

- Facilita la administración de stocks, evitando su acumulación y sus costos financieros.
- Facilita la comercialización de los bienes depositados (mejor planificación comercial).
- Permite el acceso al crédito ya que el acreedor cuenta con una garantía real que no se encuentra alcanzada por situaciones personales o patrimoniales del deudor.

### La utilización del warrant en la Argentina.

El warrant aparece en el mercado agrario argentino en 1991, y desde ese momento experimenta una creciente aceptación, tanto de los operadores como de las entidades bancarias, dado que se percibe como un instituto de la legislación comercial que venía a regular las relaciones jurídicas entre una empresa emisora de warrants y el titular de los bienes almacenados en los depósitos administrados por la empresa y con posibilidad de ser afectados.

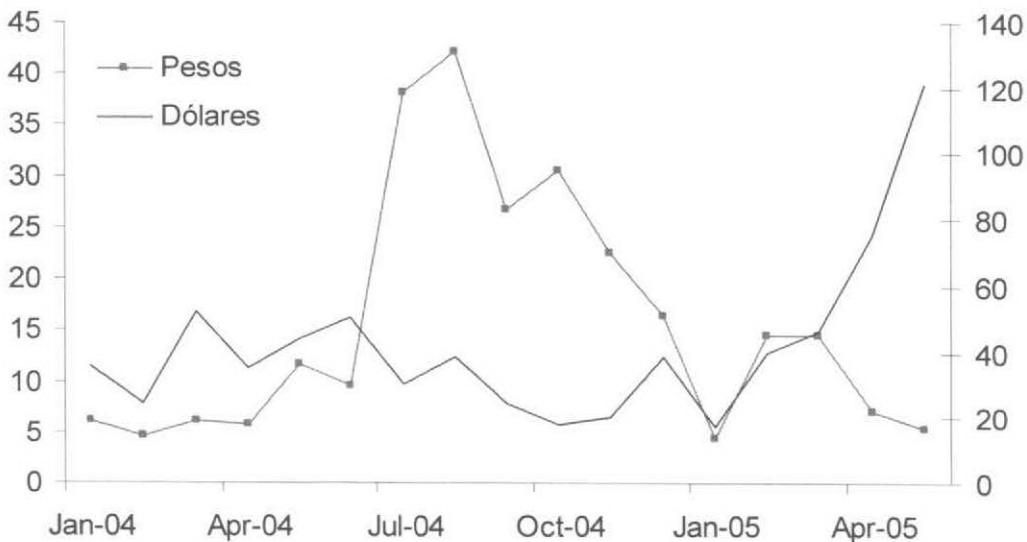
En este contexto, en la Argentina los productores agrícolas se han caracterizado durante la última década por un creciente interés en incorporar a la actividad mayores facilidades que se traduzcan en factores de mejoramiento de la ecuación económico-financiera de su respectivo negocio.

Antes de la aparición del warrant, las actividades agrícolas se financiaban principalmente con líneas hipotecarias sobre los inmuebles afectados o bien con créditos prendarios sobre máquinas. Desde su aparición en el mercado argentino, el warrant alcanzó una diversidad de productos tal que excedió el ámbito propio de los bienes derivados del agro, al ofrecer cobertura a créditos mobiliarios sobre: automotores, productos siderúrgicos, combustibles, papel, equipos de computación y productos químicos, entre otros.

El gráfico 12.7 muestra en un *chart* de doble eje el crecimiento en la emisión de warrant para el período 2004-mayo 2005, en pesos y dólares americanos.

**Gráfico XII.7**

#### **Emisión de Warrant en mill. de pesos y dólares americanos**



Fuente: Base de datos de la Secretaria de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos del Ministerio de Economía y Producción.

En el gráfico expuesto se puede observar la importancia del dólar como moneda de emisión de warrant, ya que las emisiones en esta moneda

crecieron 236% desde los 35.885.728 dólares de Enero 2004 hasta los 120.920.676 dólares en Mayo 2005.

El crecimiento más importante en la emisión en dólares se dio en el período estudiado en 2005: 593% en solo 6 meses contra un crecimiento de 7,20% en 2004. Las emisiones en pesos mostraron una tendencia contraria: desde enero 2004 hasta mayo 2005 decrecieron 12.63%. Dado que la mayoría de los warrant se emiten contra "comodities" o alimentos, parece razonable que se elija al dólar como moneda de emisión en vez del peso.

