



Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2010



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2010



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera
Primer Semestre de 2010

ISSN 1668-3978
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril 2010

Publicación editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Banco Central de la República Argentina

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

Coordinación, contenidos y diagramación | Gerencia de Análisis del Sistema Financiero y Mercado de Capitales

Colaboraciones | Gerencia de Análisis Macroeconómico | Gerencia Principal de Programación Monetaria | Gerencia de Investigación y Planificación Normativa | Gerencia de Gestión de la Información | Gerencia de Sistema de Pago | Gerencia de Coordinación de Supervisión

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.
Para comentarios o consultas: analisis.financiero@bcra.gov.ar

Prefacio

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

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

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

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

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

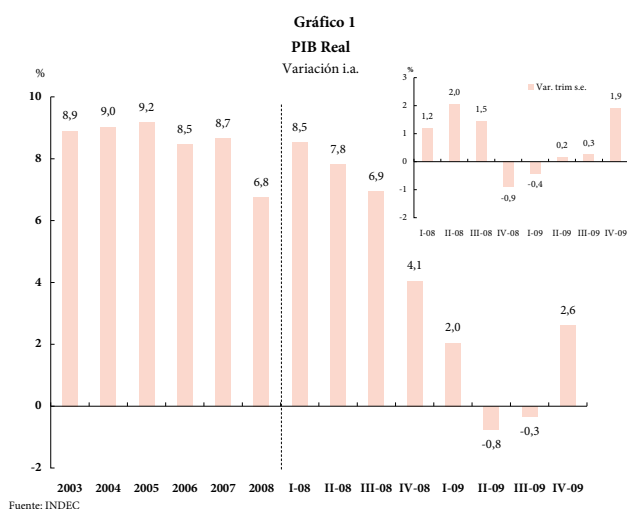
La fecha de la próxima publicación del **BEF** será el 30 de septiembre de 2010 a través de Internet.

Buenos Aires, 12 de abril de 2010

Contenido

Pág. 7	 	Visión Institucional
Pág. 11	 	I. Entorno Internacional
<i>Pág. 17</i>	<i> </i>	<i>Apartado 1 / Economías Periféricas de la Zona Euro, Riesgo Soberano y Situación de los Mercados Internacionales</i>
Pág. 19	 	II. Entorno Local
<i>Pág. 27</i>	<i> </i>	<i>Apartado 2 / Mercados de Cobertura del Riesgo de Tasa de Interés en Argentina</i>
Pág. 29	 	III. Situación de Deudores
Pág. 37	 	IV. Sector Financiero
<i>Pág. 40</i>	<i> </i>	<i>Apartado 3 / Financiamiento al Consumo de las Familias mediante Tarjetas de Crédito Emitidas fuera del Sistema Financiero</i>
<i>Pág. 48</i>	<i> </i>	<i>Apartado 4 / Desempeño del Mercado de Fideicomisos Financieros en Argentina</i>
Pág. 51	 	V. Riesgos del Sistema Financiero
<i>Pág. 53</i>	<i> </i>	<i>Apartado 5 / Avances del Comité de Basilea en la Reformulación de las recomendaciones Internacionales sobre Regulación Financiera</i>
<i>Pág. 63</i>	<i> </i>	<i>Apartado 6 / Mecanismos de Detección Temprana de Crisis Financieras: Evolución y Estado de Situación</i>
Pág. 65	 	VI. Sistema de Pagos
Pág. 69	 	Anexo Estadístico
Pág. 73	 	Glosario de Abreviaturas y Siglas
Pág. 75	 	Índice de Gráficos y Tablas

Visión Institucional



La actividad económica global continúa recuperándose, aunque siguen existiendo factores de riesgo que podrían afectar la sustentabilidad de esta tendencia en el mediano plazo. El dinamismo económico mundial es impulsado por los países emergentes, mientras que las economías avanzadas también recuperarían su crecimiento, especialmente en EEUU y, en menor medida, en la Zona Euro. A pesar de la menor incertidumbre aún no se pueden descartar nuevos episodios de cambios repentinos en la aversión al riesgo ni la recurrencia de eventos de turbulencia, lo que quedó en claro a partir de los problemas financieros del *holding* estatal Dubai World o con lo ocurrido recientemente en Grecia (ver Apartado 1).

La aún inconclusa normalización del funcionamiento de los sistemas financieros de las principales economías desarrolladas se encuentra entre los riesgos latentes en el escenario global. Más aún, el desempeño de las economías desarrolladas comienza a estar condicionado por la evolución de las finanzas públicas ante las medidas de estímulo adoptadas, así como por los elevados niveles de desempleo. Por su parte, para los países emergentes los principales desafíos son la posibilidad de una brusca reversión de los flujos de capital y, en algunos casos, la existencia de tensiones sobre la evolución de los precios.

Se prevé que los países desarrollados mantengan parte de las políticas de estímulo que vienen implementando para enfrentar la crisis, al menos hasta tanto se consoliden definitivamente las mejoras en la actividad económica. No obstante, ya se ven las primeras cancelaciones de programas excepcionales de provisión de liquidez establecidos por los principales Bancos Centrales, pasando a diagramar eventuales cambios en el sesgo de la política monetaria ante la menor tensión en los mercados y cierta mejora patrimonial del sector financiero. Algunos países emergentes también comenzaron a revertir algunas de las medidas diseñadas para enfrentar la crisis global.

La actividad económica local continúa recobrando un fuerte dinamismo, lo que se consolidaría a lo largo del año como resultado del mayor consumo de los hogares y de la creciente actividad de las empresas. El BCRA sigue cumpliendo con las metas trimestrales del Programa Monetario, reafirmando el compromiso para generar las condiciones que favorezcan el desarrollo de un horizonte de certidumbre en lo que respecta a las variables monetarias y financieras.

En este escenario, en los últimos meses el nivel de actividad del sistema financiero argentino muestra un mayor ritmo de crecimiento, aunque en perspectiva la profun-

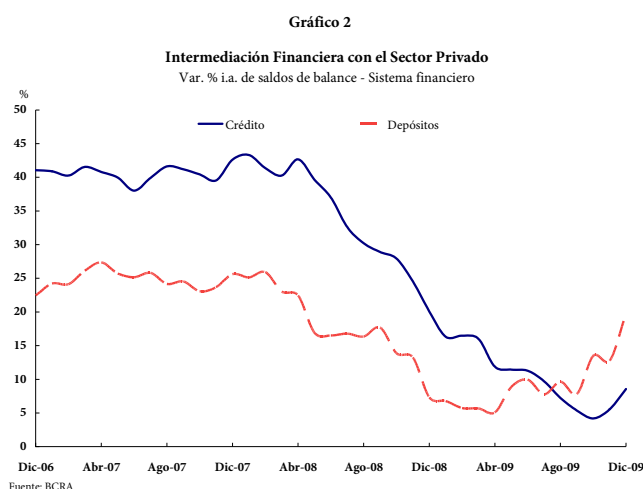
did del sistema financiero sigue siendo reducida (el crédito al sector privado es equivalente a casi 12% del PIB). Con este horizonte, el BCRA promueve la profundización del mercado de crédito a las empresas y las familias a través de distintas herramientas.

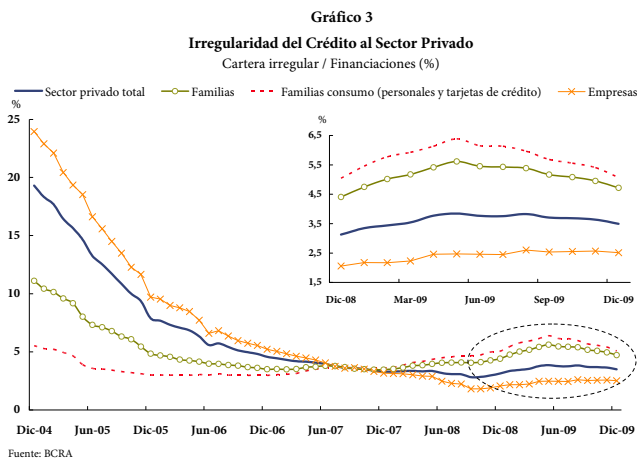
Las entidades financieras continúan registrando mejoras en la composición de sus balances, tanto desde el punto de vista del activo con el fortalecimiento del crédito al sector privado y de la liquidez, como del pasivo con la profundización de la participación de los depósitos en el fondeo total. Más aún, en el cierre de 2009 se canceló la totalidad de las obligaciones del último banco que mantenía deudas en concepto de redescuentos otorgados por el BCRA durante la crisis de 2001-2002.

La configuración de los riesgos asumidos por los bancos en su actividad de intermediación financiera habitual sigue siendo moderada, contando con niveles de solvencia (en torno a 19% de los activos ponderados por riesgo) que les permitirían amortiguar una eventual materialización de alguno de ellos. En particular, en los últimos dos años la consolidación de la solvencia del sector se encuentra cimentada en las ganancias devengadas, obtenidas principalmente en la actividad de generación crediticia.

Las entidades financieras mantienen una robusta posición frente al riesgo de liquidez, sosteniendo sus niveles de activos líquidos en un marco de menor volatilidad de las tasas de interés. Esta evolución se ve fortalecida por la consolidación de los depósitos del sector privado como la principal fuente de fondeo del sector y por el gradual incremento en los volúmenes operados en los mercados interfinancieros. A este contexto se suma la posibilidad del BCRA de accionar como prestamista de última instancia en moneda local ante eventuales *shocks* que generen riesgos sistémicos, consolidando la posición de los bancos frente al riesgo de liquidez.

El riesgo de crédito del sector privado asumido por los bancos mejoró en los últimos meses. El desempeño de la actividad económica local sumada a los moderados niveles de endeudamiento de las empresas favorece la capacidad de pago y se refleja en la baja morosidad de las firmas. Por su parte, las perspectivas positivas sobre el mercado laboral y la recomposición de los salarios contribuyen a apuntalar la capacidad de pago de los hogares. El crecimiento de la morosidad de las líneas para consumo de los hogares comenzó a revertirse a mediados de 2009. En este contexto, las entidades financieras siguen manteniendo una considerable cobertura con provisiones de la cartera de préstamos en situación irregular. De cara al resto de 2010 se prevé que tanto las empresas





como las familias incrementen su demanda de financiamiento bancario, manteniendo su capacidad de pago, en un contexto de niveles de endeudamiento moderados.

La exposición de los bancos al sector público se mantiene acotada, incluso teniendo en cuenta el incremento de los últimos meses. El sector público continúa siendo un acreedor neto del sistema financiero, dado que el nivel de depósitos oficiales en la banca supera a los préstamos al sector y a las tenencias de títulos públicos. El sector público seguiría manteniendo una buena capacidad de pago en los próximos períodos, recogiendo los efectos de la mayor actividad económica y del dinamismo del comercio exterior sobre los ingresos tributarios. En el mismo sentido operan los avances en términos de la reestructuración de la deuda elegible no ingresada al canje de 2005, permitiendo así un mayor y mejor acceso a los mercados internacionales de deuda.

Como resultado de una menor volatilidad cambiaria y de la reducción del descalce de moneda extranjera, los bancos disminuyen su exposición al riesgo de moneda. Más aún, la reducida proporción de créditos al sector privado denominados en divisas, canalizados a los sectores transables de la economía, permite mantener acotado el riesgo de crédito vinculado a eventuales fluctuaciones en el tipo de cambio nominal. Por su parte, la reducción del nivel y la volatilidad de las principales tasas de interés, permite mantener la posición del conjunto de entidades financieras frente al riesgo de tasa. En el mismo sentido, el descalce de partidas ajustables por CER continuó cayendo, principalmente debido a los canjes instrumentados por el Gobierno a lo largo de 2009, acotando aún más la exposición a este riesgo.

El BCRA dio impulso al mercado de futuros de tasas de interés, participando desde septiembre pasado a través de la “función giro”, incorporándose recientemente la misma práctica para las operaciones de *swaps* de tasas de interés. Estas iniciativas deberían contribuir a la creación de una referencia para la estructura temporal de tasas de interés en moneda local de mediano y largo plazo, estimulando el otorgamiento de préstamos a tasa fija con plazos más extensos.

En línea con el crecimiento de la actividad de intermediación, se observan algunos avances respecto de la cobertura geográfica en términos de la infraestructura para la provisión de servicios bancarios, especialmente en términos de la distribución de los cajeros automáticos. No obstante, el BCRA considera que existe un amplio margen para lograr una efectiva extensión tanto regional como socioeconómica del uso de los servicios financieros.

Tabla 1
Indicadores de Solidez del Sistema Financiero

En %	2001 Promedio	2008 Diciembre	2009 Junio	2009 Diciembre
Liquidez				
.. (Activos líquidos + Tenencia de Lebac y Nobac) / Depósitos totales	21	40	41	41
Riesgo de crédito del sector privado				
.. Crédito / Activos totales	40	39	39	38
.. Irregularidad de la cartera	15,7	3,1	3,7	3,5
.. Previsiones / Cartera irregular	66	132	118	126
Riesgo de moneda				
.. (Activos ME - Pasivo ME + Compras netas a futuro sin entrega) / PN	66	48	54	38
Pasivos				
.. Depósitos totales / Pasivos	60	77	77	80
.. ON, OS y líneas de crédito del exterior / Pasivos	12	4	3	3
.. Redescuentos / Pasivo totales	2	1	1	0
Apalancamiento y Solvencia				
.. Activos / PN	8,7	8,4	8,2	8,0
.. Integración de capital / APR	21,1	16,8	16,8	18,6

Fuente: BCRA

Paulatinamente siguen diversificándose las herramientas disponibles para efectuar pagos en la economía, verificándose un crecimiento en la participación de los medios electrónicos que permiten una mayor eficiencia en las transacciones. En este marco, crece la compensación de cheques con una disminución de los rechazos por falta de fondos. Asimismo, el BCRA está avanzando en el proyecto de Compensación Federal Uniforme (CFU) con el objetivo de estandarizar la totalidad de los documentos compensables.

El contexto de expectativas económicas positivas para los próximos meses hace prever que el mapa de riesgos del sistema financiero se mantendría sin cambios de magnitud, en un marco de consolidación del dinamismo de la intermediación con empresas y familias. En este escenario, el BCRA avanzará en su accionar a fin de resguardar las condiciones de estabilidad sistémica, al tiempo de propender a una mayor profundidad del crédito y a una extensión del acceso a los servicios financieros a un conjunto más amplio de empresas y familias.

I. Entorno Internacional

Síntesis

La actividad económica global continúa recuperándose. El crecimiento mundial se ubicaría en torno a 3,4% en el año, impulsado por los países emergentes, mientras que en las economías desarrolladas se verificaría un mayor dinamismo de EEUU respecto a la Zona Euro. No obstante, persisten riesgos asociados al aún elevado desempleo y al deterioro de las finanzas públicas de los países desarrollados, profundizado por las medidas anticíclicas adoptadas en el marco de la crisis.

Aunque con menor intensidad, se espera que los países avanzados continúen con parte de las políticas de estímulo hasta tanto no se consolide el proceso de recuperación económica. Algunas economías emergentes, por su parte, comenzaron a revertir parte de estas medidas en respuesta al desempeño de la actividad económica y, en menor medida, ante ciertas presiones inflacionarias.

Los precios de las materias primas evidenciarían un sesgo levemente alcista en el año. Se prevé que a lo largo de 2010 se registre cierta aceleración de la inflación a nivel global, afectando más en términos relativos a las economías emergentes mientras que en los países avanzados se mantendría en la zona considerada aceptable por sus autoridades.

Apoyados en las medidas de estímulo monetarias y fiscales implementadas por los países desarrollados, los mer-

cados financieros internacionales mantienen las mejoras obtenidas desde inicios de 2009.

Los spreads de crédito interbancario recuperan los niveles previos a la crisis, pero con volúmenes operados aún reducidos.

Los principales bancos centrales comenzaron a diagramar eventuales cambios en el sesgo de la política monetaria, en el marco de las discusiones sobre las estrategias de salida de las medidas tomadas ante la crisis. No obstante, este escenario no está exento de vulnerabilidades, tal como se evidenció a partir del episodio crediticio del holding estatal Dubai World y de los problemas fiscales en Grecia.

La consolidación de la recuperación reavivó el apetito por activos de mayor riesgo, reimpulsando el ingreso de capitales en economías emergentes. Este escenario contribuyó a dinamizar la colocación de deuda soberana y corporativa, en un escenario de amplia liquidez y menores costos de fondeo.

En un contexto de mejoras en el desempeño económico, los sistemas financieros de América Latina registran una moderada actividad respecto a años anteriores, si bien se prevé que a partir de los elevados niveles de solvencia y liquidez gane dinamismo la intermediación financiera, manteniendo un espectro de riesgos acotados.

Gráfico I.1

PIB Real
Variación i.a.

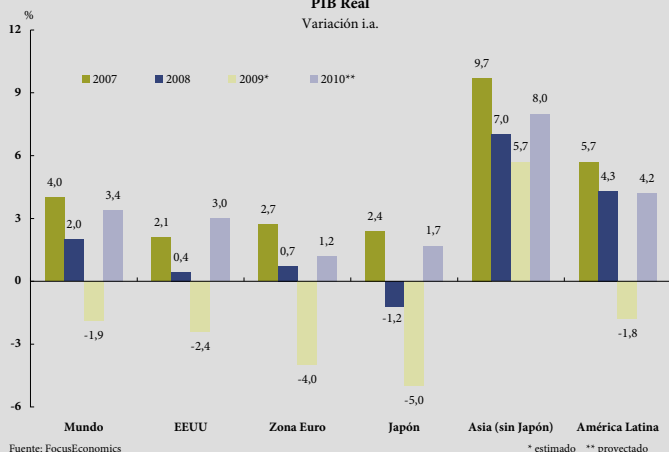
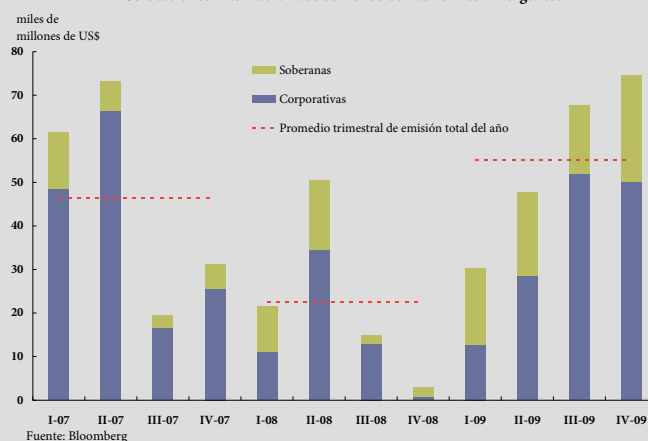


Gráfico I.2

Colocaciones Internacionales de Bonos de Economías Emergentes



I.1 Coyuntura internacional

La actividad económica mundial continuó recuperándose, aunque persisten riesgos a la baja

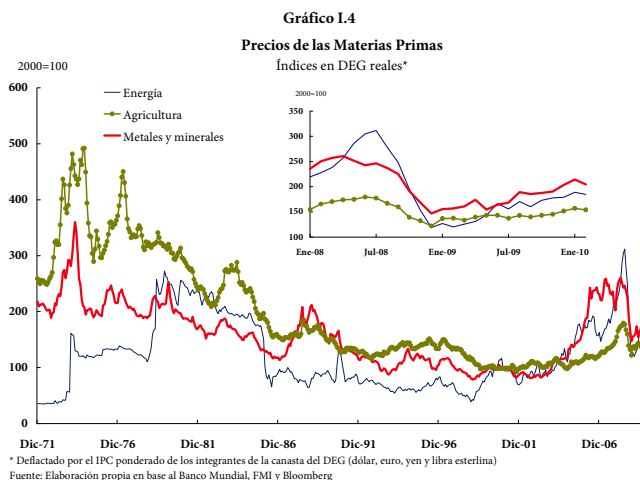
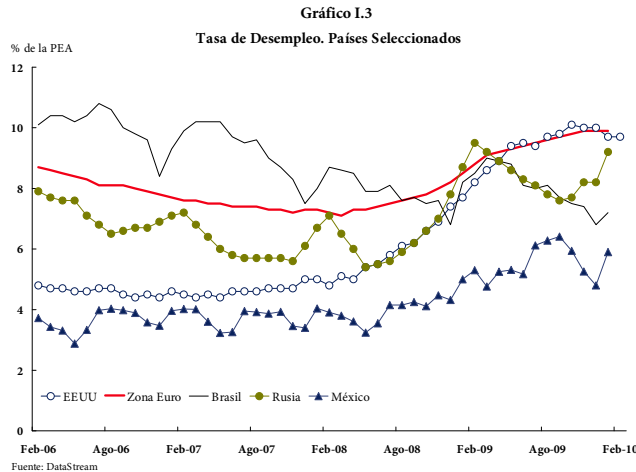
Durante los últimos meses de 2009 y comienzos de este año la actividad económica global siguió expandiéndose, impulsada por los países emergentes, principalmente China e India. En 2009 el PIB mundial se habría contraído en torno a 1,9%, proyectándose una expansión de 3,4% en 2010. Luego de la caída de casi 3,4% en el producto de los países avanzados durante el año pasado, se prevé un crecimiento de 2,1% en 2010. Las economías emergentes crecerían alrededor de 6%, cerca de 4,3 p.p. más que en 2009 (ver Gráfico I.1).

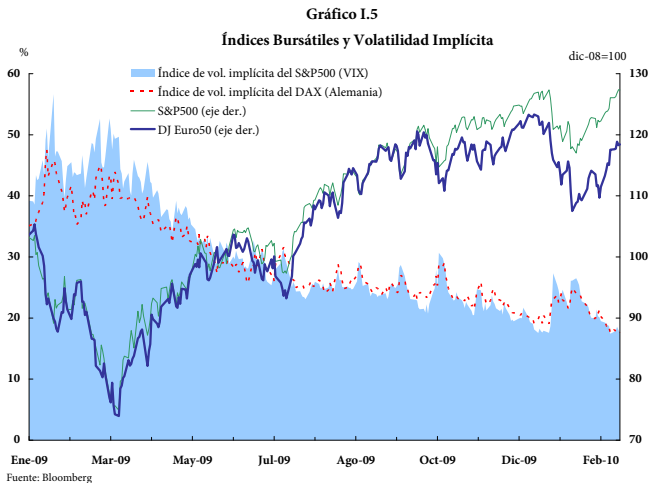
Aún permanecen ciertos riesgos en el escenario de crecimiento económico mundial debido al elevado desempleo en los países desarrollados (ver Gráfico I.3), a la falta de una completa normalización del sistema financiero internacional, y al reciente deterioro de las finanzas públicas de algunas economías avanzadas. Estos condicionantes, combinados con cierta incertidumbre sobre la sustentabilidad de la recuperación, dieron lugar a una mayor volatilidad en las plazas financieras en el primer bimestre de 2010.

Luego de la fuerte recuperación de los precios de las materias primas a comienzos de 2009, las cotizaciones mantuvieron una leve tendencia alcista. El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que refleja la evolución de los precios de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas, aumentó 26,2% i.a. en 2009, acumulando una leve disminución en lo que va de 2010 (ver Gráficos I.4 y II.7). En un escenario de recuperación global, se prevé que los precios de las materias primas tengan un sesgo levemente alcista.

Si bien en la segunda mitad de 2009 la inflación global fue mayor que en el primer semestre, el año cerró por debajo de 2008. Durante 2010 se espera que el promedio mundial de aumento de los precios se ubique en torno a 2,5%. Los emergentes enfrentarían mayores presiones inflacionarias debido a la evolución del precio de las *commodities* y a la presión de la demanda agregada. Los países avanzados también registrarían cierta aceleración de la inflación, aunque se mantendrían dentro de los niveles considerados aceptables por sus autoridades.

Los países avanzados y emergentes continuaron aplicando políticas monetarias y fiscales de estímulo. No obstante, algunos emergentes comenzaron a revertir recientemente parte de las medidas anticíclicas, como resultado del mejor desempeño económico y de ciertas presio-





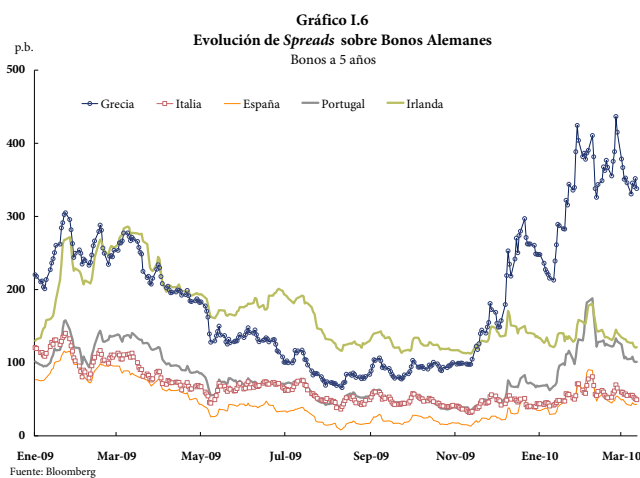
nes inflacionarias. Si bien las economías avanzadas también comenzaron este proceso, se prevé que sus autoridades mantengan gran parte de las medidas expansivas hasta tanto no se consolide la recuperación.