En nuestro país, de los diferentes segmentos de mercado la actividad azucarera es donde el warrant ha obtenido mayor inserción como instrumento de garantía del sistema de crédito mobiliario y el de mayor eficacia a partir de su utilización.

A pesar de los sucesivos períodos de contracción económica que sufrió la Argentina en las últimas décadas, el warrant, en su corta existencia, ha sorteado con éxito circunstancias adversas, de impacto negativo sobre el quehacer económico argentino, lo cuál es doblemente meritorio si tenemos en cuenta que en las crisis la comunidad de negocios se vuelve más proclive a la utilización de herramientas jurídicas tradicionales que a instrumentos legislativos nuevos.

### **12.3 Factoring**

En finanzas se denomina factoring a la venta de facturas a una agencia especializada (conocida como factor) recibidas en base a un contrato de negocios, por el comerciante que las detenta, para obtener efectivo antes de su vencimiento real. Mediante el factoring, una empresa le compra a un exportador de riesgo razonable su factura, haciéndose cargo de la responsabilidad de cobro en el exterior.

El factor (que generalmente es una entidad financiera) asume entonces la total responsabilidad por el análisis crediticio de los nuevos clientes, el cobro de las facturas y las pérdidas de las acreencias. Existen dos tipos diferentes de factoring:

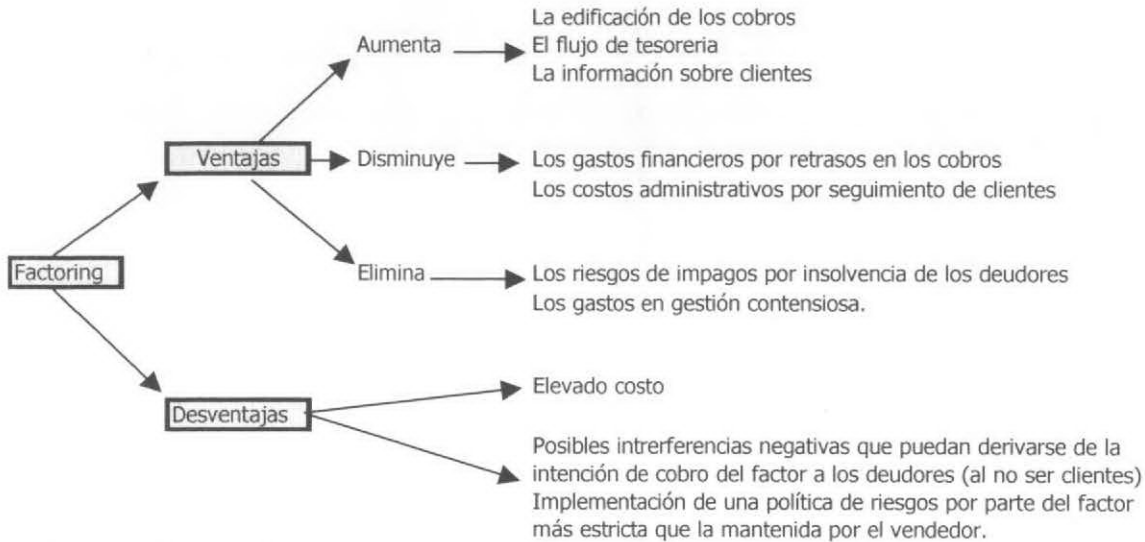
**Factoring con recurso:** El factor no asume los riesgos de la operación y en caso de impago de los créditos puede ejecutar la vía regreso frente al cedente. En el caso de que se produzca demora en el pago de alguna factura el factor tiene la facultad de exigir al vendedor la devolución del pago anticipado si esta ha sido efectuado.

**Factoring sin recurso:** Es en la práctica internacional la modalidad más utilizada, y supone la sunción total o parcial por la empresa de factoring. En este caso el factor selecciona los documentos en base al riesgo que supone el deudor.

El gráfico 12.8 expone las ventajas y desventajas de la utilización de este tipo de herramienta de financiación.

## Gráfico XII.8

### Ventajas y desventajas de la utilización del Factoring como instrumento de financiación.



Fuente: Elaboración propia.

Sabido es que una de las tareas más onerosas de las empresas es la gestión de cobros, tanto por el costo de ejecución como por las pérdidas que su incorrecta realización supone. La venta aplazada a un cliente exige su posterior seguimiento, control y procedimiento de recuperación, lo que supone que la empresa debe destinar una serie de recursos humanos, materiales y financieros a estos fines. Por ejemplo, si los clientes pertenecen a plazas geográficas diferentes al de la empresa otorgante del crédito, la actividad de cobro se vuelve aún más costosa y compleja.

## 12.4 El Forfaiting

### Explicación teórica del Forfaiting

El forfaiting es una cesión de derechos del exportador a una compañía compradora (generalmente entidad financiera o banco) en la cuál se negocian obligaciones con vencimiento futuro, originadas por exportaciones de mercaderías y servicios. Para protegerse de cualquier reclamo futuro, el vendedor endosa la obligación incluyendo las palabras "sin recurso" quedando de esta manera cubierto legalmente.

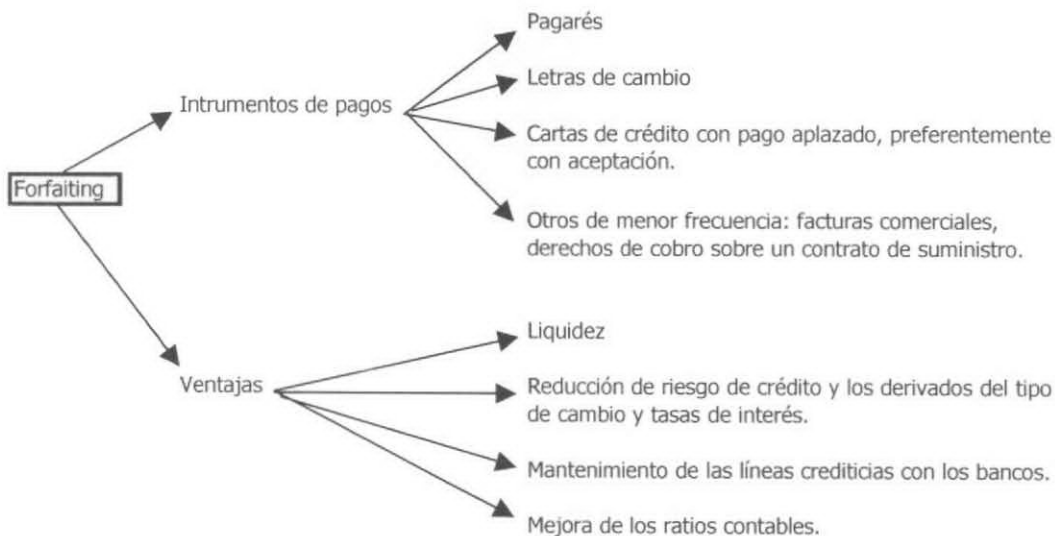
Los vendedores de estas obligaciones son generalmente empresas exportadoras que han recibido documentos en concepto de pago de bienes y servicios. Mediante este instrumento, dichos exportadores trasladan todos los riesgos y responsabilidades de la cobranza al comprador a cambio de un pago en efectivo.

Cualquier operación de forfaiting debe incluir un aval o una garantía irrevocable que sea aceptable para el comprador de la obligación. Este aspecto es el de mayor importancia debido al carácter "no recursable" de la operación. El exportador convierte su venta a crédito en una transacción en efectivo mediante la venta de documentos, recibiendo por dicha operación el cobro del total por adelantado (previo descuento).

La operación se realiza a un precio que representa el valor presente de los vencimientos futuros, actualizado. De esta manera, las únicas responsabilidades de la empresa exportadora residen en la fabricación y entrega de las mercaderías y la correcta documentación de la operación.

En el gráfico 12.9 se ilustra los instrumentos de pago y las ventajas que este tipo de alternativa financiera trae aparejada.

**Gráfico XII.9**  
**Instrumentos de pago y ventajas de Forfaiting.**



Fuente: Elaboración propia.