El uso de medidas de estímulo fiscal en cierta medida afectó el resultado de las finanzas públicas de algunas economías de la Zona Euro, dando lugar a temores en torno a los riesgos de *default* y a los posibles efectos de contagio (lo que, a su vez, afectó al euro).

Por su parte los países que generaron mayor preocupación a inicios del año fueron Grecia, Portugal, España, Italia e Irlanda (ver Apartado 1). Actualmente se discute si estas economías podrán seguir financiándose a través del mercado o si requerirán de apoyo financiero de la Unión Europea u organismos internacionales (en tal sentido, se está avanzando en negociaciones para casos específicos como el de Grecia).

Los mercados financieros internacionales mantienen importantes mejoras con respecto al pico de la crisis, aunque al principio de 2010 se verificó cierto incremento de la volatilidad

Los mercados financieros internacionales continúan con el proceso de recuperación iniciado a principios de 2009. Las cotizaciones de los activos de mayor riesgo registran importantes avances con respecto a los pisos relativos de 2008-2009, apoyadas en las medidas de estímulo que lograron pleno efecto en la segunda mitad de 2009 y en la normalización de las expectativas (ver Gráfico I.5).



Hasta fines de 2009 siguieron mejorando las cotizaciones y cayendo la volatilidad en los mercados desarrollados. Esta evolución no estuvo exenta de incertidumbre, como la originada en las correcciones de precios en los índices bursátiles chinos y por el episodio crediticio del *holding* estatal Dubai World. La mayor incertidumbre acerca del momento y la forma de salida de las políticas de estímulo, sumada a las propuestas oficiales de cambios regulatorios en EEUU, dieron lugar a una ampliación de la volatilidad y a un freno en la tendencia positiva en las cotizaciones en el primer bimestre de 2010. A esto se sumó la preocupación en torno al déficit fiscal y las necesidades de financiamiento en economías periféricas de la Zona Euro (ver Gráficos I.6 y A.I.1).

En lo que respecta específicamente a los índices bursátiles de los países desarrollados, luego de la recomposición de las cotizaciones, éstos desaceleraron el ritmo de mejora, y se redujeron los volúmenes transados. La volatilidad esperada en los mercados descendió hasta diciembre, y se revirtió en el comienzo de 2010. Mientras que la

Gráfico I.7
Rendimientos de Treasuries y Expectativa de Inflación Implícita

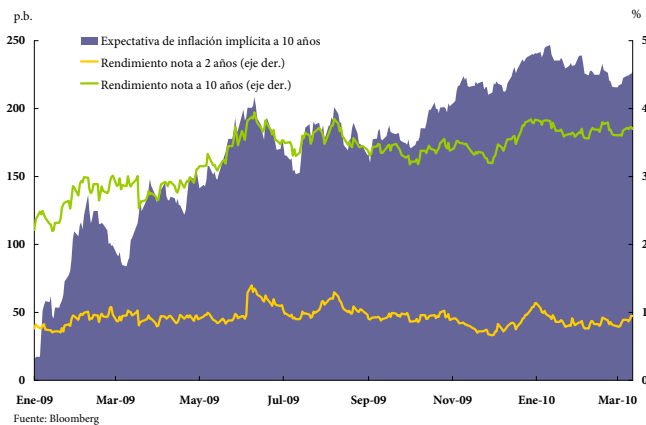


Gráfico I.8
Subastas del Tesoro de EEUU
Treasuries entre 2 y 30 años

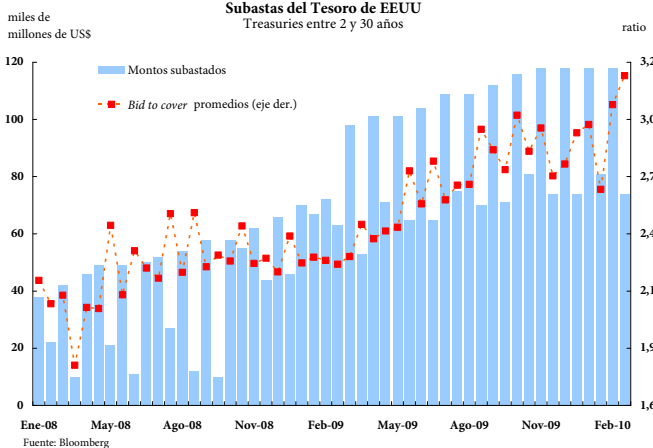
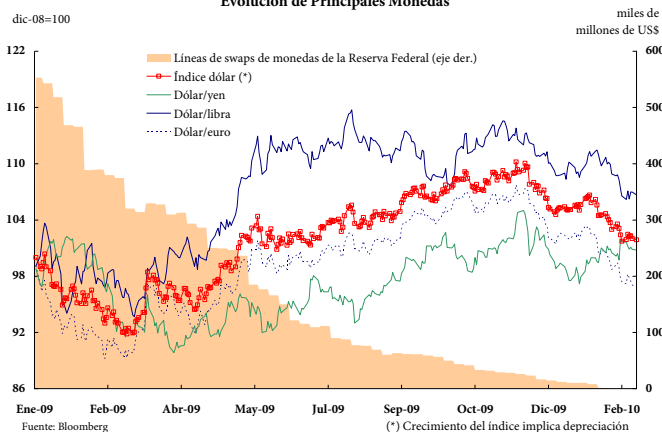


Gráfico I.9
Evolución de Principales Monedas



evolución de los índices en la segunda parte de 2009 había sido homogénea entre regiones, la reversión de enero – febrero fue más intensa para los mercados europeos.

Las tasas de interés de referencia permanecieron en niveles históricamente bajos, sosteniendo el escenario de amplia liquidez

Los rendimientos de los títulos del Tesoro de EEUU tendieron a ampliarse en el cierre de 2009 (ver Gráfico I.7), ante las dudas sobre la capacidad de sostener un ritmo de colocación fuerte y creciente en el futuro si se mantiene el sendero de déficit (ver Gráfico I.8).

Los principales bancos centrales desaceleraron y luego comenzaron a levantar sus programas excepcionales de provisión de liquidez (al tiempo que las entidades bancarias, por su parte, avanzaban en la cancelación de sus deudas), pasando a diagramar eventuales cambios en el sesgo de la política monetaria. La situación de menor tensión en los mercados y la mejora patrimonial de las entidades financieras configuraron el marco para empezar a discutir las estrategias de salida. La Fed dio por concluida la mayoría de sus facilidades de liquidez, comenzando a programar la finalización de sus esquemas de compras de activos, y a fines de febrero incrementó la tasa de interés de su ventanilla de descuento. El BCE puso fin a su línea excepcional de provisión ilimitada de liquidez a un año, mientras que el BoE mantuvo en pausa sus objetivos de expansión cuantitativa.

El dólar sostuvo un sendero de depreciación respecto al resto de las principales monedas durante buena parte de 2009, a medida que perdía fuerza la demanda por descuentos en esa moneda, se mantenían las perspectivas de amplia liquidez y se debilitaba la aversión al riesgo en los mercados (ver Gráfico I.9). La tendencia a la caída del dólar comenzó a modificarse hacia fines de 2009, cuando se intensificaron los episodios de incertidumbre en torno a Dubai y Grecia (lo cual pudo haber impulsado el desarme de operaciones de *carry trade*).

Se normaliza el crédito interbancario en las economías desarrolladas

El crédito interbancario se vino desenvolviendo en un contexto de *spreads*¹ acercándose a niveles previos a la crisis, pero aún con volúmenes bajos. En EEUU y Europa estos descensos se produjeron a medida que se fortalecían los efectos positivos de los programas de sustento gubernamentales y que caía la percepción de nuevas dis-

¹ *Spreads* entre tasas LIBOR US\$ a 3 meses y de *swaps* a igual plazo. Para Europa, Euribor 3 meses y la Libor en libras a 3 meses.

Gráfico I.10
Evolución Índices MSCI (Renta Variable)

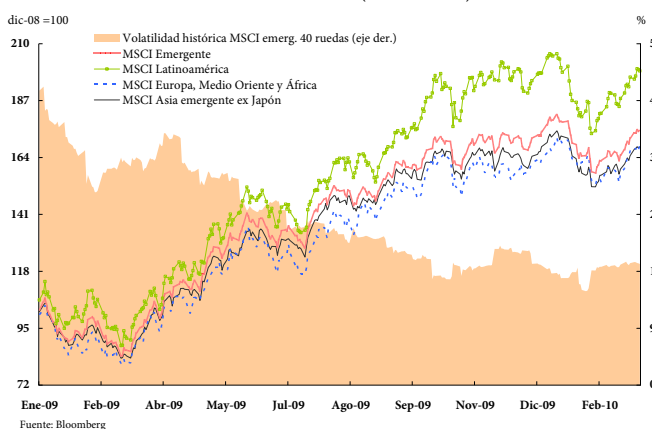


Gráfico I.11
Índices de Spread de Deuda Emergente (CDS)

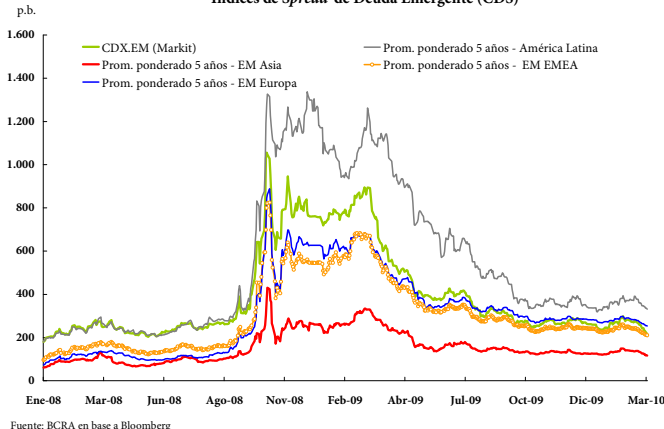
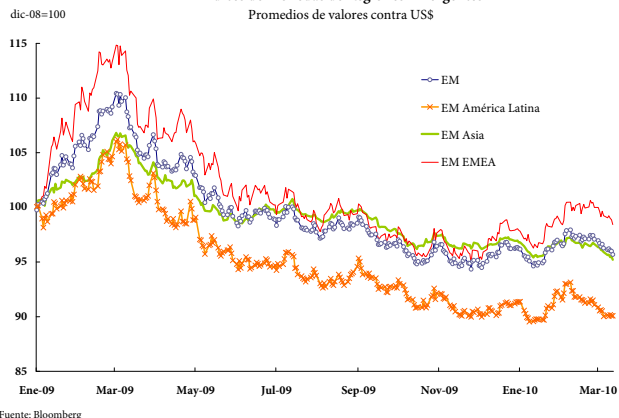


Gráfico I.12
Índices de Monedas de Regiones Emergentes
Promedios de valores contra US\$



rupciones de bancos de importancia sistémica. Los volúmenes operados en los mercados interbancarios siguen deprimidos, alrededor de 40% por debajo de los verificados con anterioridad a la crisis de Lehman Brothers.

Las entidades financieras de los países desarrollados siguen logrando mejoras en su posición de capital, llevándolas gradualmente a prescindir de la asistencia gubernamental. Las grandes instituciones financieras en EEUU siguieron cancelando obligaciones en el marco del TARP², mientras que en Europa varias entidades en problemas fueron reestructuradas (utilización del esquema de banco malo/bueno). La evolución del crédito bancario minorista en EEUU aún tiene sesgo negativo, en un entorno de cierta incertidumbre en relación al deterioro de la calidad crediticia -en un marco de desempleo aún alto- y ante estándares más restrictivos de otorgamiento de créditos por parte de los bancos. Cabe considerar que aún existe cierta incertidumbre sobre el desempeño de los sistemas financieros de las economías desarrolladas frente a eventuales cambios en la política monetaria (riesgo de tasa de interés), así como ante los avances en la reconfiguración de los marcos regulatorios.

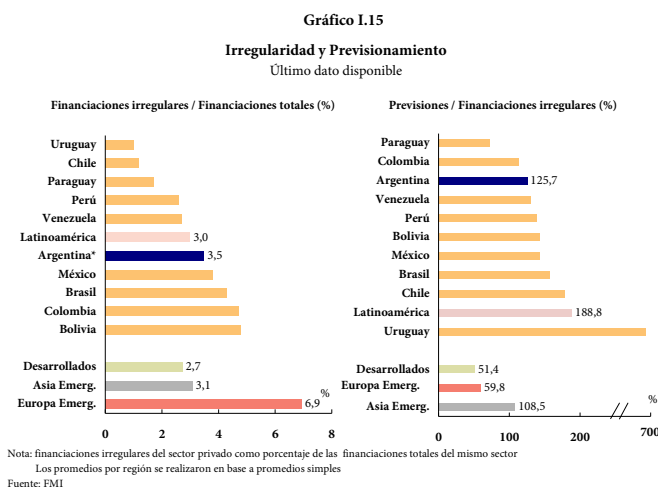
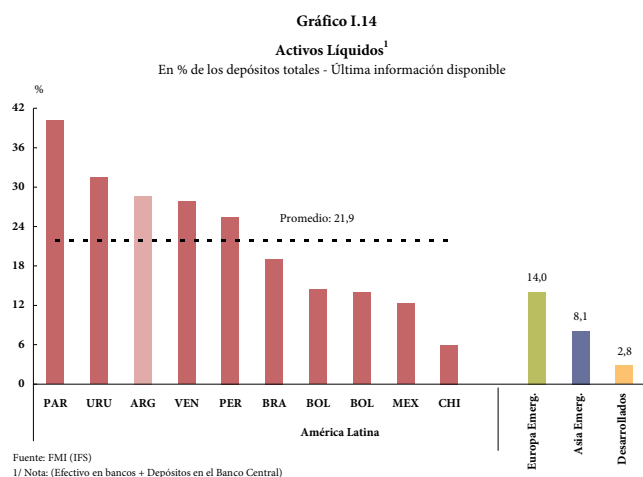
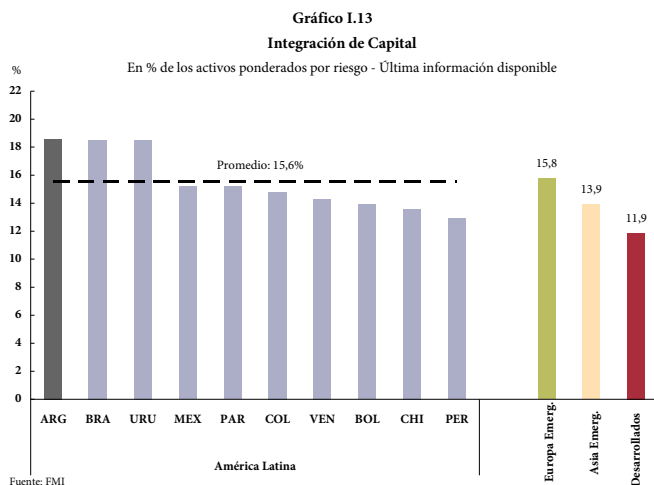
La recomposición del apetito por activos emergentes dinamizó la colocación de deuda soberana y corporativa

La consolidación de la recuperación también alcanzó a los activos de las economías emergentes. Se observó una apreciación de los índices bursátiles del orden de 30% en la segunda parte del año pasado, si bien en el inicio de 2010 la incertidumbre llevó a cierto deterioro en las cotizaciones (ver Gráfico I.10). El resurgimiento de los flujos de capitales, en un contexto de debilitamiento de la búsqueda de refugio en activos de economías desarrolladas, contribuyó a la mejora en los precios de las acciones y de los mercados de deuda. En este marco, los diferenciales de deuda soberana emergente siguieron en descenso (ver Gráfico I.11). La mejora en la liquidez y los menores costos de fondeo ayudaron a que tanto empresas como gobiernos aprovecharan la situación para dinamizar las operaciones de emisión de deuda³ (ver Gráfico I.2). No queda en claro si las recientes catástrofes naturales en países de la región, y los esfuerzos por parte de los organismos multilaterales para financiar la reconstrucción de infraestructura, podrían desplazar financiamiento obligando a ciertos gobiernos a incrementar su fondeo a través de los mercados.

Las monedas de los países emergentes se apreciaron contra el dólar la segunda mitad de 2009 en línea con el

² *Troubled Asset Relief Program.*

³ Con una importante presencia de operaciones en América Latina, el total de emisiones alcanzó más de US\$200 mil millones en 2009.



regreso de los flujos de capitales y del mayor apetito por riesgo (ver Gráfico I.12). En el inicio de 2010 esta tendencia se vio interrumpida (principalmente por las dudas sobre los fundamentos de las cotizaciones y por las turbulencias en Europa –ver Apartado 1) aunque a partir de febrero se retomaba la apreciación.

I.2 Sistemas bancarios de Latinoamérica

Los sistemas financieros latinoamericanos continúan mostrando una situación de relativa solidez

Los sistemas financieros latinoamericanos continúan mostrando una posición robusta, en un contexto en el que las economías de la región se recuperan de los efectos de la crisis internacional a un ritmo más dinámico que otras regiones. El buen desempeño macroeconómico de los últimos años sumado a las medidas en materia financiera oportunamente adoptadas por la mayor parte de los países de la región, permiten mantener adecuados niveles de solvencia y liquidez (ver Gráficos I.13 y I.14).

Los países de América Latina comenzaron a recibir un importante flujo de capitales que permite aumentar la liquidez de los mercados y mejorar, en cierta medida, la obtención de fondeo. Este movimiento estuvo explicado por el renovado apetito por el riesgo emergente, sumado al mejor desempeño en relación a otras regiones. Aún no se observa una marcada recuperación del crédito transnacional otorgado por bancos globales, ni de las financiamientos concedidos por filiales de bancos internacionales.

La actividad de intermediación con el sector privado continúa creciendo a un ritmo moderado respecto a períodos anteriores, en un contexto en el cual el riesgo de crédito permanece en niveles acotados (ver Gráfico I.15). Se prevé que los riesgos enfrentados por los bancos de la región disminuyan gradualmente, en la medida en que el incremento del nivel de actividad se traduzca en una mayor capacidad de pago del sector privado. La posición de los bancos de la región frente al riesgo de crédito se refleja en elevados ratios de cobertura de los créditos irregulares con provisiones.

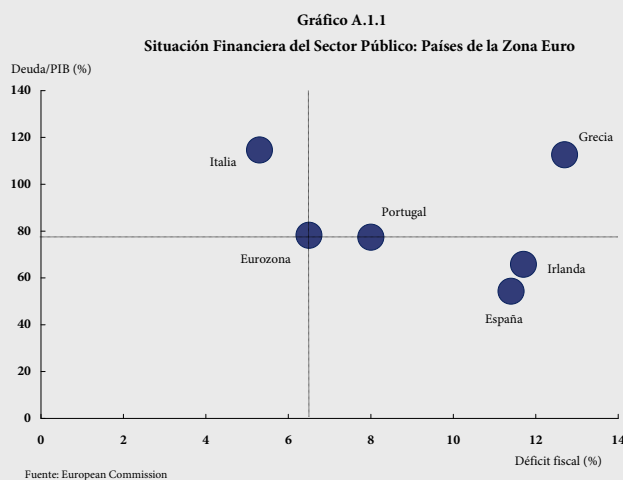
La solidez de las variables fundamentales de los sistemas financieros latinoamericanos, sumada a la recuperación económica de la región, permiten augurar un incremento del dinamismo en la intermediación financiera, aunque la debilidad de las economías avanzadas sigue representando una fuente potencial de vulnerabilidad.

Apartado 1 / Economías Periféricas de la Zona Euro, Riesgo Soberano y Situación de los Mercados Internacionales

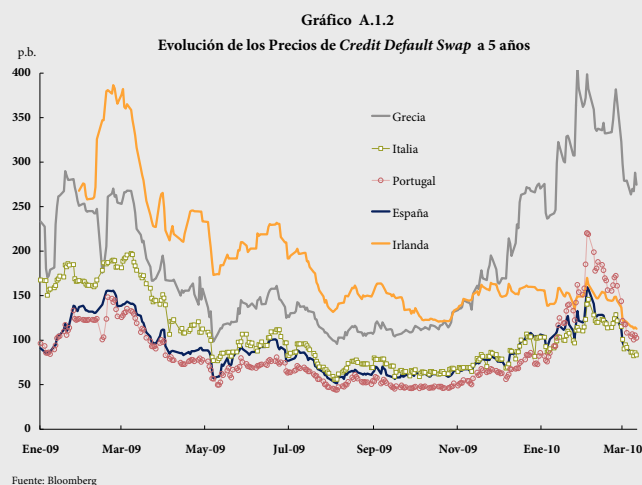
En los últimos meses se desató un clima de creciente incertidumbre con respecto a la situación de ciertas economías de la Zona Euro con altos déficit fiscales y eventuales problemas para financiarse. El caso de Grecia es el más emblemático, aunque también se erosionaron las cotizaciones de los instrumentos de deuda de economías como España, Portugal e Italia. Esto terminó produciendo cierto resurgimiento de la volatilidad en los mercados internacionales y generando presión sobre el euro. Si bien hubo señales positivas (anuncio de eventual apoyo por parte de la Comunidad Europea a Grecia y colocaciones exitosas de países con situación comprometida), se espera que los mercados mantengan un tono más selectivo, con la atención puesta en la evolución del riesgo soberano (empleo, actividad) y la posibilidad de un eventual incremento generalizado en la aversión al riesgo

deterioro en las cotizaciones de los activos de mayor riesgo relativo.

La preocupación se concentró en la situación de Grecia, un país con un déficit fiscal considerable⁴, altos ratios de endeudamiento y fuertes necesidades de financiamiento en el corto plazo⁵ (con bancos locales en una posición más débil para financiar al gobierno). En un contexto de bajo crecimiento y con restricciones en lo que respecta a su política monetaria y de tipo de cambio⁶, surgieron temores acerca de la posibilidad de que se dificulte el repago de las deudas existentes. En un movimiento de contagio por asociación, la desconfianza terminó afectando a otras economías de la Zona Euro (Portugal, España y, en menor medida, Irlanda e Italia), con indicadores fiscales y de deuda que se ubican debajo del promedio de la eurozona (ver Gráfico A.1.1).



A raíz del episodio de dificultades de pago del consorcio Dubai World (a fines de 2009) se generó un clima de cautela a nivel global, con inversores tendiendo a una estrategia más selectiva. En este contexto, se vio erosionada la confianza con respecto a economías más comprometidas en materia fiscal y de necesidades de financiamiento a ser cubiertas en los mercados internacionales, con particular acento en diversos casos de la Zona Euro (con Grecia como ejemplo emblemático, generando dudas con respecto a países de mayor porte como España, con problemas de desempleo). Esto colaboró con el resurgimiento de la volatilidad en los mercados a principios de 2010 (si bien se mantiene alejada de los picos de tensión de 2008-2009) y cierto



Las dudas crecientes se vieron reflejadas en un fuerte incremento en los *spreads* de la deuda de las economías más comprometidas. Esto incluye tanto a la sobre-tasa con respecto a bonos de menor riesgo percibido (como los bonos del gobierno alemán), como a los *spreads* de los contratos de *credit default swaps* (CDS). Así, los CDS a 5 años para la deuda griega pasaron de casi 100 p.b. a fines del tercer trimestre de 2009 a cerca de 400 p.b. a fines de enero (ver Gráfico A.1.2). Para otras economías afectadas por la incer-

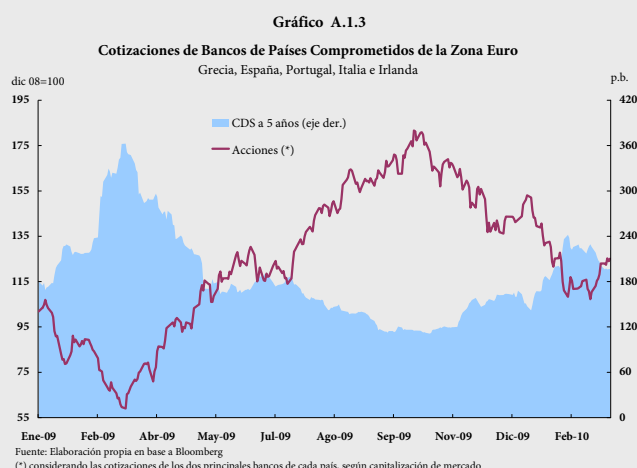
⁴ En noviembre se corrigieron las estimaciones del déficit fiscal para el año 2009 hasta casi 13% del PIB (se esperaba un nivel de 6%-8%).