Tanto los pagarés como las letras de cambio se transmiten mediante el endoso, que en su forma más simple consiste en la firma del beneficiario del título en el reverso del mismo. El endoso sin recurso (*without recourse*) transmite el derecho a recibir el pago de la letra, pero no a recurrir al vendedor en caso de impago. Es importante que se tomen en cuenta todas estas características cuando se compara su coste con el de otras alternativas de financiación. En particular no es inusual que empresas, sobre todo de pequeña y mediana dimensión, encuentren el forfaiting caro porque lo comparan con el descuento de letras con recurso que les ofrece su banco habitual.



## Diferencias con el Factoring

Es frecuente para las empresas que cuentan con poca información sobre estos instrumentos confundir el Factoring con el Forfaiting. Si bien ambas alternativas presentan ciertas similitudes, el estudio de sus características intrínsecas en forma detallada permite efectuar ciertas distinciones de importancia.

Por un lado, el factoring es conveniente para la financiación de exportaciones de bienes de consumo con términos de crédito entre 90 y 180 días, mientras que el forfaiting es usado para financiaciones de exportaciones de bienes de capital con términos de crédito de varios años.

Otra diferencia importante reside en el hecho de que el factoring no cubre los riesgos políticos y de transferencias, mientras que en el forfaiting estos riesgos son asumidos por el comprador de las obligaciones.

En el cuadro 12.1 se exponen las diferencias más importantes entre el factoring y el forfaiting en cuanto a sus características y operatoria.

**Cuadro XII.1**  
**Diferencias entre Factoring y Forfaiting**

	Forfaiting	Factoring
Servicios	Financiación	Financiación y otros
Bienes Financiables	Normalmente bienes de equipo	Normalmente existencias, bienes intermedios y productos de consumo
Plazos	Puede llegar hasta 7 años.	Rara vez excede los 180 días.
Ámbitos	Normalmente operaciones de comercio exterior	Operaciones internas y de comercio exterior
Numero de operaciones	Se estudia caso por caso	El límite se fija analizando al cliente importador
Recurso	Sin recurso	Con y sin recurso
Documentos	Básicamente letras y pagarés	No requiere documentos concretos
Relación con el exportador	Esporádica o nula	Habitual
Forma de disponer de la financiación.	Por todo el importe o por una parte del mismo, fijado previamente.	Flexible: una vez concedido el crédito puede disponer de financiación en el momento que desee y por el importe elegido

Fuente: caja de ahorro y pensiones de Barcelona, España.

## 12.5 Leasing

El leasing es un instrumento de financiación de bienes de capital mediante el cuál el dador conviene transferir al tomador la tenencia de un bien cierto y determinado para su uso y goce contra el pago de un canon y le confiere una opción de compra por un precio. El marco tributario del leasing se encuentra regulado por la Ley 25.248 y los decretos 1038/00 y 1352/05.

El tipo de leasing más usado en la Argentina son los Contratos asimilados a operaciones financieras, donde los dadores podrán ser entidades financieras, fideicomisos financieros o empresas que tengan como objeto principal la celebración de contratos de leasing y en forma secundaria realicen exclusivamente actividades financieras.

No se pueden realizar operaciones sobre intangibles (por ejemplo software). Si podrán efectuarse contratos sobre bienes muebles e inmuebles. Si, por ejemplo, se quiere estructurar operaciones que comprendan leasing de equipos de computación (hardware) y software, los mismos deberán recibir tratamientos fiscales diferenciales. El Cuadro 12.2 muestra la clasificación utilizada para el encuadre de leasing de operaciones financieras.

### Cuadro XII.2

#### Clasificación utilizada para encuadre de leasing

Tomador	Tipo de bienes	% de la duración de los contratos en función a la vida útil del bien.
Empresa Grande	Muebles	50%
Empresa Grande	Inmuebles no desptinados a vivienda	20%
Empresa Grande	Inmuebles destinados a vivienda	10%
PyME	Muebles	25%
PyME	Inmuebles no desptinados a vivienda	10%
PyME	Inmuebles destinados a vivienda	5%

Fuente: Cuadro de elaboración propia en base a datos de la Subsecretaria de la Pequeña y Mediana empresa y Desarrollo Regional.

En el cuadro XII.2 puede apreciarse las ventajas que tienen las empresas PyMES con respecto a las empresas de mayor envergadura en cuanto al acceso de encuadre dentro del tipo de leasing de operaciones financieras, lo cuál habla de una buena política del Estado en cuanto a facilitar el acceso a este tipo de operaciones. Esta modificación en la operatoria de leasing fue introducida el 3 de Noviembre de 2005, a través del Decreto 1352/05 publicado en el Boletín Oficial.