⁵ El gobierno griego debe colocar deuda por más de €50.000 millones en 2010. De este monto, para enfrentar vencimientos debe conseguir financiamiento por cerca de €20.000 millones en abril-mayo.

⁶ La situación de las economías periféricas de la Zona Euro pone en evidencia los problemas asociados a la existencia de rigidez en materia de política monetaria.

tidumbre en torno a la sustentabilidad de la situación fiscal (Portugal, España e Italia), los *spreads* se ampliaron entre 1- 3,5 veces en el mismo período (aunque se mantienen por debajo de los 250 p.b.).

Las cotizaciones de los principales bancos de estas economías también se deterioraron (ver Gráfico A.1.3), con una merma de casi 20% entre fines de diciembre y fines de febrero⁷ (mientras que el Eurostoxx 600 se contraía un 3%). Los factores que influyeron fueron la exposición al sector público, la posibilidad de que se verifiquen recortes en las calificaciones de deuda⁸ y las perspectivas menos optimistas con respecto a la evolución de las economías (con eventual impacto sobre la capacidad de repago de los deudores bancarios). Por otra parte, no todos los bancos europeos tienen la misma exposición (aunque, en líneas generales, acotada⁹) a la deuda soberana de los países de la Zona Euro en situación más delicada.



Con la preocupación respecto de las economías periféricas de la eurozona, también hubo presión sobre el euro que se depreció casi 10% contra el dólar entre fines de noviembre y fines de febrero. Por un lado, la volatilidad en alza reavivó la búsqueda de refugio en los activos del Tesoro norteamericano. Por otro lado, las dudas en relación a la posición que adoptarían las autoridades de la Unión Europea generaron incerti-

dumbre (con respecto a los efectos que esto podría llegar a tener en términos de riesgo moral y credibilidad de los arreglos de la Zona Euro). Por otra parte, en la medida en que diversas economías tiendan a avanzar hacia una mayor austeridad en el plano fiscal, esto podría llevar a que se mantenga un entorno de tasas de interés bajas en la Zona Euro durante un período de tiempo más prolongado.

La tensión en los mercados tendió a debilitarse hacia fines de febrero y comienzos de marzo. Por un lado las autoridades de la Zona Euro anunciaron que respaldarían a Grecia, al tiempo que se avanzó en las negociaciones en torno al eventual apoyo¹⁰ (que tendría una participación complementaria del FMI). Por otra parte, Grecia dio a conocer nuevas medidas orientadas a reducir su déficit, allanando el camino hacia la instrumentación de un paquete de asistencia concreto. Adicionalmente, Grecia, Portugal y España lograron colocar deuda¹¹ con buenas condiciones.

A pesar de estas mejoras relativas, la deuda de varios países de la Zona Euro sigue bajo presión y no queda en claro cuál será la predisposición de los mercados frente a los vencimientos de los próximos meses. A su vez, subsiste la preocupación sobre la sustentabilidad fiscal en los países desarrollados (afectada por factores coyunturales, como los paquetes de estímulo para enfrentar la crisis, y estructurales, como la problemática asociada a la seguridad social). Esto tendría eventual impacto sobre los rendimientos de la deuda de largo plazo y, por ende, sobre la situación de las entidades financieras. Los temores cobran particular relevancia en un contexto aún marcado por una amplia liquidez (que genera incentivos para fondearse a corto plazo e invertir en activos de mayor plazo y rendimiento) pero con perspectivas de tasas de interés de política monetaria gradualmente en alza en el futuro. Se espera entonces que se mantenga la tendencia hacia una creciente selectividad por parte de los inversores y no se descartan nuevos episodios de ajuste en las cotizaciones de los bonos soberanos y rápido incremento en la aversión al riesgo a nivel global.

⁷ Las cotizaciones de entidades de menor porte se deterioraron aún más. Posteriormente se verificó una mejora.

⁸ La factibilidad de que se verifiquen nuevos *downgrades* para la calificación de la deuda griega (con impacto sobre bancos que usan estos activos como colateral) generaba incertidumbre a fines de febrero. La deuda de largo plazo de Grecia está calificada como BBB+ (S&P) y A2 (Moody's). A fin de marzo desde el ECB se aclaró que se mantendría en 2011 el nivel mínimo crediticio (BBB-) requerido para el colateral exigido en sus líneas de liquidez.

⁹ Según datos del *Quarterly Review* del BIS, los sistemas financieros con mayor exposición a las economías más débiles de la eurozona son los de Francia, Holanda y Alemania.

¹⁰ Por €30.000 millones, a tasa de 5% (por debajo del costo de mercado).

¹¹ Las principales colocaciones en febrero y marzo fueron por €5.000 millones a 10 años y €5.000 a 7 años (Grecia), €3.000 millones a 10 años (Portugal) y €5.000 millones a 15 años (España).

II. Entorno Local

Síntesis

Tras haber quedado atrás lo peor de la crisis internacional, la actividad económica local comenzó a recuperarse en la segunda mitad de 2009. Se prevé que esta tendencia se consolide durante el corriente año, principalmente impulsada por el consumo de las familias. El crecimiento en el nivel de actividad permitiría retomar la dinámica ascendente en el nivel de empleo. El superávit comercial se mantendría elevado, en niveles similares a los de 2009.

Sobre el final del año pasado y el inicio del corriente, la reactivación económica y el aumento de las cotizaciones de los alimentos a nivel internacional y local establecen un nuevo marco de comportamiento de los precios internos. Dentro de las metas del Programa Monetario, durante los últimos meses comenzó un proceso de gradual remonetización de la economía, con reducciones en las tasas de interés BADLAR y en el mercado interbancario.

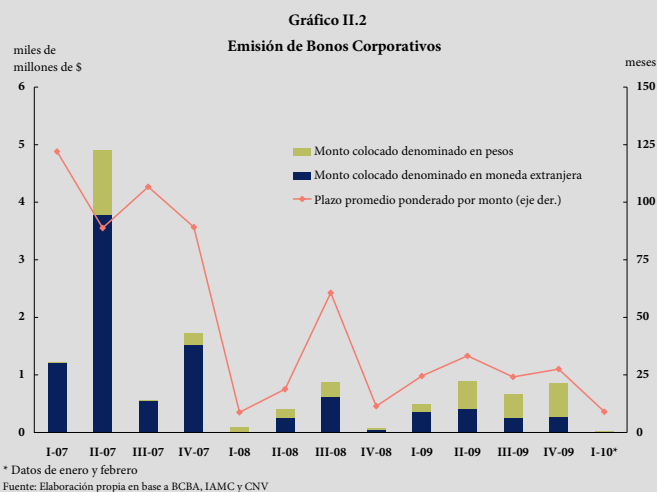
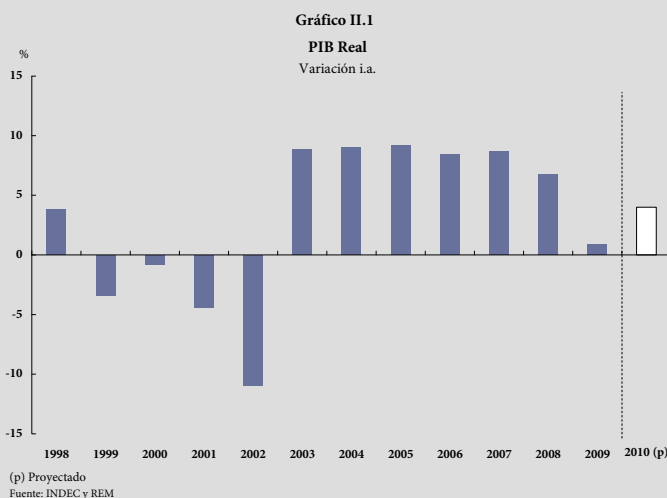
En un escenario de mayor apetito por riesgo emergente, las cotizaciones de los activos de renta fija local se recuperaron, en un entorno aún volátil. Los spreads de riesgo soberano mejoraron con respecto a la primera mitad de 2009, si bien evidenciaron una ampliación transitoria en el primer bimestre de 2010.

Los montos negociados de títulos del gobierno nacional mejoraron en términos interanuales. En el corto plazo el

interés por parte de los inversores se centraría en los avances que tengan lugar en el proceso de reestructuración de deuda elegible no ingresada al canje de 2005, luego de los pasos preliminares para el lanzamiento de la oferta que fueran completados en los últimos días.

El costo del financiamiento para el sector privado se redujo en consonancia con el clima internacional y con la preferencia de los inversores por títulos privados en moneda local. La disminución de costos también se verificó en los fideicomisos financieros, que continúan siendo una importante fuente de financiamiento privado en el mercado de capitales. La emisión de obligaciones negociables se recuperó en la segunda parte de 2009, observándose una ampliación de los plazos de colocación. El fondeo a través del mercado de cheques de pago diferido continúa creciendo, consolidándose como fuente de recursos de pequeñas y medianas empresas. Por su parte, en la última parte de 2009 creció significativamente el volumen de contratos negociados de tipo de cambio a término.

En lo que resta de 2010 el Banco Central continuará desarrollando una política monetaria basada en la construcción de redes de liquidez y en un control de la expansión de los agregados monetarios, mediante la esterilización de la oferta de pesos que exceda a la demanda.



II.1 Coyuntura macroeconómica

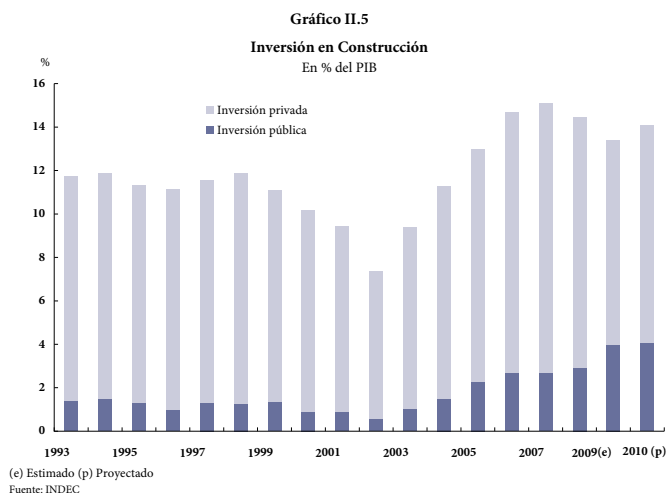
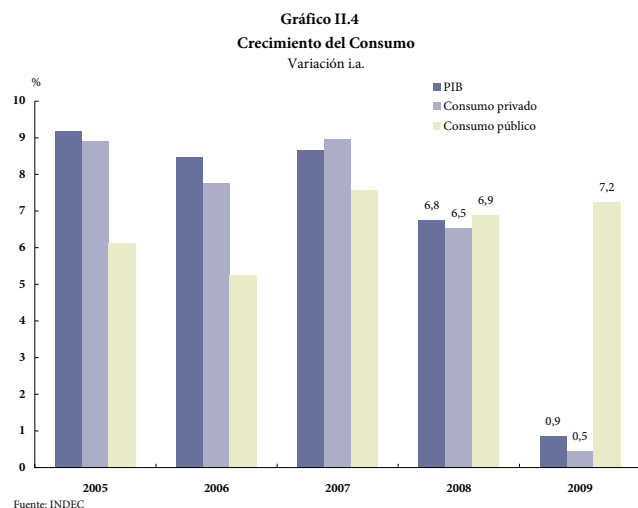
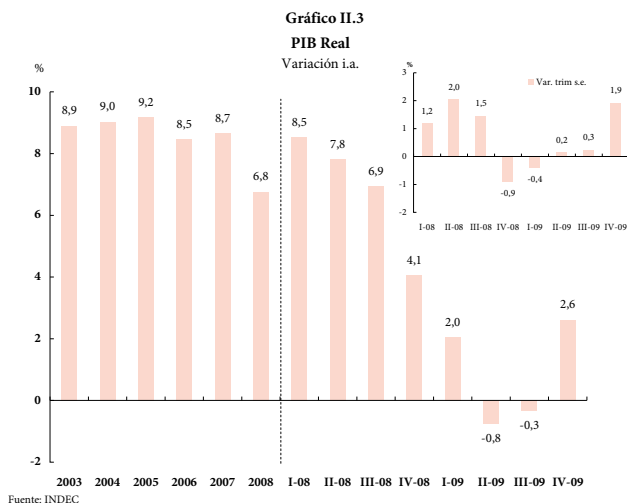
Durante la segunda mitad de 2009 se registraron señales concretas de recuperación económica, proceso que se consolidaría a lo largo de este año

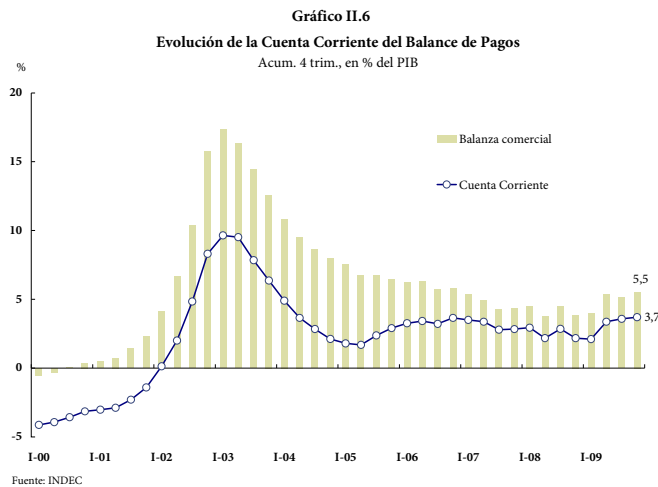
Tras haber quedado atrás lo peor de la crisis internacional, la actividad económica local consolida la recuperación iniciada a mediados de 2009 (ver Gráficos II.1 y II.3). Se observa una mejoría del consumo de los hogares, lo que se mantendría a lo largo del año y brindaría el principal aporte al aumento del PIB. La reacción del consumo interno y de la demanda externa, debido al crecimiento de los principales socios comerciales, continuaría favoreciendo a la industria. Las mejores condiciones climáticas darían lugar a una cosecha agrícola mayor a la de la campaña 2008-2009. La recuperación del consumo y de la oferta agrícola e industrial impulsaría actividades conexas tales como el comercio y el transporte, consolidando el crecimiento reciente (ver Gráfico II.4).

A partir de la menor incertidumbre acerca de los efectos de la crisis internacional sobre el empleo y la actividad económica local, los hogares comenzaron a disminuir los ahorros precautorios y a volcar los recursos excedentes al consumo. Esta tendencia también está impulsada por el gradual incremento del endeudamiento de las familias, junto con las mayores transferencias gubernamentales en jubilaciones y asignaciones familiares, así como el nuevo programa de Asignación Universal por Hijo para Protección Social en ejecución desde fines de 2009. El consumo del sector público continúa contribuyendo al alza del producto.

La inversión en máquinas y equipos se redujo en 2009, mostrando una estabilización en la segunda mitad del año. Se espera que el gasto en bienes de capital se recupere de manera gradual en 2010, a medida que se vaya agotando la capacidad ociosa en varios sectores intensivos en capital que fueron afectados por la crisis internacional. El avance de los proyectos privados de menor envergadura y la creciente inversión pública determinarían un mayor nivel de inversión en construcción (ver Gráfico II.5). En 2009 las exportaciones netas hicieron un aporte positivo al crecimiento del PIB, dado que las importaciones de bienes y servicios cayeron en mayor medida que las ventas externas.

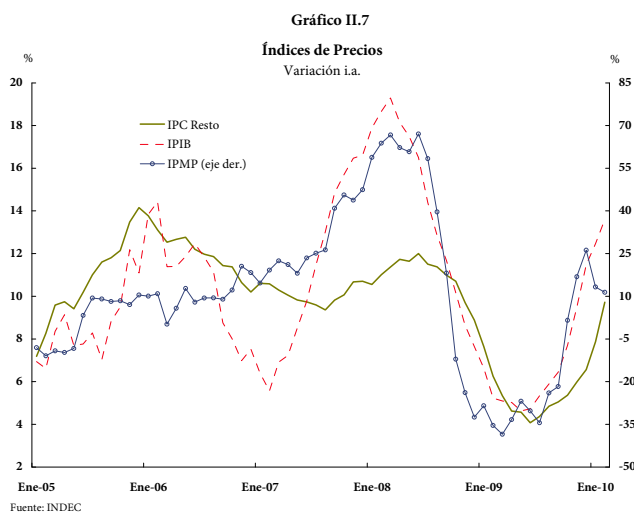
Si bien las exportaciones de bienes disminuyeron en 2009 debido a la retracción generalizada del comercio mundial y a los menores embarques y precios de los granos, las importaciones mostraron una caída aún mayor. De esta manera, el excedente comercial en términos absolutos alcanzó un nuevo récord, contribuyendo a obte-





ner un superávit de Cuenta Corriente de 3,7% del PIB (ver Gráfico II.6). Para 2010 se proyecta una recuperación de las exportaciones impulsada por las mayores ventas de productos agrícolas primarios y manufacturados, como también de bienes industriales. Las importaciones crecerían más que la expansión de las ventas externas, principalmente por las compras de bienes de consumo, insumos industriales y energía. El resultado comercial de mercancías continuaría impulsando el desempeño de la Cuenta Corriente, que alcanzaría este año el noveno período consecutivo en terreno positivo, hecho inédito en la historia de nuestro país.

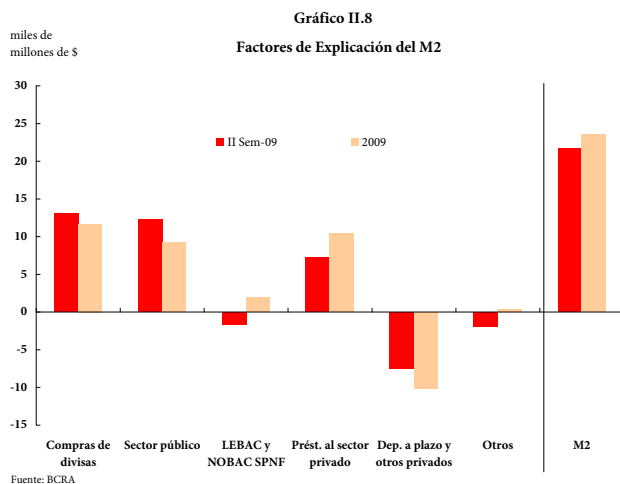
Las expectativas del mercado laboral comienzan a tornarse más positivas, previéndose un incremento de la demanda de trabajo a lo largo del año que permitiría revertir la leve alza de la desocupación registrada hasta el tercer trimestre de 2009.



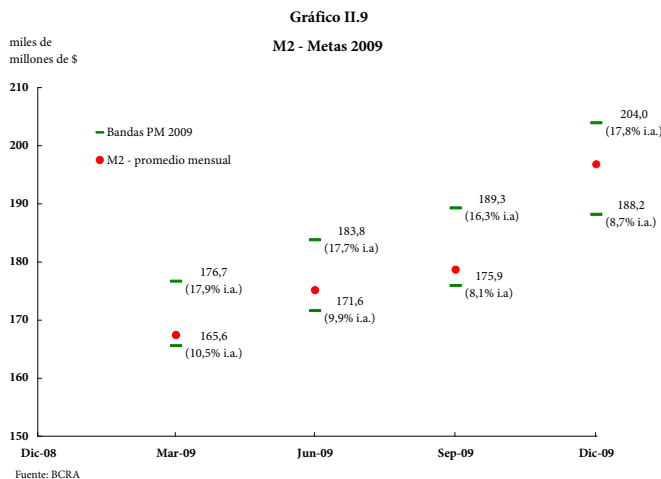
Sobre el final de 2009 y el inicio de 2010 la reactivación económica y el aumento de las cotizaciones de los alimentos a nivel internacional y local establecen un nuevo marco de comportamiento de los precios internos (ver Gráfico II.7).

A lo largo de la segunda parte de 2009 comenzó un proceso de gradual remonetización de la economía

En la segunda parte de 2009 los medios de pago del sector privado crecieron \$20.100 millones (13,8%), lo que conformó la mayor parte del aumento semestral del M2 total de \$21.700 millones (12,4%). Entre los principales factores que explicaron la expansión del M2 se destacaron las compras de divisas del Banco Central en el mercado (ver Gráfico II.8), ante un sector privado no financiero que pasó a ser oferente neto de divisas a partir de agosto. Otro factor que contribuyó al crecimiento de los medios de pago fue el crecimiento de los préstamos al sector privado (ver Capítulo IV).



El incremento de los depósitos a plazo del sector privado influyó en una menor expansión del M2 en la segunda parte de 2009. Desde julio las colocaciones a plazo del sector privado en moneda local comenzaron a mostrar un renovado dinamismo tanto en el segmento minorista como mayorista, reflejando la gradual recomposición en la demanda de moneda doméstica. El aumento semestral de los depósitos del sector privado y del circulante en poder del público explicó casi la totalidad del crecimiento del agregado en pesos más amplio (M3), ya que los depósitos del sector público registraron una leve disminución semestral. Así, el M3 acumuló un crecimiento de 9,9% en el segundo semestre de 2009, totalizando un aumento anual de 11,3% a lo largo del año.



Durante la segunda parte de 2009 el Banco Central redujo en 1,5 p.p. las tasas de interés de pasivos y activos, discontinuando los plazos de operaciones a 14, 21 y 28 días que se habían establecido transitoriamente en 2008 ante a la profundización de la crisis internacional. Las principales tasas de interés de corto plazo del mercado monetario alinearon su trayectoria al nuevo corredor establecido por el Banco Central: tanto la tasa de interés del mercado interbancario de bancos privados como la BADLAR se redujeron en los últimos meses (ver Gráfico V.7).

Como ocurrió en períodos previos, se siguieron cumpliendo las metas del Programa Monetario (PM) en los dos últimos trimestres de 2009 (ver Gráfico II.9). En diciembre los medios de pago totales (M2) se ubicaron en \$196.890 millones en promedio (13,7% i.a.), en tanto que los medios de pago privados (M2 privado) registraron un saldo promedio de \$165.750 millones (15,9% i.a.) en diciembre, encontrándose también dentro del rango establecido como meta en el PM 2009 (9,8% i.a. - 18,9% i.a.).

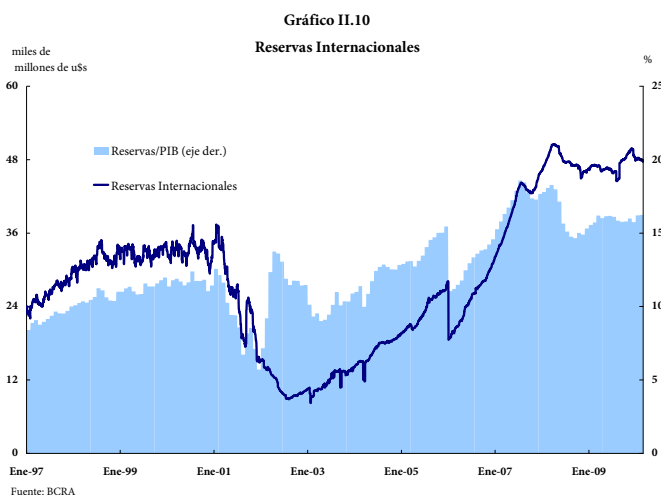
El BCRA sigue brindando un horizonte de certidumbre amplio respecto a las variables monetarias y financieras

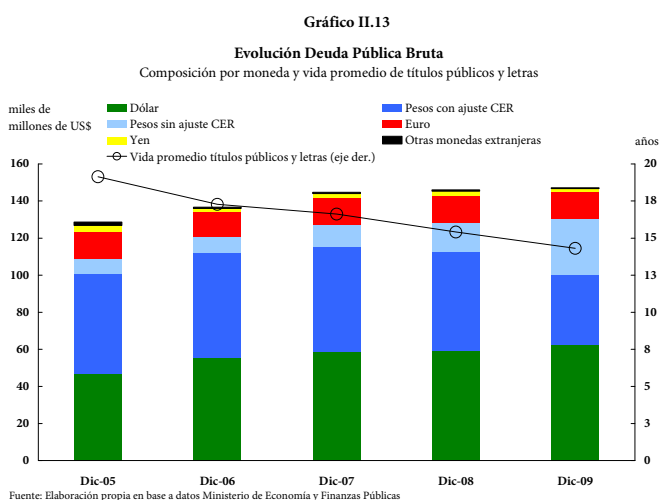
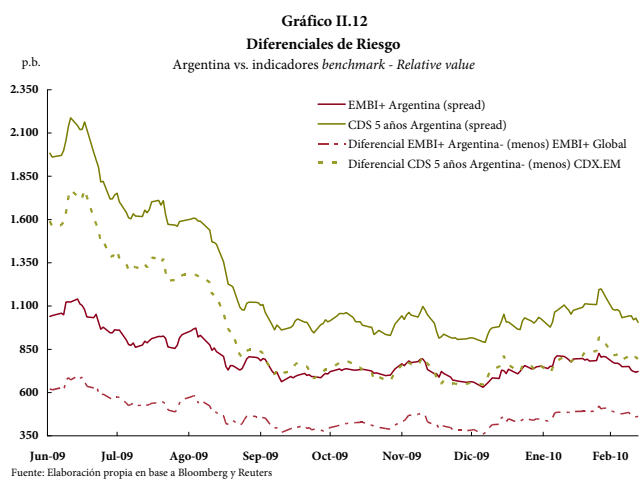
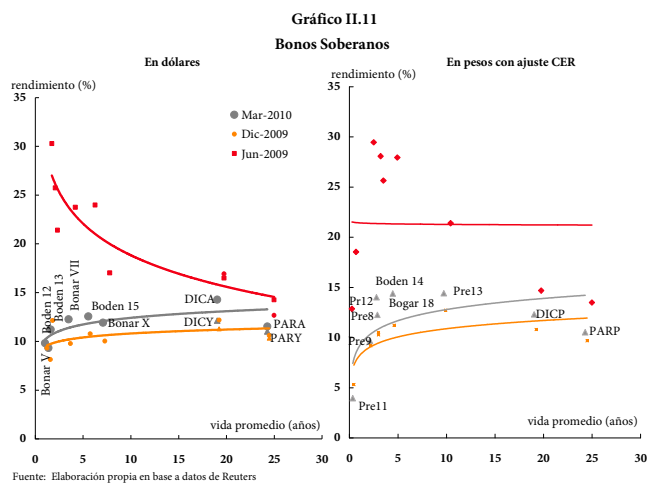
En lo que resta de 2010 el Banco Central desarrollará una política monetaria basada en la construcción de redes de liquidez tanto en moneda extranjera (ver Gráfico II.10) como local, y en un control de la expansión de los agregados monetarios mediante la esterilización de la oferta de pesos que exceda a la demanda. En el Programa Monetario 2010 se mantiene el esquema utilizado en el año previo de **metas trimestrales** para el agregado monetario M2 (y meta anual para el M2 privado), y **estimaciones trimestrales** para el M2 privado. Las metas del Programa Monetario 2010 prevén un crecimiento anual para el agregado M2 en el rango de 11,9%-18,9%, y un ritmo de expansión anual para el M2 privado en el intervalo de 12,1%-19,1%.

II.2 Mercado de Capitales

Los precios de los títulos públicos mantienen avances con respecto a los mínimos de 2009, con cierta mejora relativa en el volumen de operaciones

Luego de la corrección leve experimentada a comienzos de 2010, las cotizaciones de los títulos públicos argentinos sostienen la recuperación alcanzada en la segunda mitad de 2009 desde los mínimos de marzo de ese año, en un contexto de recomposición paulatina del apetito por riesgo emergente. Las curvas de rendimientos se





ubican en niveles sensiblemente por debajo de los vigentes a mediados de 2009 tanto para los bonos en dólares como en los ajustables por CER. Junto con el recorte en los retornos de los bonos (de más de 850 p.b. en promedio para los títulos en dólares y casi 1.100 p.b. para las especies en pesos con ajuste CER), las pendientes de las curvas de rendimientos volvieron a ser positivas (ver Gráfico II.11). La mejora también abarca a los títulos en pesos nominales¹².

Los *spreads* de riesgo soberano mejoraron con respecto a los valores de la primera mitad de 2009, aunque se ampliaron en los últimos meses. El *spread* del EMBI+ de Argentina y el precio del *credit default swap* (CDS) a 5 años se reducen hasta alcanzar niveles que representan entre la mitad y un tercio de su valor promedio en la primera mitad de 2009, respectivamente. La caída de los rendimientos de los bonos en dólares implicó un menor diferencial con respecto a los índices de referencia para el agregado de los países emergentes (ver Gráfico II.12).

A lo largo de 2009 el Gobierno basó su financiamiento en fuentes *intra* sector público, a través de letras de corto plazo y de la colocación directa de bonos. En cuanto a las letras, el saldo vigente a fines de 2009 totalizaba aproximadamente \$10.500 millones, 25,5% menos que en diciembre de 2008¹³. Un tercio de las letras emitidas en circulación están denominadas en dólares. Los principales acreedores por este concepto son el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) con 47% del *stock* total, el PAMI (27%) y el Fondo Fiduciario de Recuperación de Empresas (14%). Las colocaciones de bonos en los últimos meses de 2009 fueron suscriptas en forma directa por el FGS y totalizaron cerca de \$9.500 millones.

El saldo de la deuda pública bruta a diciembre de 2009 ascendió a US\$147.119 millones, con una menor ponderación de los pasivos en pesos con ajuste CER y una paulatina merma en el plazo promedio. Con las operaciones de administración de pasivos realizadas durante 2009¹⁴ se redujo 11 p.p. la proporción de la deuda en pesos con CER hasta 25% del total, incrementándose por su parte la participación de la deuda en moneda local con tasa de interés variable (ver Gráfico II.13). La vida promedio para el agregado de la deuda alcanza los 11,1 años (14,3 años considerando sólo los títulos públicos y las letras).

En lo que respecta a los títulos públicos, en el corto plazo el interés por parte de los inversores se focalizará en los

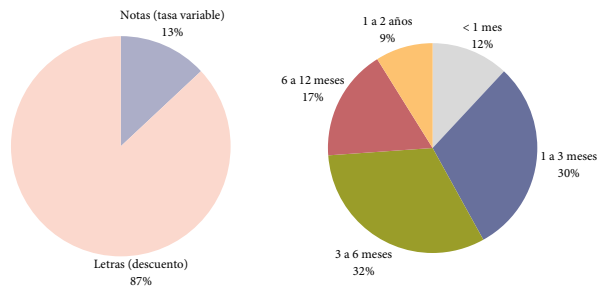
¹² Las operaciones en este segmento son escasas a excepción de aquéllas con Bonar 14 y Bonar V (el Bonar 14 se emitió en septiembre de 2009). En el caso del Bonar V, los rendimientos disminuyeron más de 2.000 p.b. desde mediados de 2009.

¹³ Se destaca que durante 2009 tuvo lugar un canje de letras de corto plazo cuyo acreedor era ANSeS. Las letras fueron así refinanciadas a través de la colocación de Bonar 16, a siete años de plazo (por aproximadamente \$8.000 millones).

¹⁴ Que incluyó canjes de Préstamos Garantizados Nacionales y bocones.

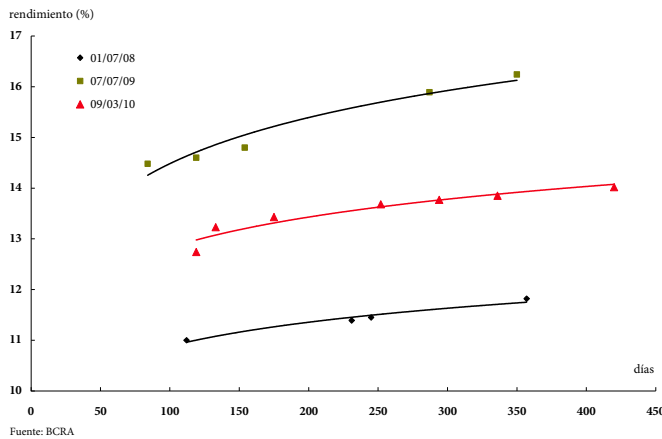
Gráfico II.14

Composición del Stock de Lebac y Nobac en Circulación
Por tipo de tasa y plazo residual, en base al stock en circulación a Mar-10



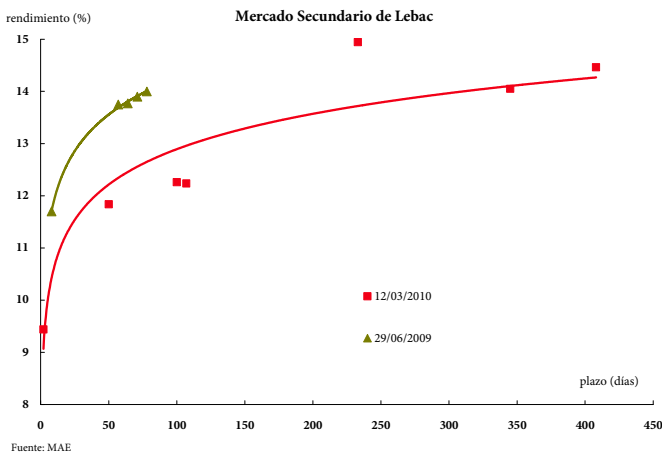
Fuente: BCRA

Gráfico II.15
Curva de Tasas de Licitaciones de Lebac



Fuente: BCRA

Gráfico II.16
Mercado Secundario de Lebac



Fuente: MAE

avances en torno al proceso de la reestructuración de deuda elegible no ingresada al canje de 2005, habiéndose completado en los últimos días los pasos preliminares para el lanzamiento de la oferta. En este sentido, existe margen para que las cotizaciones de los bonos mejoren en el mediano plazo, situación que se vería acrecentada si se mantienen las mejoras en los mercados internacionales y se completa la operación de canje de deuda.

Creciente ponderación de las Lebac en las colocaciones del BCRA

En las licitaciones del BCRA se observa un sostenido interés por los instrumentos a descuento, en detrimento de las Nobac. A mediados de marzo el saldo total de instrumentos emitidos por el BCRA ascendía a aproximadamente \$48.700 millones. El mayor impulso de las Lebac en el último año revirtió la participación de los instrumentos a tasa variable en el saldo total: las Nobac representan actualmente 13%, luego de que la mayoría de los vencimientos a tasa variable fueran renovados mediante colocaciones de letras¹⁵ (ver Gráfico II.14).

Las tasas de corte en las licitaciones se redujeron en el caso de las letras (mermas en un rango de 145 p.b. – 231 p.b. con respecto a mediados de 2009 para plazos de 3 a 12 meses), con un desplazamiento descendente y casi paralelo de la curva de rendimientos¹⁶ (ver Gráfico II.15). Las operaciones con Lebac en el mercado secundario mostraron mayor dinamismo que las transacciones con notas, acompañando al cambio de tendencia en el mercado primario (ver Gráfico II.16).

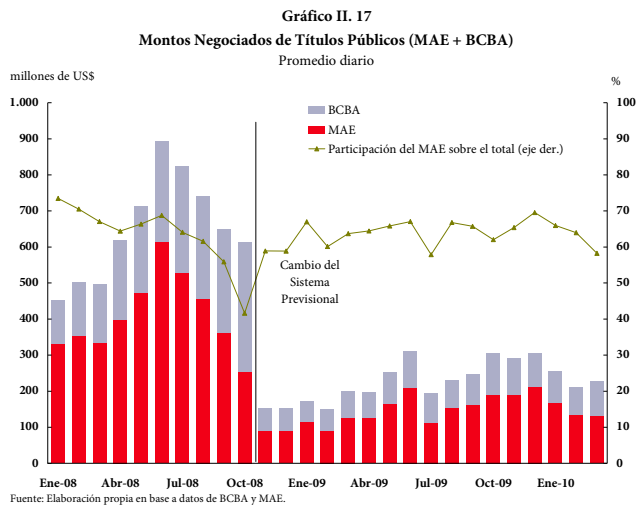
La negociación de instrumentos de renta fija en el mercado local se mantiene acotada

Respecto de un año atrás, en los primeros meses de 2010 se recuperaron los volúmenes operados en instrumentos de renta fija (tanto títulos públicos del Gobierno como instrumentos del BCRA) en las plazas locales (BCBA y MAE). No obstante, los volúmenes fueron inferiores a los vigentes en los últimos meses de 2009 (ver Gráfico II.17). Se espera que el volumen negociado en instrumentos de renta fija continúe mejorando paulatinamente en el mercado local.

Los costos de financiamiento para el sector privado a través de instrumentos del mercado de capitales tienden a reducirse

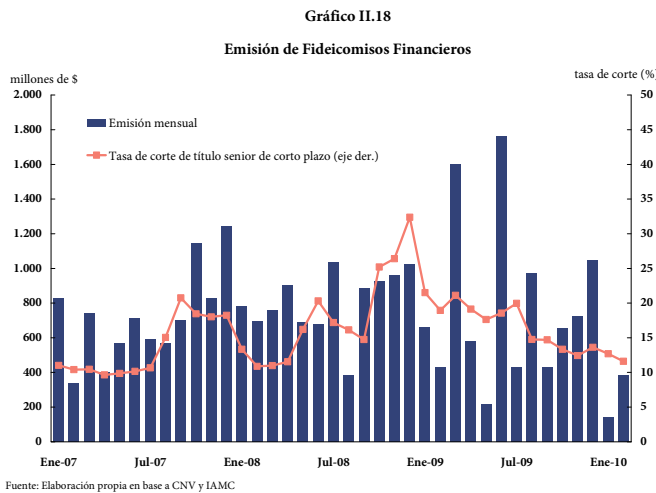
¹⁵ A marzo de 2009 el stock estaba constituido por aproximadamente 75% de Nobac y 25% de Lebac.

¹⁶ En el caso de las Nobac también se observa una caída en las tasas de corte, aunque debido a las escasas colocaciones resulta dificultoso realizar una comparación más detallada. Cabe destacar que la tasa de referencia (Badlar Bancos Privados) registra una caída en torno a 350 p.b. si se la compara con el nivel observado a mitad de 2009.

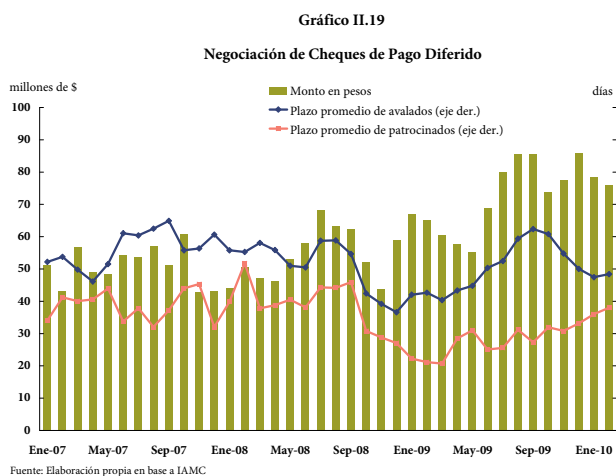


El financiamiento obtenido a través de fideicomisos financieros presentó un recorte durante la última parte de 2009 en relación a semestres anteriores, en un contexto de costos de financiamiento decrecientes (ver Gráfico II.18 y Apartado 4). La reducción en los montos refleja un escenario de emisiones por menor magnitud y no una caída significativa en su cantidad. El fideicomiso financiero continúa siendo una fuente de financiamiento privado en el mercado de capitales.

El mejor clima en los mercados financieros internacionales y la mayor preferencia por inversiones en moneda local indujo un importante retroceso en el costo asociado a la colocación de los títulos de mayor calidad crediticia (principalmente fideicomisos financieros). Esta merma fue del orden de los 500 p.b. respecto a los valores de mediados de 2009.



El financiamiento a través de la emisión de obligaciones negociables (ON) durante la segunda parte de 2009 se recuperó ampliamente respecto al año anterior, extendiéndose además los plazos de colocación. Teniendo en cuenta la totalidad de las emisiones de deuda (ON, ON PyMEs y valores de corto plazo -VCP-), el financiamiento obtenido en el segundo semestre de 2009 superó los \$1.500 millones, por encima de los \$930 millones de un año atrás¹⁷ (ver Gráfico II.2). Se destaca la cantidad de colocaciones denominadas en moneda local (cerca de dos terceras partes), especialmente por parte de grandes empresas. El financiamiento obtenido por empresas de menor porte continuó estando denominado en moneda extranjera. También se redujo el costo de financiamiento mediante ON, tanto para las colocaciones en pesos como para las denominadas en dólares. En comparación al primer semestre de 2009 el costo retrocedió entre 200 p.b. y 300 p.b., según se trate de títulos de corto o mediano plazo, respectivamente.



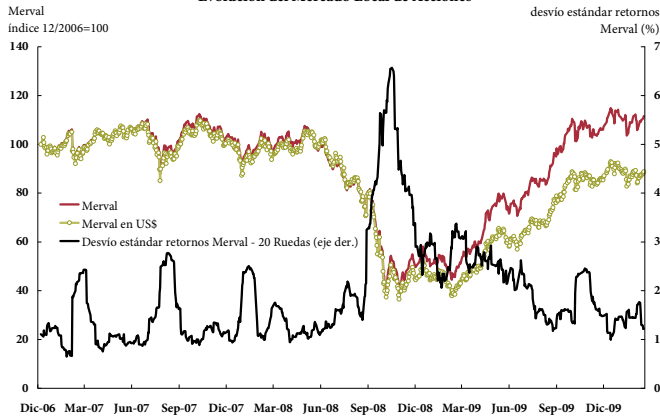
Las financiaciones mediante la negociación de cheques de pago diferido aumentaron (ver Gráfico II.19), con menores costos. Para los cheques avalados se convalidó en el cierre de 2009 una tasa promedio 300 p.b. menor a la observada a mediados de año, casi 1.100 p.b. inferior a la de diciembre de 2008. También se verificó cierta recuperación en la madurez de los instrumentos.

El mercado accionario consolidó su avance en línea con la progresiva mejora de las plazas externas

El nivel del índice Merval se duplicó a lo largo de 2009, observando incrementos de 115% medido en pesos y de 95% en dólares, en un contexto de alzas generalizadas pa-

¹⁷ Sin embargo, el financiamiento en el segundo semestre de 2009 está por debajo del registrado en el primer semestre de 2007.

Gráfico II.20
Evolución del Mercado Local de Acciones

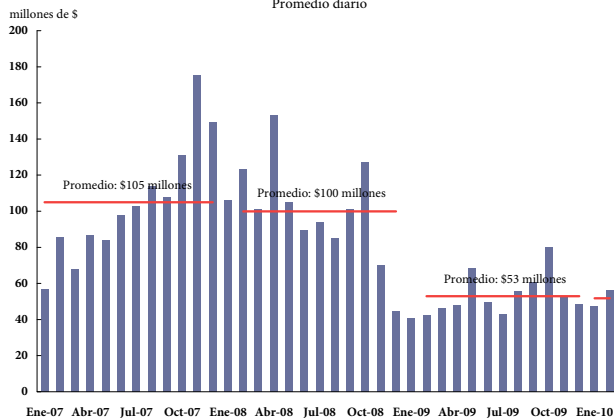


ra las bolsas a nivel global y regional. A su vez, en los primeros días de 2010 el índice local expresado en pesos marcó un nuevo máximo histórico (ver Gráfico II.20) con volúmenes negociados que muestran una ligera recuperación (ver Gráfico II.21). El monto de suscripción primaria en pesos durante 2009 se mantuvo en niveles similares a los del año anterior, destacándose la colocación de Aluar por más de \$1.200 millones.

A lo largo de 2009 la capitalización bursátil de los bancos locales se incrementó 126%, evidenciando luego cierta contracción en los primeros meses de 2010. Los programas de recompras de acciones iniciados en 2008 por algunos bancos (Macro y Patagonia), continuaron en parte de 2009 y luego fueron discontinuados. Dichas operaciones rondaron los \$70 millones el año pasado.

Gráfico II.21

Monto Negociado en Acciones
Promedio diario

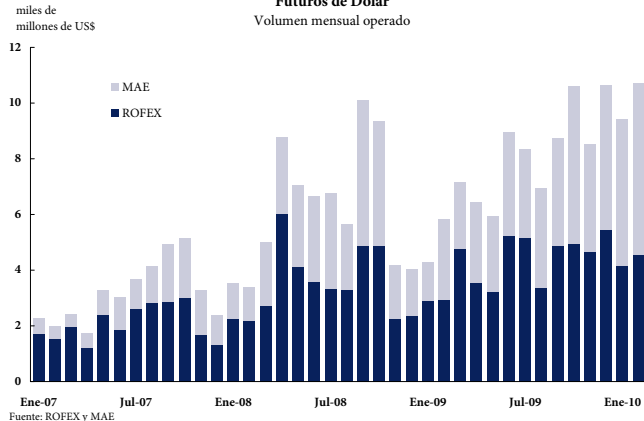


Se espera que la evolución próxima de las cotizaciones en el mercado bursátil continúe estando asociada a la tendencia de los mercados internacionales, al mejoramiento de las relaciones financieras del Estado Nacional y a la evolución de la economía local.

Aumenta el volumen operado en contratos de tipo de cambio a término

En la segunda mitad del año pasado aumentó el volumen de negociación en derivados de tipo de cambio (ver Gráfico II.22). En la última parte de 2009 se observó un récord de negociaciones con contratos de tipo de cambio a futuro, junto con la creciente pesificación de las carteras. En los últimos meses se observaron ciertos avances en lo que respecta a los derivados vinculados a la tasa de interés (ver Apartado 2).

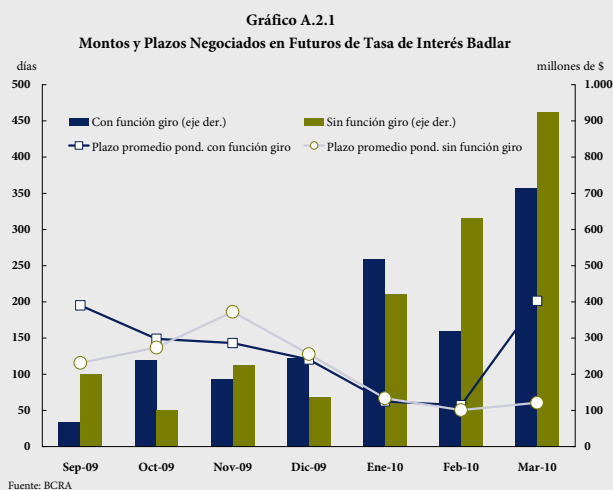
Gráfico II.22
Futuros de Dólar
Volumen mensual operado



Apartado 2 / Mercados de Cobertura del Riesgo de Tasa de Interés en Argentina

Con el fin de permitir una mejor administración de riesgos al conjunto de las entidades financieras y dinamizar el crédito a empresas y familias, en 2009 el BCRA comenzó a propiciar el desarrollo del mercado de cobertura de tasas de interés. En particular, se instrumentó la denominada “función giro” para darle impulso al mercado de futuros de Badlar Bancos Privados y se comenzó a realizar licitaciones de *swaps* de tasas. Como resultado, desde septiembre del año pasado se han operado más de \$4.900 millones en el mercado de futuros de Badlar del MAE, estando casi la mitad de este monto vinculado a la “función giro”. Si bien las operaciones de futuros de tasa de interés se concentran en vencimientos de corto plazo, fue aumentando el volumen de las operaciones de mediano plazo

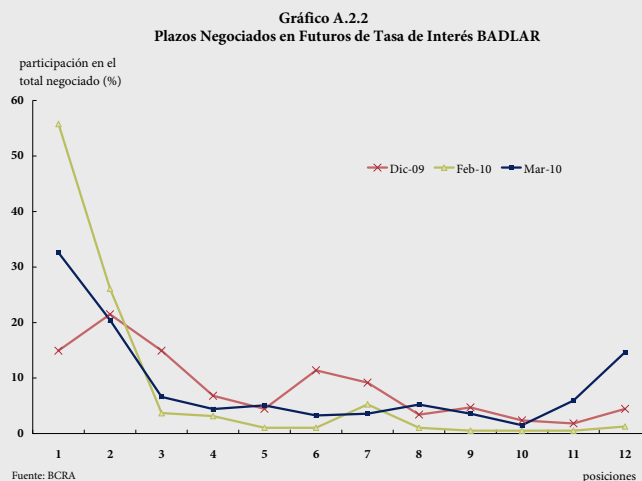
Los mercados de derivados mostraron un fuerte crecimiento en las últimas décadas a nivel global, llegando a explicar una considerable proporción de las operaciones financieras en los mercados desarrollados. Este dinamismo obedece en buena parte a que este tipo de instrumentos permite administrar en forma más eficiente los riesgos inherentes al armado de portafolios (mitigando el impacto de eventuales *shocks*).