Según la cartera económica, el contrato de leasing asimilado a una operación económica es el que representa mayores beneficios para las partes y por lo tanto el más aceptado en el mercado, en virtud del tratamiento que prevé para el Impuesto a las Ganancias, donde la base imponible será la diferencia entre el importe de los cánones y la recuperación del capital invertido (componente financiero).

## 12.6 Sociedades de Garantía Recíproca

### Explicación teórica de las SGR.

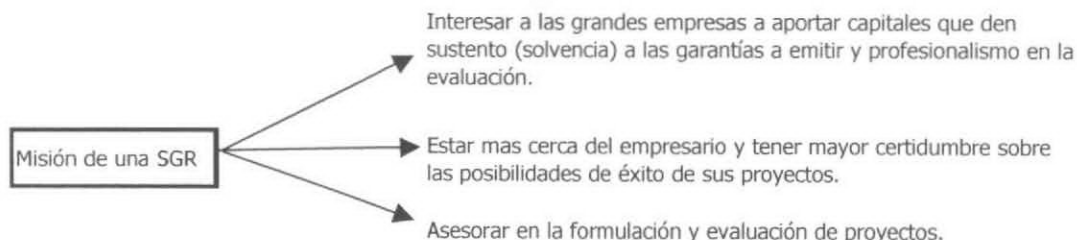
Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son sociedades que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito de las PyMES a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. Se forma entonces una estrategia asociativa entre grandes empresas y PyMES, con el objeto de otorgar garantías líquidas a sus socios partícipes (PyMES). Estas garantías líquidas mejoran las condiciones de acceso al crédito, mediante una mejora en la credibilidad para el cumplimiento de compromisos u obligaciones.

Esta actividad la pueden realizar a través de la emisión de avales financieros (préstamos), técnicos (cumplimiento de contratos) o mercantiles (ante proveedores o anticipo de clientes) y de cualesquiera de los permitidos por el derecho mediante la celebración de Contratos de Garantía Recíproca.

A u vez, las SGR pueden brindar a sus socios asesoramiento técnico, económico y financiero en forma directa o a través de terceros contratados a tal fin. El gráfico 12.10 muestra la misión de una SGR creada mediante estas características:

**Gráfico XII.10**

### Misión de una SGR



Fuente: Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional.

Con respecto a su constitución, las SGR están formadas por socios partícipes y por socios protectores:

**Socios partícipes:** son únicamente los titulares de pequeñas y medianas empresas, sean personas físicas o jurídicas. Tienen como mínimo el 50% de los votos en la asamblea, es decir, que su opinión en las decisiones debe ser respetada.