Así, por ejemplo, los futuros y *forwards* de tasa de interés permiten reducir la exposición a las fluctuaciones de tasa de interés que pueden tener impactos patrimoniales adversos. En la medida en que estos instrumentos impliquen una mejor administración del riesgo de tasa de interés por parte de las entidades financieras, la creación y profundización de su merca-

do puede colaborar con el fomento de un mercado de crédito a más largo plazo.

Con el propósito de dinamizar el desarrollo del mercado de crédito en Argentina, el BCRA y el MAE dieron un mayor impulso al mercado de futuros de tasas de interés desde septiembre del año pasado¹⁸. Para otorgarle un mayor dinamismo al instrumento el BCRA habilitó la denominada “función giro”, que consiste en unir posiciones que muestren idénticos términos pero de signo contrario (una compradora y otra vendedora) a través de la toma de cada una de ellas, con un efecto neutro para el Banco Central.



Desde su lanzamiento en septiembre de 2009, en el MAE ya se negociaron cerca de \$4.900 millones en contratos de futuros de tasa de interés Badlar Bancos Privados¹⁹. El mercado viene mostrando un creciente dinamismo, con un aumento en la negociación durante los primeros meses de 2010. En efecto, mientras que entre septiembre y diciembre de 2009 el volumen mensual promedio oscilaba los \$350 millones, en los primeros tres meses de este año se operó cerca de \$1.200 millones en promedio por mes.

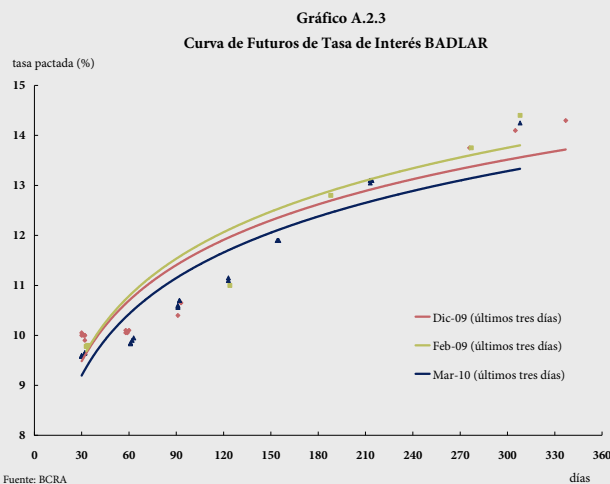
A través de la unión de posiciones de oferta y demanda, el BCRA permitió la negociación de cerca de \$2.300 millones desde el lanzamiento del instrumento (ver Gráfico A.2.1). Es decir, casi la mitad de los montos transados hasta el momento corresponde a transacción en las que se utilizó la “función giro”, si bien en los últimos meses esta proporción

¹⁸ La posibilidad de operar futuros de tasas de interés existía en Argentina con anterioridad con un reducido volumen de operaciones.

¹⁹ Neto de duplicaciones de volumen en las operaciones con “función giro”.

tendió a reducirse. Mientras que en diciembre prácticamente dos tercios del volumen negociado se realizó a partir de la facilidad de crédito entre contrapartes que otorga la “función giro”, en el mes de marzo esa proporción es de 44%.

La negociación de futuros de Badlar Bancos Privados está concentrada en los contratos de más corto plazo (ver Gráfico A.2.2). Así, por ejemplo, el 70% del volumen operado en el primer trimestre del año correspondió a operaciones que maduraban dentro de los siguientes tres meses²⁰. A su vez, se verificaron varias operaciones por plazos más largos. En tal sentido, el BCRA amplió de uno a dos años el plazo máximo de vencimiento de los contratos a ser negociados con la posibilidad de cierre de las operaciones de compra y de venta. En este contexto, en febrero y marzo se celebraron varias operaciones superiores al año a través de la “función giro”.



Las operaciones concretadas a través de la “función giro” implicaron inicialmente plazos más largos respecto a las operaciones entre contrapartes privadas en las que no está involucrado el Banco Central. Si bien esta tendencia fue menos definida en los primeros dos meses de 2010, en marzo las operaciones bajo la “función giro” volvieron a observar plazos sistemáticamente mayores. En efecto, bajo esta modalidad se concretaron, en promedio, operaciones superiores a los 200 días, alcanzándose los plazos más extensos bajo la “función giro” desde el lanzamiento del instrumento.

Acompañando la tendencia a la baja en la tasa Badlar Bancos Privados durante el último trimestre de 2009, los futuros de Badlar tendieron a registrar una merma en su precio (ver Gráfico A.2.3), con un desplazamiento

descendente de la curva estimada de acuerdo a las tasas pactadas para los distintos plazos de negociación. A pesar del aumento de las tasas de interés de principios de año, en marzo volvieron a bajar y a reducirse los *spreads*.

Otro de los derivados disponibles en el mercado local para mitigar riesgos de tasa de interés es el *swap* de tasa Badlar Bancos Privados contra tasa de interés fija en pesos. Si bien en el ámbito del MAE se negocian operaciones de *swaps* de tasa de interés Badlar Bancos Privados desde 2007, su operatoria estuvo muy acotada²¹. Se trata de un mercado poco profundo, con concertaciones bilaterales esporádicas entre bancos comerciales. Entre las últimas operaciones registradas se destacan intercambios de flujos de intereses en plazos de uno y dos años, por montos de \$5 millones en promedio. Adicionalmente, desde abril del año pasado el BCRA realizó una serie de licitaciones de *swaps*. Si bien en este caso los montos tampoco son significativos, se hicieron operaciones por hasta cinco años de plazo.

De esta manera, se observa un mayor dinamismo en el mercado local de cobertura de riesgo de tasas de interés, tanto en lo que respecta a volúmenes operados como en lo referente a instrumentos disponibles. Se espera que este impulso se mantenga, de forma tal que el incipiente mercado vaya creciendo (tanto en términos de monto como de extensión de los plazos operados), permitiendo que las entidades financieras puedan mitigar riesgos y mejorar su oferta de crédito.

²⁰ El 40% del monto involucrado fue en operaciones con vencimiento en el mismo mes.

²¹ Recientemente el BCRA aprobó la posibilidad de que se implemente la “función giro” en este tipo de contratos, aunque aún hacia fines de marzo no se llevaron a cabo transacciones bajo esta modalidad.

III. Situación de Deudores

Síntesis

A lo largo de 2009 los servicios, y en menor medida la producción primaria de bienes, ganan participación en la cartera de financiamientos a empresas de las entidades financieras. Los créditos a las familias, por su parte, mantienen su participación en los activos de las entidades, en un contexto en el que la actividad económica local sigue consolidando el proceso de recuperación iniciado a mediados de 2009.

La producción de bienes, uno de los sectores más afectados por el impacto local de la crisis global, continúa recuperándose. Los bloques productores de bienes de consumo durable sostienen actualmente la mayor producción manufacturera. Los niveles de endeudamiento de las firmas industriales se reducen levemente, con una menor ponderación de los recursos externos, escenario que les permitiría mejorar su capacidad de pago durante los próximos meses.

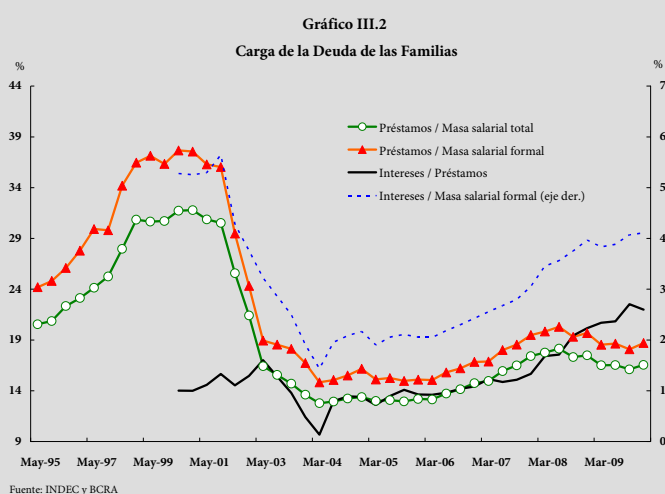
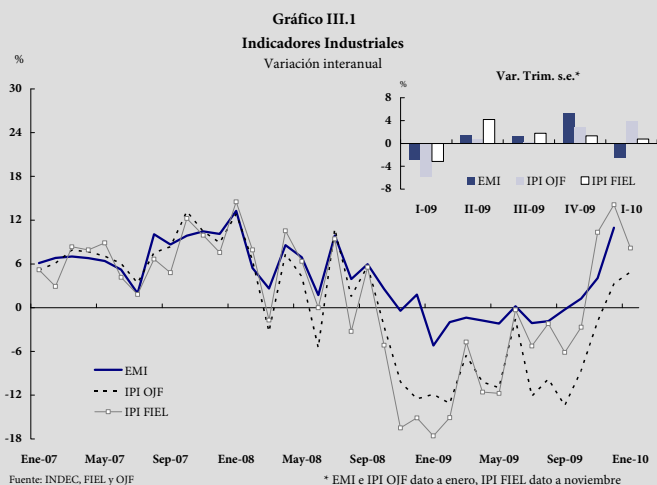
La recuperación en las condiciones climáticas y el mantenimiento de los precios de las materias primas en niveles elevados permiten prever un fuerte aumento de la producción agropecuaria a lo largo de 2010. Las estimaciones de la producción de granos de la campaña 2009/10 fueron revisadas al alza, situación que impulsaría una recuperación de la posición financiera de las empresas tras las pérdidas generadas por la sequía de períodos anteriores. El endeudamiento del sector primario se incrementó a lo largo de 2009, de la mano de la leve merma en su actividad y el mayor financiamiento local y extranjero. No

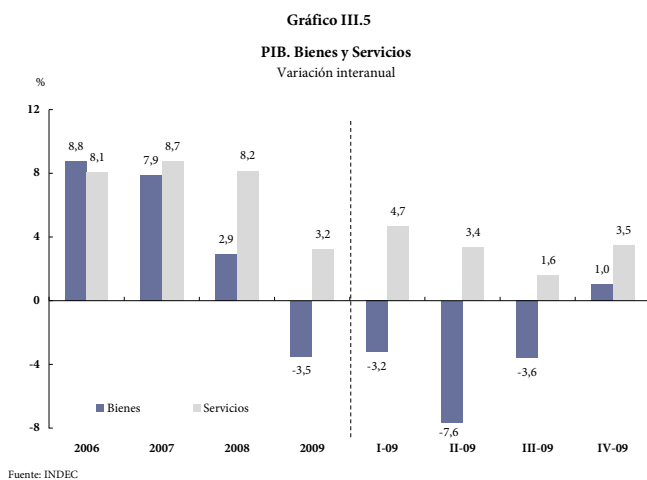
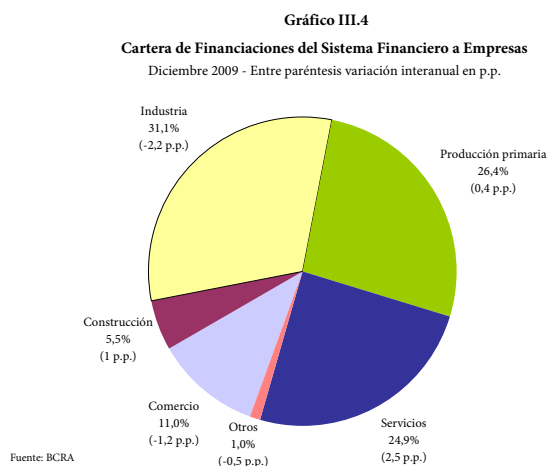
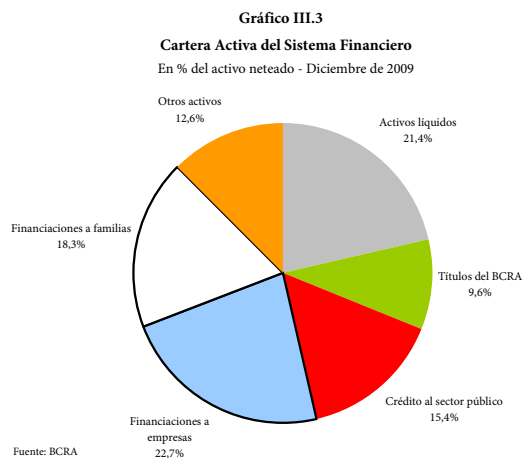
obstante, las favorables perspectivas del sector para lo que resta de 2010 contribuirían a sostener su capacidad de pago.

La actividad de los servicios continúa en alza, liderada por el crecimiento del consumo, el intercambio comercial y la mayor producción de bienes. Este marco, combinado con los aún bajos niveles de endeudamiento de estas firmas, permite sostener su posición financiera. Las empresas comerciales siguen observando una tendencia favorable de su capacidad de pago, en parte impulsada por el creciente consumo de las familias, en un contexto de incremento en la demanda de bienes de consumo durable y decrecientes niveles de endeudamiento de las firmas.

La mejora de las expectativas de empleo para los próximos períodos combinada con la estabilización de los niveles de endeudamiento de las familias, contribuyen a mantener su capacidad de pago. Los hogares gradualmente comienzan a reducir su ahorro precautorio y a reactivar su demanda de crédito. El mercado laboral muestra signos de incipiente mejora que se visualiza en una reducción de las suspensiones y despidos.

Los ingresos y los gastos del Sector Público se incrementaron en los últimos meses, cerrando 2009 con un superávit primario de 1,5% del PIB. La deuda pública se ubica en torno a 50% del PIB, esperándose que se mantenga en valores similares en los próximos períodos.





III.1 Deudores del sistema financiero

Recobra dinamismo el financiamiento bancario canalizado a las familias, mientras que el crédito al sector corporativo sostiene su gradual expansión

Las empresas y las familias continúan configurando los principales deudores del sistema financiero local, representando en conjunto casi 41% de su activo neteado (ver Gráfico III.3). La industria y la producción primaria de bienes constituyen los sectores económicos con mayor ponderación en el financiamiento bancario al sector corporativo, mientras que los servicios gradualmente ganan participación (ver Gráfico III.4). Las líneas de crédito para consumo incrementan su ponderación en los recursos bancarios canalizados a las familias.

A lo largo de 2009 el crecimiento de la actividad de intermediación financiera con el sector privado reflejó el impacto de la crisis financiera internacional, recuperándose en los últimos meses en línea con el renovado dinamismo del financiamiento, especialmente a los hogares. Desde el inicio de la crisis internacional, los bancos sostuvieron una actitud más precautoria ante el escenario internacional de mayor volatilidad, construyendo colchones adicionales de liquidez. En la medida en que este contexto se normalice, estos recursos gradualmente se irían canalizando a la consolidación de la intermediación financiera, fortaleciendo el escenario de recuperación económica esperado para el resto de 2010.

III.2 Empresas

Se afianza la posición financiera de las empresas en línea con la recuperación de la economía

El nivel de actividad local está consolidando la recuperación iniciada a mediados de 2009, de la mano del aumento del gasto interno y la mejora internacional. La producción de bienes, la más afectada por la crisis global durante 2009, continúa reactivándose, liderada por el sector industrial. La mejoría en las condiciones climáticas favorece el incremento de la oferta agrícola, mientras que la construcción se encuentra retrasada en el proceso de recuperación. Los servicios continúan en alza, beneficiados por el crecimiento del consumo, el intercambio comercial y la mayor producción de bienes (ver Gráfico III.5).

Para lo que resta de 2010 se espera que se consolide el aumento de la oferta agregada. La producción de bienes seguiría en alza, con una suba en la producción indus-

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

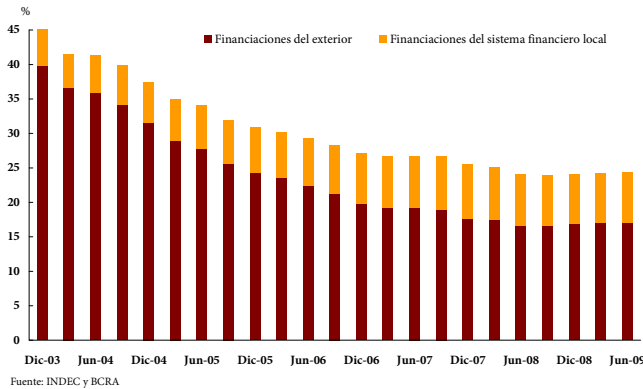


Gráfico III.7
Carga de la Deuda del Sector Empresas
 Empresas que informan balances a la BCBA

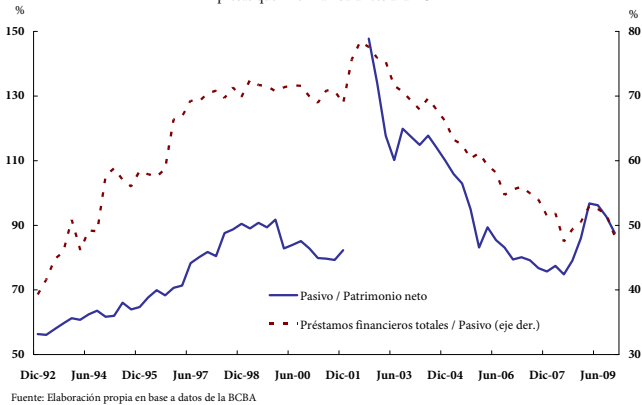
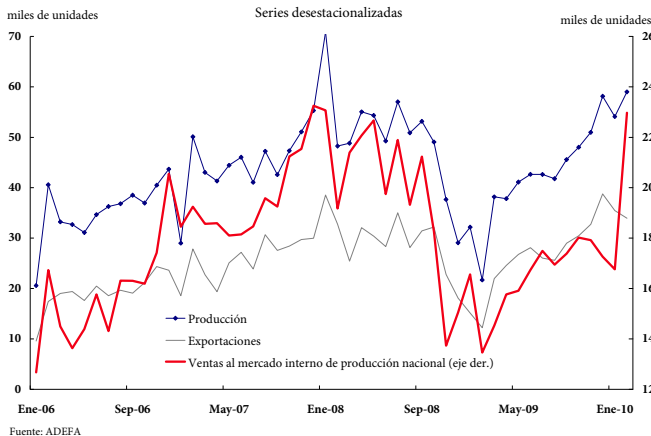


Gráfico III.8
Indicadores del Sector Automotor
 Series desestacionalizadas



trial y una mayor cosecha, y el sector de servicios mantendría su crecimiento.

El nivel de endeudamiento del sector corporativo local comenzó a verificar cierta expansión, alcanzando casi 24,4% del producto sectorial (ver Gráfico III.6). Los recursos externos alcanzan poco más de dos terceras partes del total, incrementándose moderadamente como resultado del aumento del tipo de cambio nominal verificado en parte de 2009. El agregado del sector corporativo mantiene una adecuada posición financiera, lo que permitiría sostener su capacidad de pago. No obstante, la situación de cada sector económico puede ser diferente.

La posición financiera de las empresas grandes con presencia en el Mercado de Valores local continuaría recomponiéndose, reduciéndose gradualmente los niveles de apalancamiento (ver Gráfico III.7). Más aún, las utilidades de las principales empresas locales no financieras se incrementaron en la segunda parte de 2009 de acuerdo a la información de balances presentados en la Bolsa.

El crecimiento esperado en la actividad económica para el resto de 2010, combinado con los aún moderados niveles de endeudamiento del sector, contribuiría a sostener la posición económica y financiera de las empresas, permitiéndoles así no presentar tensiones en su capacidad de pago.

Sectores productivos

La actividad industrial continúa recuperándose, contribuyendo a mejorar la capacidad de pago de las empresas

En el inicio de 2010 la actividad industrial sigue aumentando, profundizando el proceso de recuperación iniciado en el cierre de 2009 (ver Gráfico III.1). Los bloques productores de bienes de consumo durable que evidenciaron las caídas más profundas ante la crisis internacional son los que alentaron inicialmente la reactivación, sosteniendo actualmente la producción manufacturera.

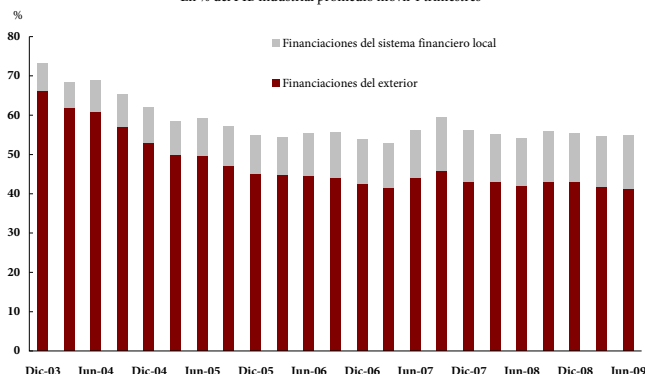
La industria automotriz acumula cuatro trimestres consecutivos de ascenso y alcanza niveles productivos en torno a los valores récord previos a la crisis (ver Gráfico III.8), siendo los mismos impulsados por las exportaciones, especialmente a Brasil. La recuperación de la demanda externa favorece a los segmentos productores de químicos y plásticos, y al siderúrgico.

La utilización de la capacidad instalada aumentó a nivel agregado, aún manteniéndose en niveles inferiores a los

Gráfico III.9

Deuda de la Industria

En % del PIB industrial promedio móvil 4 trimestres



Fuente: INDEC y BCRA

de años previos. De todos modos, existe cierta heterogeneidad entre los distintos sectores industriales. En este sentido, para contribuir a que la producción de bienes de consumo no durable afronte sin inconvenientes el aumento proyectado de la demanda, existe en algunas ramas la necesidad de inversiones en plantas y equipos, lo que eventualmente podría traducirse en una mayor demanda de financiamiento bancario.

El endeudamiento (interno y externo) de la industria se mantiene relativamente estable (ver Gráfico III.9), con menor ponderación de las financiaciones del exterior. Esto combinado con el mejor desempeño del sector permitiría a las empresas industriales seguir recomponiendo su posición financiera y capacidad de pago.

El sector primario podría comenzar a mejorar su situación financiera frente a la recuperación de la actividad y de los precios internacionales

Se prevé un fuerte incremento de la producción agropecuaria en 2010, ante la mejora en las condiciones climáticas y el mantenimiento de elevados precios de las materias primas en los mercados mundiales. Las estimaciones de la producción de granos de la campaña 2009/10 fueron revisadas al alza en los últimos meses (ver Tabla III.1). El crecimiento estaría impulsado principalmente por las oleaginosas, previéndose un nuevo récord histórico en la producción de soja. Este escenario permitiría la recomposición de los ingresos y consecuentemente de la posición financiera de las empresas agrícolas, tras las pérdidas generadas por la sequía de la campaña 2008/09.

La actividad pecuaria seguiría siendo afectada en el corriente año en parte por los efectos de la sequía de 2009, que llevó a un incremento de la faena de animales para evitar pérdidas mayores, redundando en cierta medida en una menor capacidad productiva en el sector.

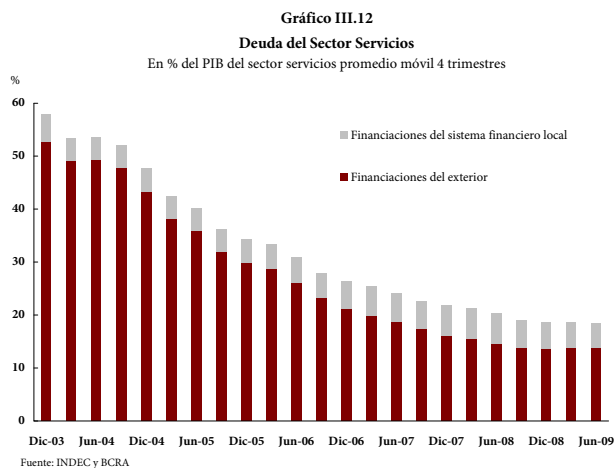
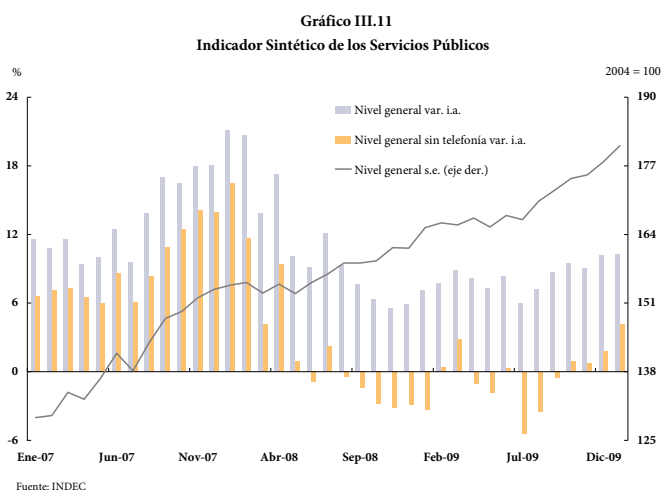
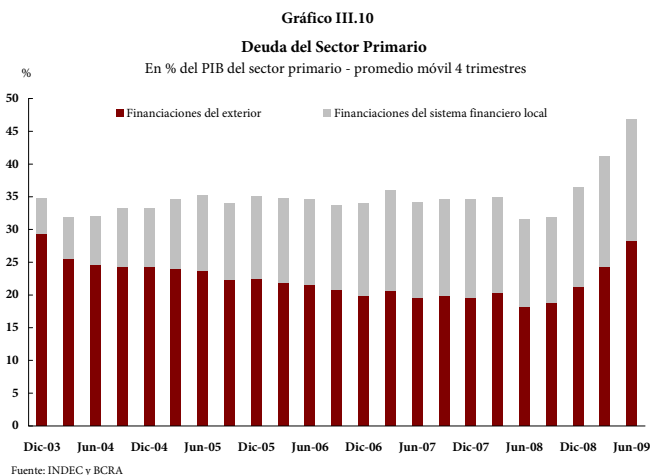
El nivel de endeudamiento de las empresas del sector primario se incrementó en el último año, por la merma en la actividad y por la mayor utilización de fondos externos y locales, alcanzando aproximadamente a 47% de su producto (poco más de 60% mediante recursos externos) (ver Gráfico III.10). La recuperación esperada en la actividad económica del sector primario durante los próximos meses, en un contexto de mayor volumen exportable y mejores precios internacionales, podría reducir las presiones generadas en su posición financiera y, así, mejorar su capacidad de pago.

Sobre la base de un bajo nivel de endeudamiento, la demanda en alza de los servicios permitirá con-

Tabla III.1
Producción Agrícola

	2007-08 miles tns	2008-09 miles tns	2009-10 miles tns (estimado)	Var. % de la producción 2009-10 vs 2008-09	Dif. en miles de tns 2009-10 vs 2008-09
Cereales	44.739	26.699	34.371	28,7	7.672
Maiz	22.017	13.080	20.200	54,4	7.120
Trigo	16.348	8.373	7.480	-10,7	-893
Sorgo granífero	2.937	1.752	3.500	99,8	1.748
Otros	3.438	3.494	3.191	-8,7	-303
Oleaginosas	51.557	34.206	55.823	63,2	21.617
Soja	46.238	31.000	53.000	71,0	22.000
Girasol	4.630	2.440	2.211	-9,4	-229
Otros	689	766	612	-20,1	-154
Algodón	494	389	626	61,0	237
Total	96.791	61.293	90.820	48,2	29.527

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP) y Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA)



continuar con la sólida posición financiera de las empresas del sector

El consumo de servicios públicos exhibe un repunte en los últimos meses, luego de permanecer estancado a lo largo de la primera parte de 2009 (ver Gráfico III.11), reflejándose en la actividad del sector. Las empresas de servicios continúan observando bajos niveles de endeudamiento (poco más de 18% de su producto, con una considerable participación de los recursos del exterior) (ver Gráfico III.12), factores que desde el punto de vista financiero les permiten mantener una posición sólida.

En meses recientes la telefonía continúa siendo la principal impulsora del avance del sector, debido fundamentalmente al sostenido incremento en el uso de los servicios móviles. El resto de los servicios públicos también muestra un alza, favorecidos por el aumento del consumo y de la producción de bienes. El uso de los peajes y el transporte de carga repuntaron acompañando la suba del comercio, la reactivación industrial y la recuperación de la actividad agrícola. La demanda de electricidad, gas y agua mantiene un crecimiento moderado. El transporte de pasajeros también se incrementa ante la recuperación del empleo y del turismo (este último sector verificaría una recuperación a lo largo de 2010 tanto por factores locales como externos).

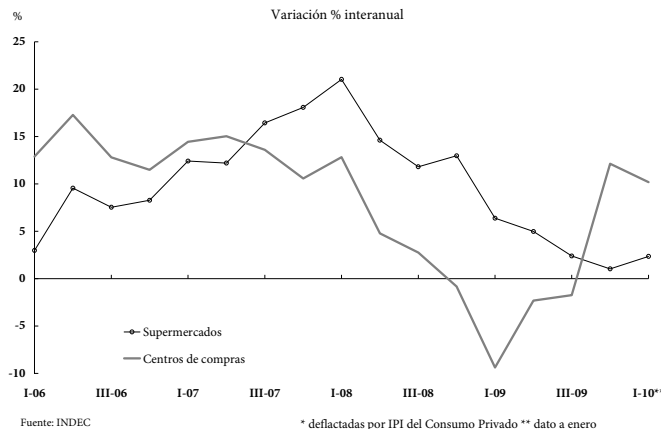
Las actividades comerciales continúan con una tendencia favorable, consolidando su situación financiera

La evolución del comercio minorista acompañó el mayor consumo de las familias, presentando un comportamiento diferenciado entre los bienes de primera necesidad y aquellos suntuarios (ver Gráfico III.13). Las ventas en supermercados siguen desacelerándose en los últimos meses, mientras que la comercialización en centros de compras se recupera con fuerza siendo favorecida, entre otros factores, por las promociones realizadas por las firmas comerciales en conjunto con las entidades financieras.

Se incrementa la demanda de bienes de consumo durable, acompañando la reducción de la incertidumbre y la recuperación de la confianza de los consumidores. Ello incluye las ventas de autos y de electrodomésticos, colaborando con la recomposición de la situación financiera de las cadenas de distribución.

Las firmas comerciales continúan evidenciando menores niveles de endeudamiento en términos de su producto (casi 17%), situación que, combinada con la moderada expansión de la actividad del sector, les permitiría conti-

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

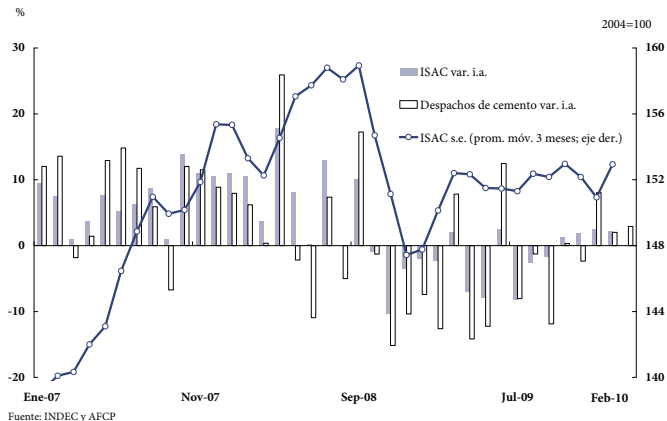


nuar mejorando su posición financiera, contribuyendo así sobre su capacidad de pago.

El bajo nivel de endeudamiento favorecería a sostener la posición financiera de las empresas constructoras, a pesar de la menor actividad

El sector de la construcción se mantiene en cierta medida al margen de la recuperación económica agregada, presentando una ligera caída de su actividad en los últimos meses (ver Gráfico III.14) si bien registra cierto incremento en términos interanuales. El sector sigue presentando un nivel de endeudamiento bajo (poco más de 12% de su producto) y decreciente, situación que contribuiría a sostener su capacidad de pago

Gráfico III.14
Indicadores de la Construcción



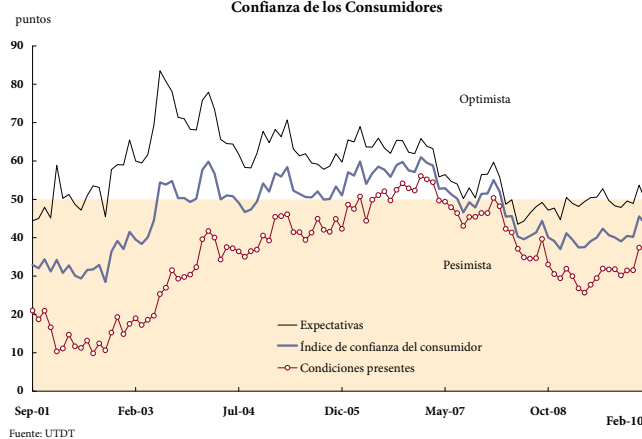
Tanto las obras relacionadas con el sector público como aquellas vinculadas al privado tuvieron, en su mayoría, un desempeño desfavorable recientemente. Las obras de infraestructura se contrajeron en forma marginal mientras que las obras viales cayeron en la segunda mitad de 2009. Las construcciones destinadas a la vivienda observaron una retracción, mientras que las obras con fines comerciales e industriales se sostuvieron por la mayor actividad en esos sectores.

III.3 Familias

La mejora de las expectativas de empleo para los próximos períodos, en un contexto de estabilización del endeudamiento de los hogares, contribuiría a sostener la capacidad de pago del sector

La reducción de la incertidumbre sobre el impacto local de la crisis internacional sumada al incremento de la confianza de los consumidores (ver Gráfico III.15), impulsaron a las familias a reducir sus ahorros precautorios y a reactivar su consumo, en un contexto de mayor demanda de crédito bancario. En el marco de una ligera recuperación de la demanda de recursos, el mercado laboral muestra signos de incipiente mejora, observándose una reducción de las suspensiones y despidos.

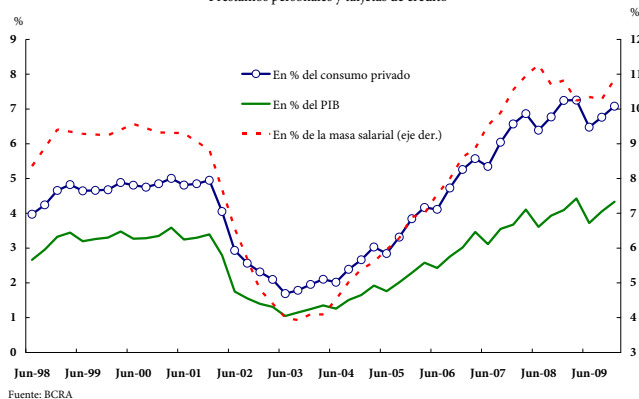
Gráfico III.15
Confianza de los Consumidores



Las familias vieron incrementadas sus posibilidades de consumo a través del aumento de las transferencias gubernamentales. Hacia fines de 2009 se aumentaron las asignaciones familiares, a través de la creación del programa de Asignación Universal por Hijo para Protección Social y del ajuste de los haberes de pensionados y jubilados en el marco de la Ley de Movilidad Previsional.

Las familias mantienen sus niveles relativos de endeudamiento con la banca (ver Gráfico III.2), en un contexto en el que gradualmente vuelven a tomar dinamismo

Gráfico III.16
Endeudamiento por Consumo de las Familias
 Préstamos personales y tarjetas de crédito



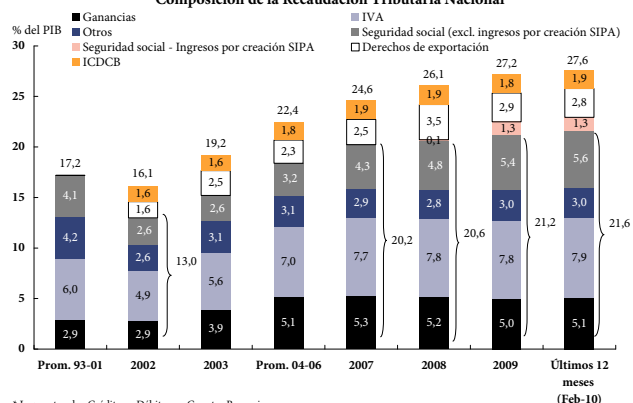
las líneas de crédito de consumo (ver Gráfico III.16). Las señales de paulatina recomposición del mercado laboral y de consolidación de la actividad económica permitirían sostener la capacidad de pago de las familias, dando lugar a un mayor crecimiento de sus niveles de endeudamiento en los próximos períodos, especialmente en líneas que permitan fortalecer su inversión en viviendas.

III.4 Sector público

Durante la segunda parte de 2009 se aceleró el aumento de la recaudación, en tanto el gasto primario continuó creciendo. El superávit primario del año sumó casi \$17.300 millones (1,5% del PIB)

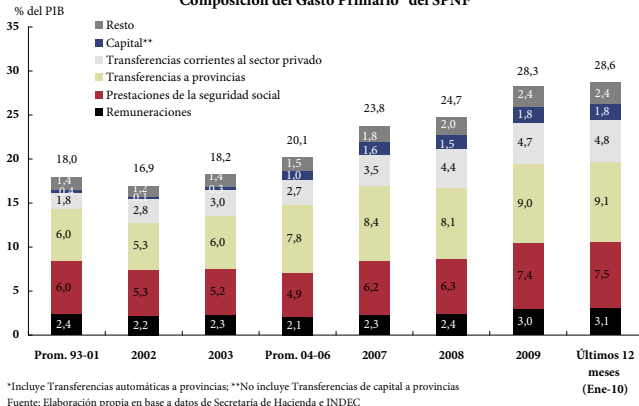
En los últimos meses del año pasado se aceleró el crecimiento de la recaudación tributaria nacional, en parte debido a la baja base de comparación interanual generada por el efecto de la crisis internacional sobre los ingresos públicos²². La seguridad social y el Impuesto al Valor Agregado (IVA) fueron los rubros que más aportaron al aumento de la recaudación. Así, en 2009 la tasa de crecimiento nominal de los recursos tributarios fue de 13% i.a. (8% i.a. si se descuentan los ingresos corrientes asociados a la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino), alcanzando un nuevo récord histórico con relación al PIB de 27% (considerando transferencias automáticas de recursos a las provincias -Coparticipación federal, Leyes especiales y otros-) (ver Gráfico III.17).

Gráfico III.17
Composición de la Recaudación Tributaria Nacional



El gasto primario siguió aumentando a tasas cercanas a 30% i.a., impulsado por las erogaciones de capital, dado que se duplicaron las transferencias de capital a los gobiernos subnacionales, y por la inversión real directa. Las erogaciones primarias representaron aproximadamente 28% del PIB (ver Gráfico III.18).

Gráfico III.18
Composición del Gasto Primario* del SPNF

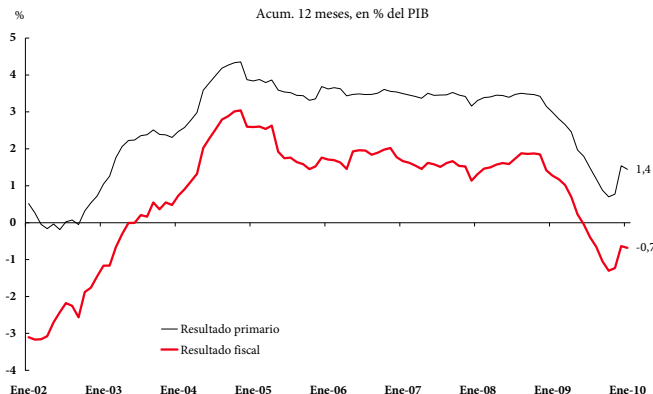


El resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) sumó casi \$17.300 millones en 2009 (1,5% del PIB), en línea con lo pautado en el Presupuesto Nacional 2010 (PN-10) para ese año (ver Gráfico III.19). Se incluye en dicha cifra cerca de US\$2.500 millones de la asignación de Derechos Especiales de Giro (DEGs) del Fondo Monetario Internacional (FMI) y alrededor de \$8.300 millones por rentas originadas por los activos en cartera del Fondo de Garantía de Sustentabilidad. El pago de intereses sumó \$24.400 millones en 2009 (casi 2,2% del PIB) creciendo 37% i.a., en el contexto de los canjes de deuda realizados durante el año y el mayor pago de cupones ligados a la evolución del PIB.

²² Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del sector público ver Informes de Inflación cuarto trimestre de 2009 y primero de 2010.

Gráfico III.19

Resultado Primario del SPNF*
Acum. 12 meses, en % del PIB



* Sector Público Nacional no Financiero, base caja
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

Según el PN-10 durante 2010 se incrementaría el superávit primario a partir de un ritmo de crecimiento menor del gasto. Luego de la sanción del PN-10 se aprobaron mayores gastos sociales, entre los que se destaca la mencionada Asignación Universal por Hijo para Protección Social y el incremento de 33% en los montos de las asignaciones familiares por hijo, que en conjunto representarán erogaciones por algo más de 1% del PIB.

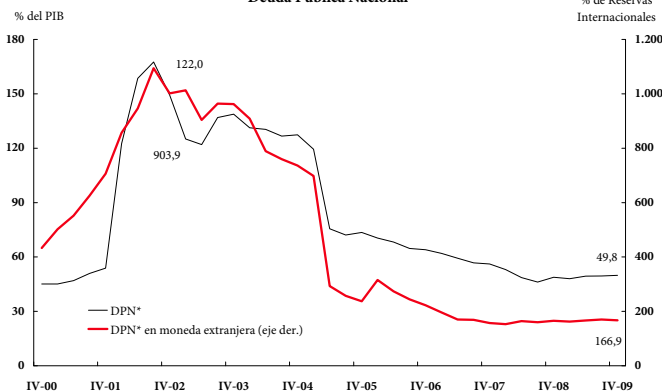
Se avanza en la propuesta de reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005

El Gobierno Nacional siguió dando pasos para la normalización de la relación con la comunidad financiera internacional al disponer las medidas necesarias vinculadas a la reestructuración de la deuda no ingresada al Canje 2005. La Ley N°26.547 suspendió la vigencia de los artículos 2, 3 y 4 de la denominada “Ley Cerrojo” (N° 26.017). El Decreto N°1.953/09 facultó al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas a intervenir en el proceso de emisión o en la colocación de títulos públicos en los mercados financieros internacionales y su posterior administración. Durante las últimas semanas se realizaron los pasos preliminares para el lanzamiento de la oferta (aprobación del prospecto de Argentina por parte de la SEC de EEUU).

Se efectivizó un nuevo canje de deuda ajustable por CER en septiembre, emitiéndose en contrapartida BONAR y Pagarés en pesos 2014 y 2015 a tasas que contemplan la BADLAR privada. Aprovechando las bajas tasas de interés en las plazas internacionales, el gobierno realizó un *swap* de tasas variables por fijas con el Banco Mundial y el BID que involucró aproximadamente 40% del *stock* de deuda con dichos organismos.

Gráfico III.20

Deuda Pública Nacional



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

Al igual que en el primer tramo del año, durante el segundo semestre de 2009 el Tesoro Nacional cubrió sus necesidades de financiamiento a través de fondos *intra* sector público: Adelantos Transitorios del BCRA, Préstamos del Banco de la Nación Argentina y excedentes del resto de las agencias del SPNF, a lo que se sumaron aproximadamente US\$2.500 millones correspondientes al uso de la asignación de DEGs del FMI.

A fines de 2009 la Deuda Pública Nacional (DPN) totalizó US\$147.119 millones, incrementándose 0,8% respecto a 2008, principalmente como resultado de las operaciones netas de financiamiento que fueron parcialmente compensadas por los ajustes de valuación. La DPN representó casi 50% del PIB, similar ratio respecto de diciembre de 2008 (ver Gráfico III.20), previéndose que se mantenga en torno a esa proporción durante 2010.

IV. Sector Financiero

Síntesis

El sistema financiero local continuó consolidando sus niveles de solvencia, en un contexto en el cual aún persiste cierta volatilidad en los mercados locales e internacionales. La intermediación financiera de los bancos con el sector privado renovó su dinamismo en el cierre del año, aunque presentó un ritmo de expansión más moderado que en períodos anteriores. Los inversores institucionales revalorizaron sus carteras, recogiendo los efectos del incremento de precios de los últimos meses.

El incremento del financiamiento bancario al sector privado fue conducido principalmente por los bancos privados de capitales nacionales y por las entidades públicas. Este desempeño se verificó junto con un leve acortamiento de los plazos promedio operados en la mayoría de las líneas crediticias. Se destacó la expansión anual de los préstamos a las empresas vinculados con la construcción, los servicios y el sector agropecuario. Por su parte, en los últimos meses resultó significativo el impulso de los créditos destinados al consumo de las familias.

Los depósitos del sector privado crecieron a una tasa de variación nominal superior a la del año anterior, incrementando su importancia en el fondeo total de las enti-

dades financieras. Sin embargo, tanto los niveles de crédito al sector privado como de depósitos de empresas y familias en términos del PIB aún resultan reducidos, planteando un considerable potencial de crecimiento para los años venideros.

El patrimonio neto consolidado del conjunto de bancos aumentó a un ritmo de aproximadamente 21%, por encima de lo observado en los últimos años. Los beneficios contables y las capitalizaciones recibidas explicaron la expansión del patrimonio neto. En esta línea, la integración de capital del sistema financiero continuó incrementándose paulatinamente hasta alcanzar 18,6% de los activos ponderados por riesgo, situación que se observa de forma generalizada entre bancos.

El sistema financiero continuó obteniendo ganancias contables por quinto año consecutivo. Los resultados contables corrientes por títulos públicos acumulados en el período 2007-2009, serían similares a los que se hubieran obtenido de valorar la cartera de títulos a precios de mercado. No obstante, esta última alternativa hubiera presentado una mayor volatilidad.

Gráfico IV.1

Crédito Total al Sector Privado por Tipo de Deudor
Participación % en el total - Sistema Financiero

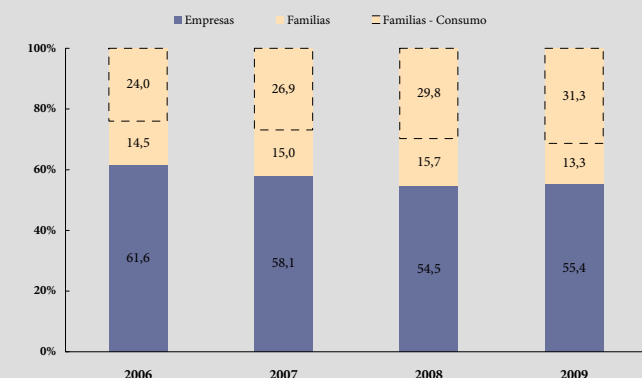


Gráfico IV.2

Apalancamiento del Sistema Financiero Consolidado

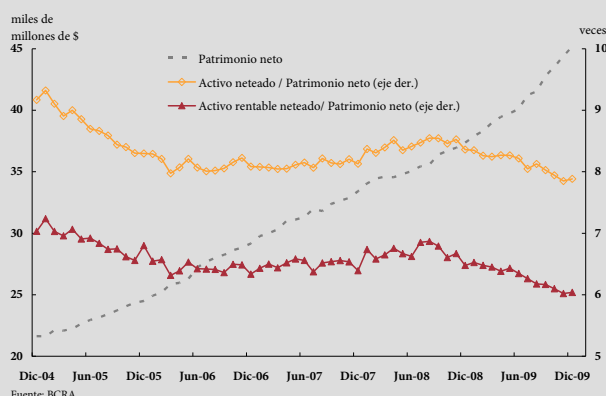
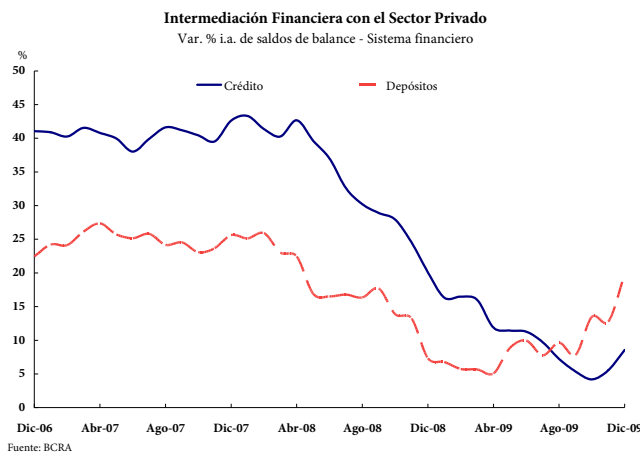


Gráfico IV.3



IV.1 Entidades financieras

Actividad

En los últimos meses se incrementó el dinamismo de la actividad de intermediación financiera

A lo largo de 2009 continuó aumentando gradualmente el nivel de intermediación financiera de los bancos con el sector privado. Tanto las financiaciones como los depósitos de las empresas y de las familias renovaron su dinamismo en el cierre del año (ver Gráfico IV.3). El activo neteado de las entidades financieras acumuló una expansión de poco más de 13% en el año, fundamentalmente por el desempeño de los bancos públicos.