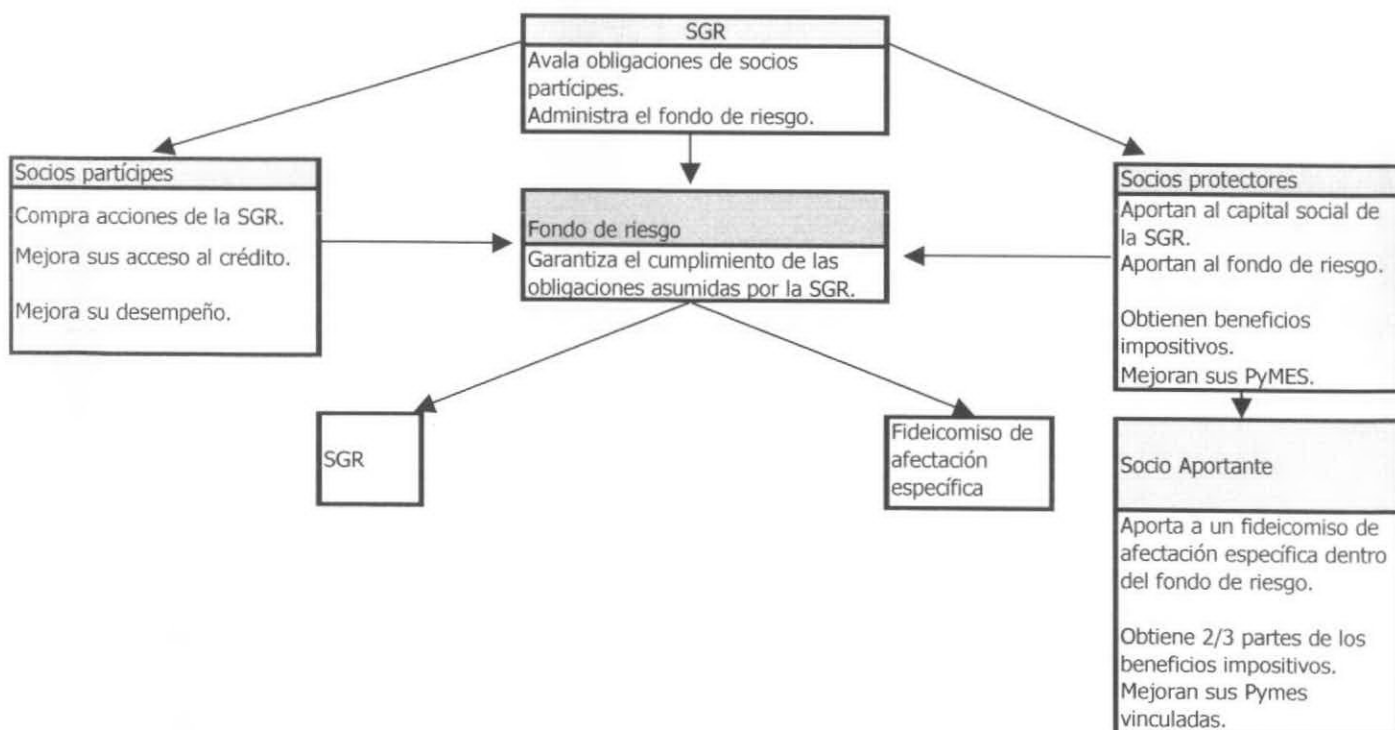
**Socios protectores:** Pueden ser personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al capital social y al Fondo de Riesgo de las SGR. Detentan como máximo el 50% del capital social.

Los gobiernos provinciales o municipales pueden ser socios protectores de una SGR en la medida que se lo permitan sus respectivos ordenamientos jurídicos. El fondo de riesgo está destinado a dar sustento a las garantías que otorga la SGR.

Las SGR cuentan con un límite operativo. Con el fin que no existan preferencias hacia determinados socios partícipes (PyMES) la ley ha previsto que la SGR no podrá asignar a un mismo socio garantías por un valor que supere el 5% del Fondo de Riesgo. Ningún socio partícipe puede tener una participación mayor al 5 % en el capital social. Las SGR no pueden asignar obligaciones con un mismo acreedor por mas del 25% de su Fondo de Riesgo, de manera que estas deben atender las múltiples necesidades comerciales y financieras que tienen las PyMES con por lo menos 4 tipos de acreedores distintos, evitando así que la PyME quede cautiva de un solo acreedor.

La administración de la sociedad será ejercida por un Consejo de Administración integrado por tres personas de las cuales al menos una representará a los socios partícipes, otra a los socios protectores y la restante a cualquiera de las dos clases sociales. La fiscalización interna (control) es realizada por una sindicatura integrada por tres personas con títulos profesional habilitante que tendrán una representación inversa a la que se fije para el Consejo de Administración. El gráfico 12.11 muestra el esquema de funcionamiento de una SGR actual.

**Gráfico XII.11**  
**Esquema de funcionamiento de una SGR.**



Fuente: Puente, Sociedad de Bolsa.

## Beneficios que otorgan las SGR.

Los beneficios que otorga este nuevo instrumento son variados, dependiendo del rol que el beneficiario cumpla en esta sociedad. El cuadro 12.3 expone un análisis mas profundo de los beneficios que obtienen los distintos actores.