Las entidades financieras sostuvieron sus niveles de liquidez precautoria, ante un contexto en el cual aún persiste cierta volatilidad en los mercados locales e internacionales. Los activos líquidos de los bancos mantuvieron su participación en el activo neteado a lo largo de 2009, mientras que se incrementaron las tenencias de Lebac y Nobac (ver Tabla IV.1), consolidando la posición de liquidez del sector.

El crecimiento de las financiaciones al sector privado alcanzó 8,6% en 2009 (ver Gráfico IV.4). De esta manera, el financiamiento bancario a empresas y familias llegó a representar alrededor de 12% del PIB, planteando un importante potencial de expansión a futuro. Los créditos mayormente destinados al consumo de las familias instrumentados mediante tarjetas de créditos y préstamos personales, así como los adelantos y los documentos crecieron por encima del resto, adquiriendo de esta manera una mayor participación en el *stock* total de financiaciones. La expansión de los préstamos mediante tarjetas se reflejó tanto en los bancos como en el mercado de tarjetas emitidas por empresas no financieras (ver Apartado 3). Los créditos hipotecarios y prendarios, las prefinanciaciones a las exportaciones²³ y el *leasing* retrocedieron en el año, básicamente por la relativa debilidad de la economía en el primer semestre. Este desempeño de las líneas crediticias está en concordancia con un acortamiento del plazo promedio operado para los préstamos totales al sector privado.

En los últimos meses el crecimiento del saldo de crédito al sector privado fue impulsado principalmente por los bancos privados nacionales y por las entidades financieras oficiales (ver Gráfico IV.5). Estos grupos de bancos incrementaron su participación en el saldo total

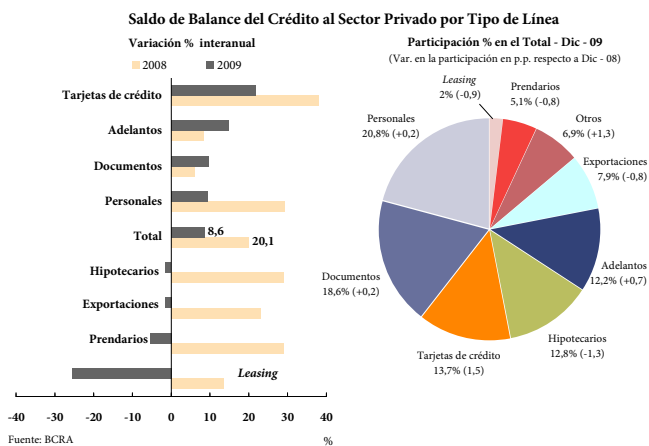
Tabla IV.1

Situación Patrimonial
Sistema financiero - En % del activo neteado

	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Variación en p.p.		Variación del Saldo	
				II Sem - 09	2009	II Sem - 09 (% a.)	2009 (%)
Activo	100	100	100				
Activos líquidos	21	22	21	-0,9	0,9	6,7	17,9
Títulos del BCRA	8	8	10	1,7	1,6	72,4	35,5
Crédito al sector público	14	14	15	1,7	1,6	46,3	26,3
Crédito al sector privado	42	41	40	-1,0	-1,7	10,0	8,6
Otros activos	16	15	14	-1,7	-2,4	-8,4	-3,6
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100				
Depósitos del sector público	21	20	19	-0,9	-1,9	5,6	2,9
Depósitos del sector privado	52	53	55	1,9	3,0	23,6	19,7
Obligaciones con el BCRA (1)	1	0	0	-0,2	-0,5	-92,8	-85,7
ON, OS y Líneas del exterior	4	3	3	-0,5	-1,0	-14,9	-16,0
Otros pasivos	13	13	13	0,1	0,4	16,5	16,8
Patrimonio neto	10	10	10	-0,4	-0,1	7,0	12,4

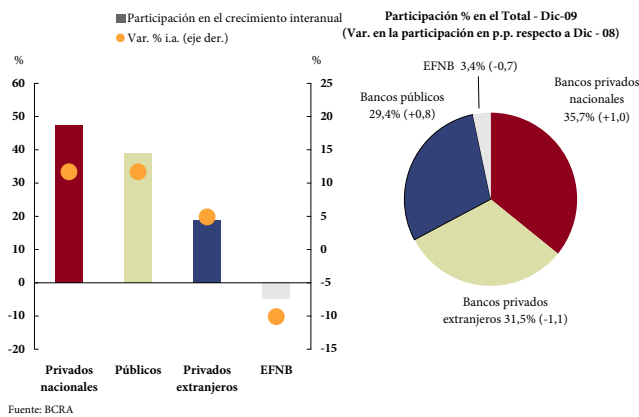
(1) Se incluye matching y otras obligaciones con el BCRA
Fuente: BCRA

Gráfico IV.4



²³ La caída de las financiaciones al sector exportador expresado en moneda extranjera alcanza 11% en 2009.

Gráfico IV.5
Evolución del Crédito Total al Sector Privado por Grupo de Bancos



de financiaciones al sector privado, mientras que los extranjeros y las EFNB redujeron su ponderación.

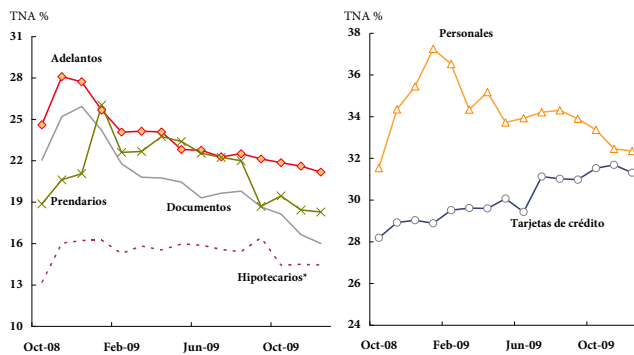
En general, las tasas de interés activas disminuyeron (ver Gráfico IV.6). Las caídas más significativas se registraron en las líneas comerciales (adelantos y documentos) y en los préstamos personales, mientras que las tarjetas de crédito presentaron cierto incremento interanual en sus tasas de interés.

El crecimiento del crédito al sector privado se canalizó mayormente a las empresas

El financiamiento al sector corporativo²⁴ creció algo más que los préstamos a los hogares a lo largo de 2009, ganando ponderación en el *stock* total de financiaciones (ver Gráfico IV.1), luego de varios años de perder participación relativa. De todas formas, hacia fines de año volvió a destacarse el desempeño del crédito a las familias, impulsado por las financiaciones destinadas al consumo (ver Gráfico IV.7).

Gráfico IV.6

Tasas de Interés Activas en Pesos
Crédito al sector privado - Sistema financiero

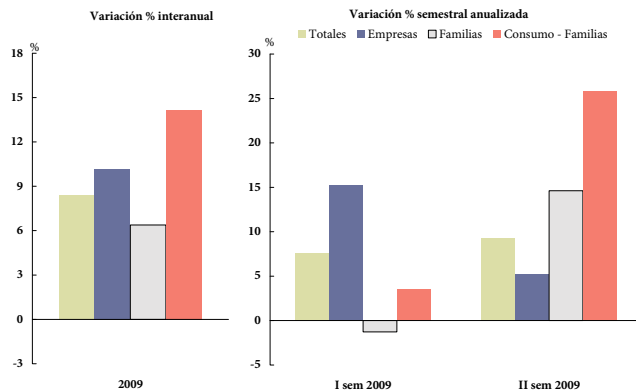


* La tasa de interés de préstamos hipotecarios incluye a las operaciones concertadas a tasa fija o reparable.
Fuente: SISCEM, BCRA

A lo largo del año el financiamiento bancario siguió creciendo en todos los sectores productivos, con excepción del segmento comercial. Los créditos a la construcción, a los servicios y al sector agropecuario aumentaron por encima del promedio (ver Gráfico IV.8), siendo instrumentados mayormente por medio de adelantos y de documentos. Los adelantos se destacaron como la línea de crédito que explicó el desempeño del sector agropecuario, los documentos tuvieron mayor preponderancia en el caso de los servicios, en tanto que la construcción utilizó ambas líneas en partes similares.

Gráfico IV.7

Evolución de las Financiaciones al Sector Privado
Sistema financiero



Fuente: BCRA

Al observar la evolución del financiamiento bancario a empresas por tramos de saldo residual, el segmento de mayor tamaño relativo (más de \$5 millones) verificó un ritmo de expansión interanual por encima de las financiaciones más pequeñas (menos de \$5 millones).

El BCRA continúa instrumentando medidas tendientes a promover la profundidad del crédito. Tanto las licitaciones de *swaps* de tasas de interés como el fortalecimiento del mercado de futuros de tasa (con la colaboración del MAE) contribuyen a la creación de una referencia para la estructura temporal de tasas de interés en pesos de mediano y largo plazo, estimulando el otorgamiento de préstamos a tasa fija con plazos más extensos. En esta línea, la simplificación de los requisitos de información para la presentación de solicitudes de crédito, evaluación del perfil de riesgo de los solicitantes en la originación y

²⁴ Se consideran financiaciones a empresas a aquellas otorgadas a personas jurídicas y al financiamiento comercial otorgado a personas físicas, el resto de las financiaciones a personas físicas se considera dentro del concepto de familias.

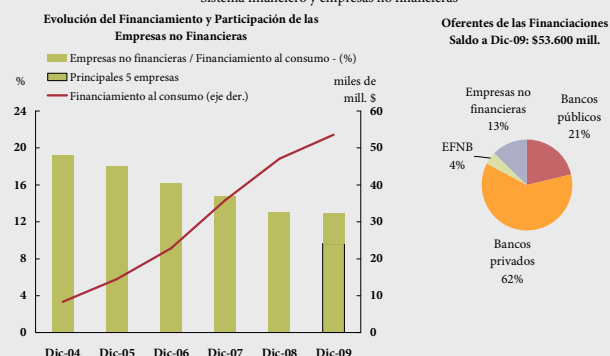
Apartado 3 / Financiamiento al Consumo de las Familias mediante Tarjetas de Crédito Emitidas fuera del Sistema Financiero

Una parte relevante del financiamiento que utilizan los hogares se genera en intermediarios no bancarios. Así, el crédito originado desde las empresas de tarjetas de crédito emitidas por empresas no financieras²⁵ representa alrededor de 13% del financiamiento para consumo de los hogares²⁶. Actualmente operan más de 100 firmas en este mercado, presentando una amplia cobertura regional. Esta fuente de recursos para las familias viene aumentando su dinamismo en los últimos períodos, en concordancia con la mejora de la actividad de intermediación financiera, reflejándose en disminuciones en las tasas de interés y en los niveles de morosidad. La mayor actividad económica esperada, conjuntamente con la mejora en los niveles de empleo, sientan las bases para prever una gradual profundización de la actividad de estos intermediarios

A pesar de atravesar una situación de crisis internacional sin precedentes, el financiamiento local destinado al consumo de las familias mantuvo una tendencia creciente en los últimos años. Este desempeño es consistente con las graduales mejoras en los ingresos de los hogares, de la mano de mayores salarios y menores tasas de desocupación, en un contexto de moderados niveles de endeudamiento del sector. De esta manera, los hogares lograron sostener su posición financiera y, paulatinamente vienen incrementando la utilización de recursos crediticios.

El rol asumido por las entidades financieras en el otorgamiento de préstamos para consumo de los hogares fue preponderante en los últimos años, dadas sus ventajas en términos de disponibilidad de una amplia red de sucursales en distintos puntos del país y su capacidad para evaluar a los potenciales deudores, entre otros factores. No obstante, este rol no es exclusivo de los bancos, existiendo otros intermediarios como las empresas no financieras emisoras de tarjetas de crédito, las mutuales, las cooperativas, las cadenas de *retail* e inclusive agentes no formales, que brindan financiamiento a las familias. Estos intermediarios generalmente tienen estrategias de originación crediticia destinadas a abastecer segmentos de la población relativamente menos atendidos por las entidades financieras.

Gráfico A.3.1
Financiamiento al Consumo de las Familias*
Sistema financiero y empresas no financieras

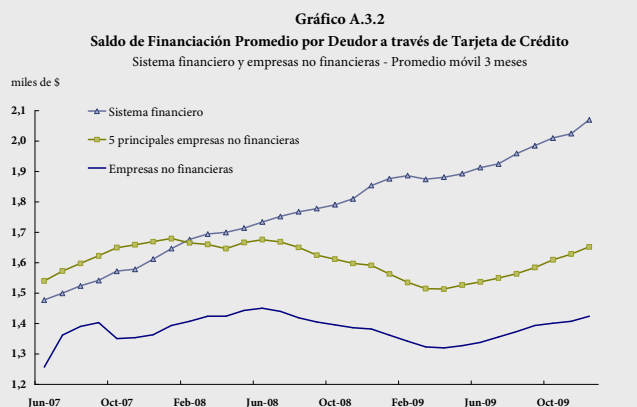


* Incluye el saldo de las entidades financieras (préstamos personales y tarjetas de crédito) y el financiamiento otorgado a través de tarjetas de crédito de empresas no financieras.

Fuente: BCRA

²⁵ Si bien estas empresas emisoras de tarjetas no forman parte del sistema financiero, en algunos casos pertenecen a grupos financieros con presencia bancaria. Este conjunto de empresas no financieras se identifica con el concepto de "sistema cerrado".

²⁶ Definido para el cálculo como la suma del saldo de financiamiento para consumo (préstamos personales y de tarjetas de crédito) de las entidades financieras y el saldo de crédito otorgado a través de tarjetas por parte de las empresas no financieras.



Nota: El saldo de la financiación se divide por la cantidad de deudores existentes en las entidades financieras y en las empresas no financieras emisoras de tarjetas de crédito. Según la información disponible un mismo deudor puede figurar en varias entidades. Un deudor con más de una tarjeta en un mismo banco (o empresa no financiera) se computa como uno solo.

Fuente: BCRA

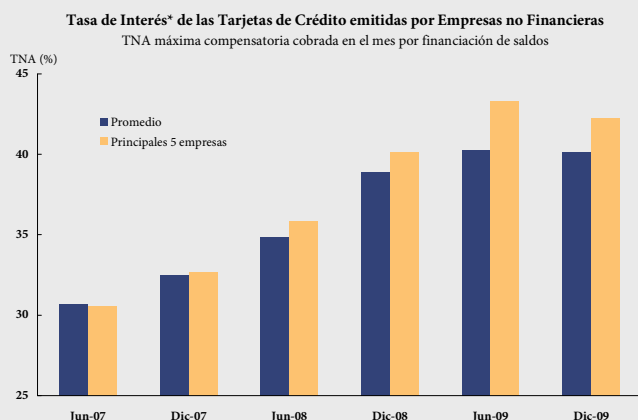
El financiamiento para consumo de las familias originado a partir de tarjetas de crédito otorgadas por las empresas no financieras (es decir, no vinculadas directamente a la actividad bancaria), representa una parte considerable del mercado de consumo (ver Gráfico A.3.1), si bien vino gradualmente perdiendo participación frente al sistema financiero en los últimos períodos. Existen actualmente más de 100 firmas emisoras de tarjetas de crédito activas, gran parte de las cuales focalizan su nicho de negocios en ámbitos regionales. Cabe considerar que este mercado de tarjetas se encuentra principalmente concentrado en 5 intermediarios²⁷ que representan 75% del saldo total de financiamiento mediante este instrumento (fines de 2009), empresas que explican los principales avances del sector.

²⁷ Tarjeta Naranja, Tarjeta Cuyana, American Express, Tarjetas Más y Tarjeta Shopping.

El desarrollo del mercado de tarjetas emitidas por empresas no financieras en los últimos años resultó en parte impulsado por la generación de fideicomisos financieros, aprovechando los beneficios que brinda el mercado de capitales para descargar los riesgos y obtener liquidez. En particular, en 2009 las empresas no financieras otorgantes de tarjetas emitieron fideicomisos con cupones como activos subyacentes por un equivalente a 12% del saldo promedio registrado en 2009 de financiaciones mediante este mecanismo.

A partir de mediados de 2009 comenzó a renovarse el dinamismo del consumo de los hogares, en parte por la menor incertidumbre acerca de los efectos de la volatilidad internacional sobre el empleo y la actividad económica local. En este marco, el financiamiento para consumo de las familias mejoró (ver Página 58), particularmente el otorgado por las empresas no financieras, que realizan financiaciones de tamaños medianos - pequeños en su gran mayoría (aproximadamente 80% de las financiaciones tienen saldos residuales menores a \$5.000).

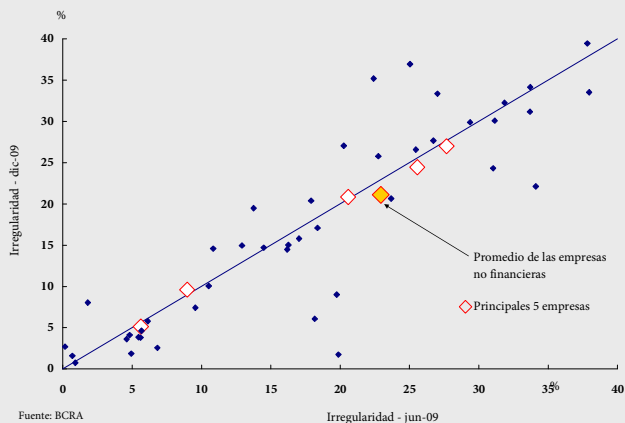
Gráfico A.3.3



También aumentó la cantidad de deudores, y el saldo de financiaciones por tarjeta (ver Gráfico A.3.2). Sin embargo, el saldo promedio por tarjeta aún se ubica por debajo del observado para los plásticos emitidos mediante el sistema financiero. El contexto de estabilidad económica y financiera permitió que las tasas de interés máximas del financiamiento mediante este tipo de tarjetas comenzaran gradualmente a reducirse en los últimos meses (ver Gráfico A.3.3). Esta disminución tuvo lugar de manera generalizada entre los oferentes de crédito, si bien se observó en mayor medida en las principales empresas prestatarias.

Gráfico A.3.4

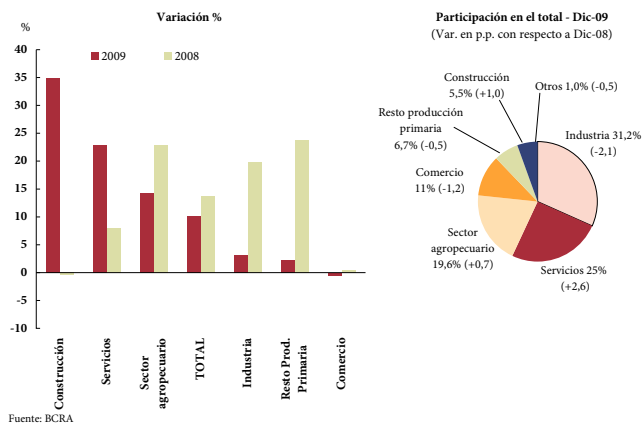
Cambio en el Ratio de Irregularidad de las Financiaciones Mediante Tarjetas de Crédito Otorgadas por Empresas no Financieras



Las mejoras paulatinas en la capacidad de pago de las familias, en línea con la estabilización de la confianza de los consumidores y las buenas perspectivas en términos de empleo, sumadas a los graduales avances en términos de la administración del riesgo de crédito por parte de los otorgantes de préstamos para consumo, se reflejan en parte en los progresos en el desempeño de los deudores del sector. La irregularidad de las financiaciones mediante tarjetas de crédito otorgadas por empresas no financieras se ubicó en torno a 21% en el cierre de 2009, cayendo casi 2 p.p. en la segunda parte del año (ver Gráfico A.3.4). El nivel de irregularidad del financiamiento mediante tarjetas de empresas no financieras se ubica por encima del correspondiente a los préstamos originados en el sistema financiero, siendo en principio consistente con las características de un segmento con un riesgo de contraparte relativamente mayor.

Las perspectivas positivas de crecimiento económico para los próximos meses darían lugar a graduales mejoras en el mercado laboral, generando así un contexto propicio para el desarrollo futuro de las líneas crediticias de las empresas no financieras. Estas empresas contribuyen a ampliar el alcance regional y socioeconómico de la actividad de los bancos, complementando su accionar. A partir de la expansión y las buenas perspectivas, resulta importante el monitoreo de los niveles de endeudamiento agregado de las familias para un correcto seguimiento del riesgo sistémico, de manera de prevenir situaciones de excesivo apalancamiento que puedan generar cierto deterioro sobre su capacidad de pago.

Gráfico IV.8
Crédito a las Empresas por Actividad Económica



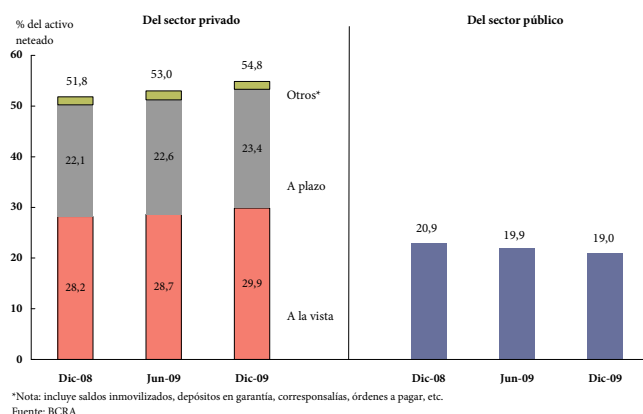
monitoreo crediticio, también favorecen el desarrollo del crédito.

El avance del crédito al sector privado se produce conjuntamente con un leve incremento en las financiaciones al sector público (crecen 1,6 p.p. del activo neteado en el año hasta 15%). Este desempeño resulta principalmente explicado por los bancos oficiales, en el marco del financiamiento al Tesoro Nacional establecido por la Ley 26.422 (art. 74).

Se incrementan los depósitos del sector privado ganando participación en el fondeo total

Los depósitos totales del sector no financiero²⁸ aumentaron casi 15% en 2009, impulsados mayormente por las colocaciones del sector privado que crecen 19,7%, ganando así participación en el fondeo de la banca (ver Gráfico IV.9). El incremento de las imposiciones de las empresas y las familias llevó a que estas colocaciones alcancen casi 17% del PIB.

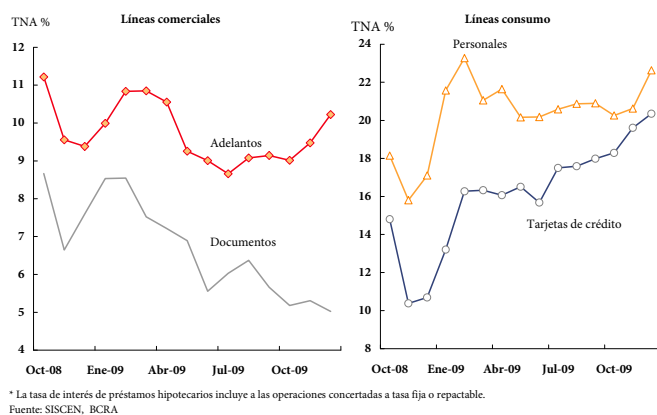
Gráfico IV.9
Depósitos en el Sistema Financiero



El incremento de los depósitos del sector privado fue explicado tanto por las colocaciones en pesos como en moneda extranjera. Las imposiciones en divisas se expandieron 27%²⁹ en 2009, alcanzando casi 20% del total. Las colocaciones en moneda nacional aumentaron 16% en el año, siendo conducidas tanto por los depósitos a la vista como a plazo.

La evolución de los depósitos privados se dio en un contexto de menores tasas de interés, en línea con la reducción realizada por el BCRA de 150 p.b. en las tasas de pases en el segundo semestre de 2009. En términos del *spread*, mientras que en las financiaciones comerciales se redujo, en los préstamos para consumo verificó cierto incremento (ver Gráfico IV.10).