**Cuadro XII.3**

### Beneficios que otorgan las SGR según participante.

Actor	Beneficios impositivos	Otros beneficios
La SGR	La retribución que cobren por el otorgamiento de los contratos de garantía está exenta del Impuesto al Valor Agregado y del Impuesto a las Ganancias	Posibilidad de reasegurar los riesgos asumidos en el FOGAPyME. Las garantías otorgadas por la SGR que se inscriban en el Banco Central gozan del máximo prestigio ante los Bancos. Crear a su alrededor un centro de desarrollo empresarial.
Los Socios Protectores	Los aportes de capital y los aportes al fondo de riesgo son deducibles totalmente del resultado impositivo para la determinación del Impuesto a las Ganancias en sus respectivas actividades, en el ejercicio fiscal en el que se efectivicen.(*)	Los activos que constituyen el Fondo de Riesgo pueden ser invertidos y obtener una renta a favor de sus titulares (socios protectores), lo cuál representa una posibilidad de inversión.
Los Socios Partícipes	Los aportes de capital que realicen los socios partícipes pueden ser deducidos íntegramente de las utilidades imponibles para la determinación del Impuesto a las Ganancias en sus respectivas actividades, en el ejercicio fiscal que se efectivicen	Mejora la capacidad de negociación frente al sistema financiero, grandes clientes y proveedores, al mismo tiempo que otorga menor costo financiero o alargamiento de plazos para proyectos de inversión.
El Estado	Menor evasión y mayor control de los contribuyentes.	Transparencia en la asignación de los recursos, posibilidad de que se incremente el número y variedad de agentes económicos y generación de riqueza genuina.

(\*) Para que la deducción impositiva sobre los aportes del fondo sea definitiva deberán permanecer en la sociedad por lo menos durante dos años y la SGR mantener un stock de garantías en su cartera por un valor equivalente al 80% del Fondo de riesgo.

Fuente: Subsecretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional.

## Las SGR y la negociación de cheques de pago diferido.

Una alternativa que en la cuál las SGR se encuentran creciendo a tasas muy importantes en la actualidad está referida al mercado de cheques avalados de pagos diferidos que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

El sistema permite que una persona que tenga un cheque de pago diferido pueda cederlo a un agente de bolsa para que éste lo negocie en el mercado, dando información sobre su fecha de pago y la identidad de quién emitió el cheque.

El cheque se dice que está avalado cuando los mismos se encuentran garantizados por una SGR. Si en el momento de querer hacer efectivo el cheque negociado, el inversor se encuentra con que el mismo no posee los fondos prometidos, la SGR se hace cargo del pago del mismo.

El cuadro 12.4 expone las entidades avalistas de este instrumento y los montos negociados para el período Enero-Julio de 2005 en pesos.

#### **Cuadro XII.4**

#### **Entidades avalistas y montos negociados de cheques diferidos, período Enero-Julio 2005 en pesos.**

Sociedad	Monto efectivo	Cantidad de Cheques de Pago Diferido
Garantizar SGR	26.645.444,00	1.821
Puente Hnos. SGR	19.236.223,00	357
Intergarantías SGR	7.289.120,00	403
Garantía de Valores SGR	4.035.644,00	84
Campo Aval SGR	664.234,12	20
Avaluar SGR	353.043,00	12
<b>Total</b>	<b>58.223.708,12</b>	<b>2.697</b>

Fuente: Instituto Argentino Mercado de Capitales.

En el período 2004-Julio 2005, el crecimiento del monto en efectivo operado en este tipo de instrumento creció 335%, mientras que la cantidad de cheques transados aumentó 214%, lo cuál habla también de un aumento en el monto individual por cheque.

### **ACTIVIDAD 13: CONCLUSIONES**

La intermediación financiera está aún por debajo de los niveles previos a la crisis de finales de 2001, en tanto que la actividad económica nacional ya superó los máximos históricos.

Asimismo, el negocio bancario estaría mostrando diferencias respecto a lo acontecido en la década pasada. Actualmente se apunta a distribuir los recursos entre una mayor variedad de activos, con una consecuente caída en la importancia relativa del crédito.

En este contexto, la actividad económica se estaría orientando hacia otros mecanismos de fondeo distintos al préstamo bancario, siendo actualmente la nueva estrella financiera los fideicomisos.

Por otro lado, no se cuenta con buena información respecto a la demanda de financiamiento, con lo cual solo se puede conocer la oferta. No obstante, recién hacia finales de 2004 se vislumbra una importante recuperación de todas las líneas crediticias.

En este sentido, la baja de tasas de interés nominales resulta uno de los principales motores de este retorno al crédito. Sin embargo, la clara mejora registrada en el contexto económico resulta condición necesaria para explicar el aumento tanto en los depósitos bancarios como en la demanda de fondos. Asimismo, los valores del ratio créditos sobre depósitos se encuentran muy por debajo del promedio observado durante la década pasada, lo que implica que el margen de crecimiento de las financiaciones, manteniendo constante la estructura vigente, resulta muy significativo.

Los cambios en precios relativos determinados por la salida de la convertibilidad permitieron un mayor desarrollo de la actividad exportadora, siendo este tipo de operaciones uno de los principales demandantes de fondos para prefinanciar las mismas. Asimismo, la mejora en los ingresos familiares que comenzó a verificarse desde finales de 2003, junto con las buenas perspectivas sobre el futuro de la economía, contribuyen actualmente a explicar gran parte de la expansión que se observa en la actividad crediticia.

En efecto, los créditos para consumo (tanto personales como las financiaciones con tarjetas de créditos) son los que registran el mayor crecimiento, lo que a su vez se relaciona con una mayor utilización del mercado de capitales como fuente de fondeo para la actividad económica.

En este contexto, de persistir un buen clima de negocios y las perspectivas sobre el futuro de la economía familiar continúen siendo positivas, la expansión del crédito bancario se mantendrá sólida, aunque posiblemente la financiación a las actividades productivas se realice mediante formas distintas al préstamo bancario convencional.

Las fuentes principales de la consolidación del sistema financiero fueron la capitalización y la recuperación de la rentabilidad. En el caso de las entidades tucumanas, no se verificó ninguno de estos procesos.

La capitalización del sistema financiero tucumano es baja, evidenciando poca capacidad para proveer una adecuada base de crecimiento y hacer frente a las posibles pérdidas generadas por perturbaciones a nivel macroeconómico.

En cuanto a la calidad de la cartera crediticia, el Banco del Tucumán se haya fuertemente expuesto al sector público, limitando la expansión de crédito al sector privado y el Empresario no logró un saneamiento de la misma, ni aumentó el otorgamiento de nuevos créditos.

Si bien el Banco Macro-Bansud también muestra exposición al sector público, generada a partir de las compensaciones del gobierno, la composición de su activo se encuentra en línea con la de los bancos privados.

Otro punto a tener en cuenta es la eficiencia del sistema. Ambas entidades tucumanas tienen problemas en este sentido, lo que a su vez impacta en forma de baja rentabilidad.

La incorporación del Banco Macro-Bansud al análisis regional determina una disminución del apalancamiento, aportando una mayor capacidad para financiar el crecimiento de la provincia.

Las adquisiciones por parte del Macro mejorarían la eficiencia, introduciendo sistemas de gestión más avanzados.

Desde el punto de vista financiero, la llegada del Macro beneficiaría la brecha estructural y el spread de tasas, provocando mejoras considerables en la rentabilidad.

En cuanto a la situación del financiamiento, el sector familias ha retornado a ser un demandante importante de fondos.

Desde la salida de la crisis los créditos otorgados han crecido en forma importante, siendo el principal destino el consumo ya que tanto los préstamos personales como las financiaciones con tarjetas de crédito son los rubros de mayor expansión, en tanto que los que poseen garantía real (destinado al consumo de durables y semidurables) aún están en niveles históricamente bajos.

Sin embargo, la recuperación en el mercado provincial ha sido muy similar a la observada a nivel nacional, detectándose en algunos casos un crecimiento inicial más rápido como en el caso de los préstamos prendarios e hipotecarios.

Así, en la medida que continúen mejorando los indicadores laborales de la provincia (que aún se encuentran con una performance inferior al promedio nacional) es esperable que la expansión del crédito al sector familias continúe a buen ritmo.

Respecto a la situación del sector productivo, la crisis económica dificultó a varias empresas continuar siendo sujetos de crédito. Esto determinó un desplazamiento hacia fuentes alternativas de financiamiento, lo que a su vez ha determinado una caída en la participación del crédito al sector productivo frente al sector familias.



No obstante, la composición por rama de actividad no se vio mayormente modificada, siendo el sector de producción primario el de mayor peso relativo, correlato de la importancia que posee este tipo de actividades dentro de la economía provincial.

De cara al futuro, tanto la estrategia de negocios que decidan llevar adelante las entidades bancarias que operan en la provincia, así como la política económica que se implemente en los próximos años resultarán los determinantes de la disponibilidad de financiamiento en condiciones accesibles para la actividad productiva local.