Gráfico IV.10
Spread de Tasas de Interés - Crédito al sector privado
Por operaciones en pesos - Sistema financiero



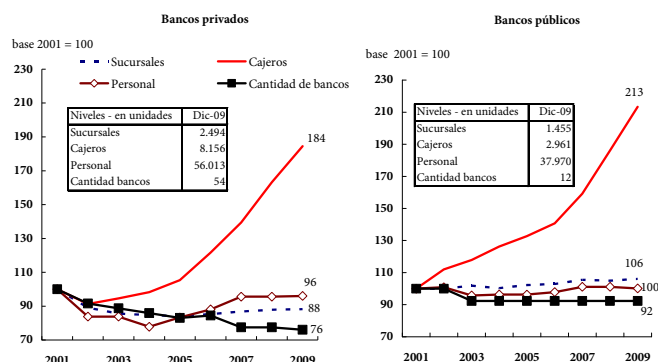
Sobre fines de 2009 se cancelaron los redescuentos por iliquidez otorgados por el BCRA durante la crisis de 2001-2002, luego de que el último banco dentro del esquema de *matching* pagara la totalidad de sus obligaciones. Por su parte, la exposición del conjunto de entidades financieras al fondeo externo sigue siendo reducida y decreciente, minimizándose de esta manera los posibles efectos negativos en un contexto en el que persiste la volatilidad de los flujos de capital.

Siguió mejorando la cobertura geográfica de la infraestructura del sistema financiero

²⁸ Incluye las colocaciones del sector privado, público, intereses devengados y ajustes por CER.

²⁹ En moneda nacional esta variación alcanza 40%. Esta diferencia tiene origen en los efectos del incremento del tipo de cambio nominal.

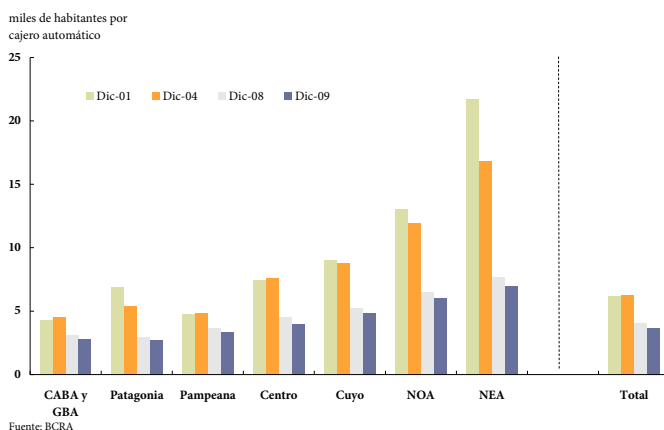
Gráfico IV.11
Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos



Nota 1: en el número de sucursales se incluyen aquellas móviles y transitorias; la cantidad de cajeros automáticos abarca las terminales de autoservicio.

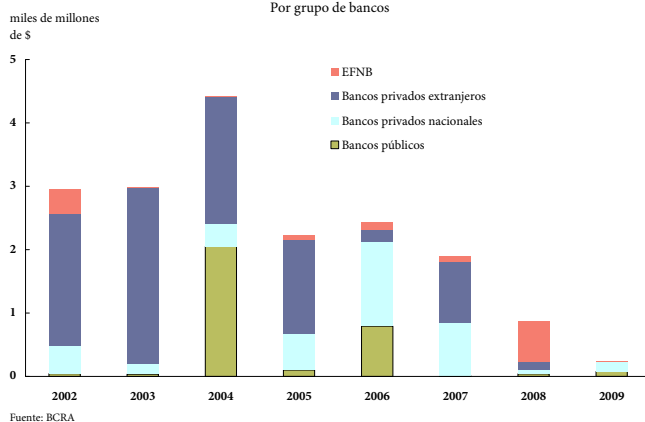
Fuente: BCRA

Gráfico IV.12
Alcance Regional del Sistema Financiero



Fuente: BCRA

Gráfico IV.13
Capitalizaciones del Sistema Financiero
Por grupo de bancos



Fuente: BCRA

La evolución de la infraestructura operativa del sistema financiero continuó acompañando al avance de la actividad de intermediación. En 2009 el número de cajeros automáticos se incrementó 13,4%, alcanzando un nivel que duplica al de 2001. La cantidad de sucursales aumentó ligeramente, impulsada tanto por los bancos públicos como por los bancos privados, mientras que la nómina de trabajadores en el sistema financiero disminuyó levemente (ver Gráfico IV.11).

Continuaron registrándose mejoras en la cobertura geográfica de la infraestructura de servicios financieros entre las distintas jurisdicciones del país. En 2009 la relación habitantes por cajero automático cayó en todas las regiones del país, destacándose el progreso en las regiones del NEA y NOA (ver Gráfico IV.12). La brecha entre la región con mayor y menor cobertura alcanza 2,6 veces (5,1 en pre-crisis). Las jurisdicciones del norte del país siguen manteniendo niveles de cobertura mediante sucursales relativamente menores, aunque observan avances en los últimos años.

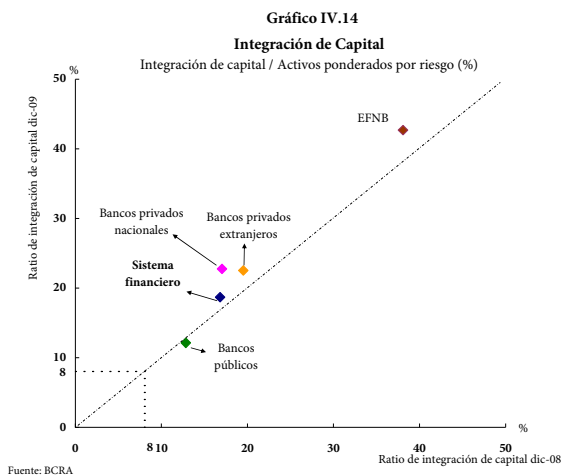
Tras varios años de mejoras en la eficiencia operativa del sistema financiero, dada la evolución reciente de los recursos utilizados en el proceso de intermediación financiera, durante 2009 no hubo cambios significativos en los indicadores de productividad. Por su parte, si bien desde niveles moderados, el grado de concentración del sistema financiero verificó un leve aumento en el último año. En particular, el índice de Herfindahl Hirschman llegó aproximadamente a 672³⁰ (medido por la suma de depósitos y créditos al sector privado), 2% mayor que el valor de cierre de 2008.

Posición de capital

Se mantiene la solvencia del sistema financiero

El patrimonio neto consolidado se expandió a un ritmo de 21%, por encima de lo observado en los últimos años. Este crecimiento fue explicado por las ganancias contables devengadas y por la recepción de nuevos aportes de capital. En 2009 las capitalizaciones a nivel sistémico ascendieron a \$240 millones, siendo canalizadas mayormente hacia los bancos privados nacionales (ver Gráfico IV.13). Como resultado del mayor crecimiento relativo del patrimonio neto de los bancos respecto de los activos, en los últimos meses se redujo el apalancamiento (ver Gráfico IV.2), alcanzando el valor más bajo desde 2003.

³⁰ Equivalente a un sistema financiero con 15 bancos iguales, todos del mismo tamaño.



La integración de capital del sistema financiero continuó incrementándose paulatinamente hasta 18,6% de los activos ponderados por riesgo (APR). En 2009 este indicador aumentó 1,8 p.p., principalmente por el desempeño de los bancos privados (tanto de capitales nacionales como extranjeros) (ver Gráfico IV.14). La integración de capital del sistema financiero prácticamente duplicó a la exigencia a fines de 2009.

Aumentaron las ganancias contables de los bancos impulsadas por el margen financiero

En un escenario de moderado crecimiento del volumen de intermediación financiera, los bancos obtuvieron ganancias contables nominales anuales por quinto período consecutivo. Los beneficios contables acumulados alcanzaron 2,3% del activo en 2009, 0,7 p.p. por encima del año previo, en un marco en el que las mejoras en los resultados por títulos valores, por intereses y por servicios superaron a las subas en los gastos de administración y en los cargos por incobrabilidad (ver Tabla IV.2). Los rubros correspondientes a la amortización de amparos y a los ajustes de valuación de los préstamos al sector público, que recogen el reconocimiento de los efectos de la crisis de 2001-2002, prácticamente desaparecieron. Si se netea el impacto de estos rubros en los últimos dos años, la rentabilidad de 2009 hubiese sido similar a la de 2008.

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

	93-00	2007	2008	2009	I-09	II-09
Margen financiero	6,1	5,7	6,7	8,5	8,3	8,8
Resultado por intereses	4,9	2,2	3,1	4,1	4,1	4,2
Ajustes CER y CVS	0,0	1,0	0,9	0,4	0,3	0,4
Resultado por títulos valores	0,8	1,9	1,4	3,3	2,6	3,9
Diferencias de cotización	0,0	0,5	0,8	0,7	0,9	0,4
Otros resultados financieros	0,3	0,1	0,4	0,1	0,5	-0,2
Resultado por servicios	3,5	3,1	3,6	3,9	3,7	4,0
Gastos de administración	-6,7	-5,5	-6,1	-6,7	-6,6	-6,8
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-0,7	-0,9	-1,1	-1,2	-1,0
Ajustes de activos del sector público (*)	-	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	0,0
Cargas impositivas	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0
Amortización de amparos	-	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
Diversos	0,7	0,9	0,5	0,1	-0,1	0,3
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,4	-0,4	-1,2	-1,0	-1,4
Resultado final (ROA)	0,5	1,5	1,6	2,3	2,0	2,7
Resultado en % del PN (ROE)	3,4	11,0	13,4	19,3	16,7	21,6
Resultado ajustado (**)	-	2,5	2,5	2,5	2,1	2,9

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

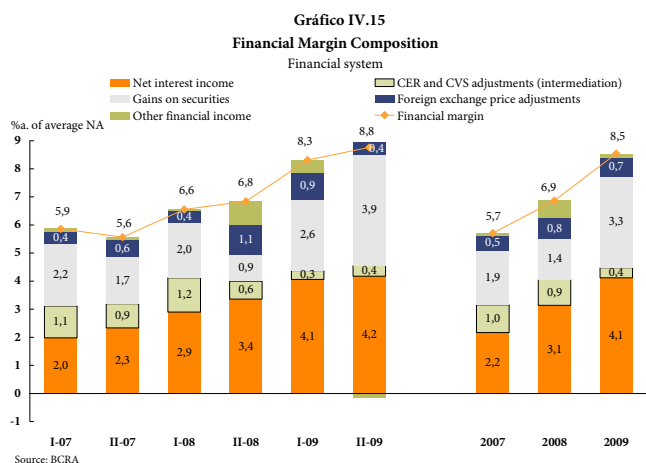
(**) Excluyendo amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.

Fuente: BCRA

El margen financiero de la banca cerró 2009 con un registro contable de 8,5% del activo neteado (ver Gráfico IV.15). Esta evolución recogió el aumento de los resultados por títulos valores y de los ingresos netos por intereses, movimientos en parte amortiguados por los menores ajustes CER, y la disminución de las diferencias de cotización y de otros resultados.

Los resultados por títulos valores fueron el rubro de mayor incremento relativo en los últimos meses, a partir de la recuperación del mercado de renta fija luego de los mínimos de 2008. Los resultados contables corrientes por títulos públicos acumulados en el período 2007-2009, son similares a los que se hubieran obtenido de valorar la cartera de títulos a precios de mercado. No obstante, esta última alternativa hubiera presentado una mayor volatilidad.

La expansión de los resultados por intereses fue principalmente explicada por el mayor incremento de los ingresos devengados por préstamos al sector privado respecto al aumento de los egresos vinculados con los depósitos (ver Gráfico IV.16). Los ingresos netos por intereses se afirmaron como el factor de mayor ponderación en el margen financiero de los bancos. Los ajustes devengados por CER disminuyeron significativamente (ver



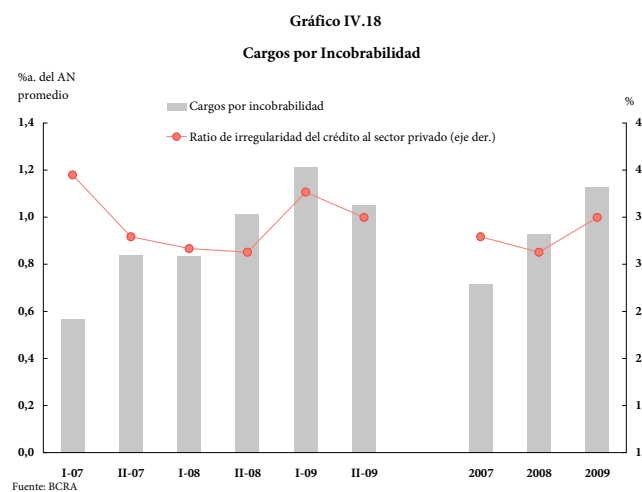
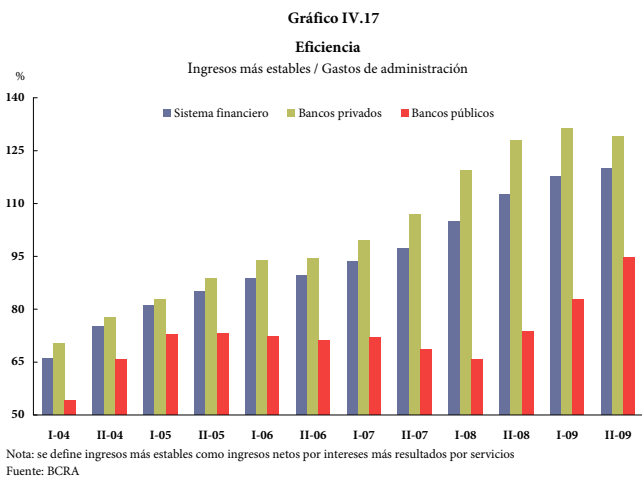
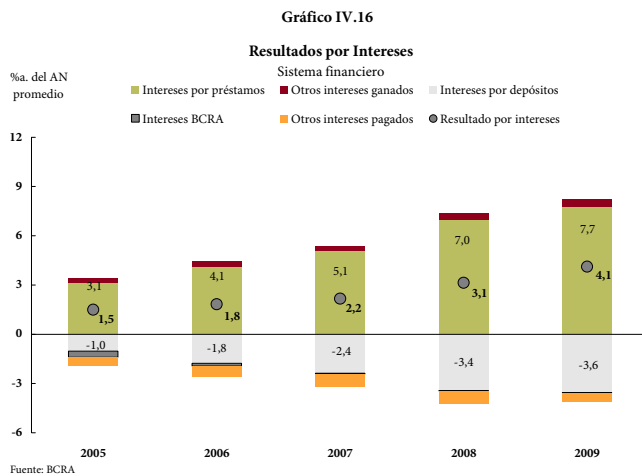


Tabla IV.2), por el menor descalce de partidas ajustables a partir de los canjes de títulos valores³¹. Las diferencias de cotización y las restantes partidas vinculadas con el tipo de cambio registraron un leve descenso respecto a 2008. Los resultados por servicios siguieron aumentando. Las comisiones originadas en el otorgamiento de créditos crecieron en los últimos meses más que las provenientes de los depósitos.

Crecieron moderadamente los gastos de administración y los cargos por incobrabilidad

Los gastos de administración continuaron aumentando en 2009, recogiendo principalmente los ajustes salariales. La expansión de los ingresos más estables siguió superando el incremento de estos gastos. La eficiencia operativa del sector financiero, medida como el cociente entre los ingresos más estables y los gastos de administración, continuó consolidándose gradualmente (ver Gráfico IV.17). La mejora en la calidad de cartera en los últimos meses se vio reflejada en una desaceleración de los cargos por incobrabilidad, que de todos modos cerraron el año con un leve incremento respecto a 2008 (ver Gráfico IV.18).

Se prevé que a lo largo de 2010 las entidades financieras continúen consolidando su solvencia

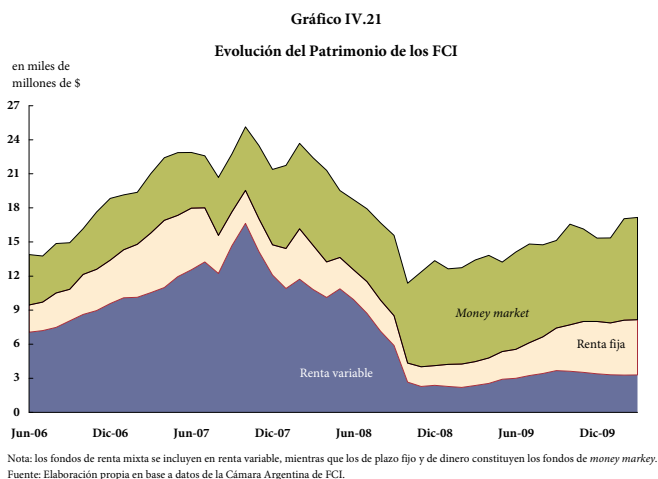
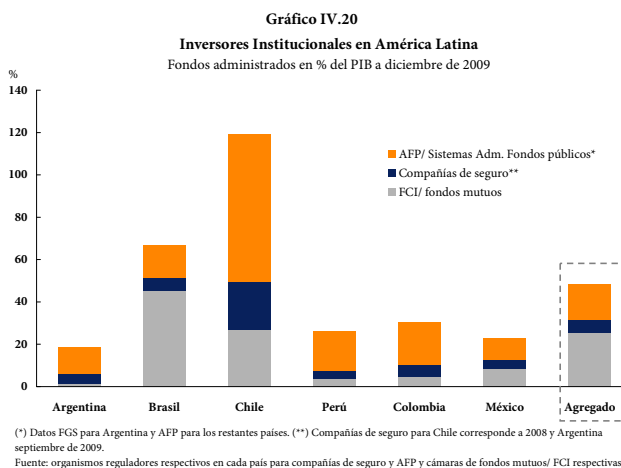
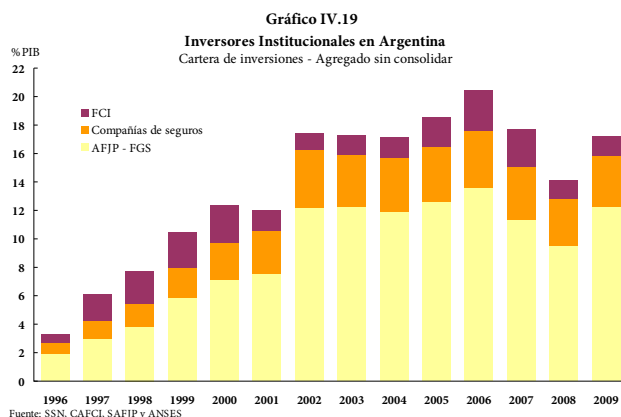
Se espera que el conjunto de entidades financieras continúe obteniendo beneficios contables y así consolidando sus indicadores de solvencia durante 2010, en un contexto de crecimiento de la actividad de intermediación con el sector privado. Los resultados por intereses, principal fuente de recursos bancarios, continuarían liderando los ingresos del sector, seguidos por los recursos generados por los servicios. Se prevé que los gastos de administración crezcan levemente en la medida en que la actividad de intermediación financiera siga con su dinamismo.

IV.2 Inversores Institucionales

Aumenta el valor de las carteras en sintonía con la recomposición de las cotizaciones

En 2009 la fuerte recomposición de las cotizaciones en el mercado local, en línea con la región, aumentó el valor de la cartera de inversiones del conjunto de los inversores institucionales (II) (ver Gráfico IV.19). La cartera agregada del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), las compañías de seguros y los Fondos Comunes de Inversión (FCI) creció un 35% entre puntas del año, pasando de casi \$146.000 millones (14% del PIB) a fines

³¹ A lo largo de 2009 se realizan tres canjes de títulos públicos ajustables por nuevos títulos que ajustan por tasa BADLAR bancos privados.



de 2008 a cerca de \$197.000 millones (17% del PIB)³². Si bien la mejora en las cotizaciones en el mercado abarcó tanto a los instrumentos del sector público como del privado, casi dos tercios del incremento en la cartera de los II estuvieron vinculados a las tenencias de títulos públicos (en línea con su alta ponderación)³³. A pesar de la recomposición anual, el tamaño relativo de la cartera de los inversores institucionales aún se encuentra por debajo de su propio máximo (más de 20% del PIB en 2006) y del promedio para los principales países de América Latina (casi 50% del PIB) (ver Gráfico IV.20).

Si bien la tendencia creciente fue generalizada entre las carteras de los diferentes grupos de inversores, el incremento agregado está en gran parte explicado por el comportamiento del principal inversor institucional a nivel local, el FGS (la cartera administrada por este último alcanzaba \$140.853 millones al cierre de 2009) (ver Tabla IV.3). Una porción sustancial de esta variación estuvo explicada por los activos del sector público en cartera: la ampliación del financiamiento al Gobierno y la revalorización de los títulos públicos durante 2009 llevaron a que la ponderación de las operaciones de crédito público con la Nación alcanzara 62% a fines del año³⁴ (2,5 p.p. más que en 2008). Adicionalmente se destaca el fuerte dinamismo registrado por la financiación de proyectos productivos y de infraestructura, cuyo saldo pasó de \$2.200 millones a fines de 2008 a \$8.400 millones en diciembre de 2009³⁵. Entre las restantes categorías de activos que componen la cartera del FGS se destaca el avance en el valor de las tenencias de acciones locales y – en menor medida – extranjeras (en línea con la revalorización de los índices bursátiles, más marcada en el caso local). Las tenencias de obligaciones negociables crecieron en el año, aunque en el segundo semestre se mostraron más estables³⁶. En contraposición, se verificó una contracción de la posición en fondos comunes, ciertos fideicomisos financieros y en los plazos fijos.

Los activos de las compañías de seguros totalizaban \$56.132 millones en diciembre de 2009, con \$40.938 millones de inversiones. Estas inversiones crecieron 21% desde fines de 2008, reflejando un movimiento generalizado entre los diferentes tipos de compañías (aunque sobresale el crecimiento de las empresas de seguros generales y de riesgo de trabajo). También en este caso el incremento del valor de las inversiones estuvo liderado

³² Se muestra la cartera agregada de inversiones en términos brutos (sin consolidar) y sin incluir disponibilidades.

³³ Las tenencias de títulos públicos explican casi el 80% de la cartera agregada de inversiones de los II. El crecimiento en el valor de estas tenencias incluye tanto un efecto precio como uno cantidad. La valuación de los activos presenta diferencias entre diferentes subgrupos de II.

³⁴ Adicionando los fideicomisos financieros estructurados la exposición al sector público es de 64,7% (con un crecimiento i.a. de 1,5 p.p.).

³⁵ El *stock* de estos préstamos está conformado por incentivos a la industria automotriz y por doce proyectos productivos o de infraestructura. Los tres principales proyectos en orden de magnitud son: NASA I Central Atucha II, SISVIAL II y Préstamo EPEC.

³⁶ En los primeros meses de funcionamiento, el FGS había participado activamente en las colocaciones primarias de obligaciones negociables. Este dinamismo se debilitó en los últimos meses de 2009.

Tabla IV.3
Evolución de la Cartera del FGS

Rubro	Dic-08		Dic-09		Var. %
	Monto (mill. de \$)	Participación (%)	Monto (mill. de \$)	Participación (%)	
Depósitos en bancos	3.519	0,04	4.075	2,9	16
Operaciones de cré. púb. de la Nación	58.427	59,5	87.296	62,0	49
Títulos emitidos por entes estatales	639	0,7	732	0,5	15
Obligaciones negociables	1.611	1,6	2.309	1,6	43
Plazo fijo	10.215	10,4	9.574	6,8	-6
Acciones	7.844	8,0	13.831	9,8	76
Fondos comunes de inversión	3.173	3,2	1.833	1,3	-42
Títulos valores extranjeros	5.137	5,2	6.760	4,8	32
Fideicomisos financ. estructurados	3.660	3,7	3.805	2,7	4
Otros fideicomisos financieros	1.561	1,6	549	0,4	-65
Proyectos product. o de infraestructura	2.183	2,2	8.400	6,0	285
Otros	255	0,3	1.688	1,2	562
Total	98.224	100,0	140.853	100,0	43

Fuente: Elaboración propia en base a datos ANSES-FGS

por los títulos públicos, si bien se destaca el aporte de otros instrumentos de renta fija con fuertes mejoras de precios y cierto dinamismo en las colocaciones durante el año, como las ON.

En lo que respecta a la cartera de los FCI, en el segundo semestre se aceleró la tendencia positiva observada durante la primera mitad del año, cerrando 2009 con un incremento del 15% (esta dinámica favorable se mantiene los primeros meses de 2010). Si bien los fondos de *money markets* (incluyendo plazos fijos) seguían detentando a fines de 2009 la mayor ponderación sobre el total, el contexto de apreciación de los instrumentos de renta fija y renta variable, sumado a una búsqueda de mayor rentabilidad, llevó a que su saldo cayese a lo largo del año (pasando de explicar casi el 70% a una ponderación menor a 50% del total). El resto de los subgrupos de FCI crecieron en forma generalizada, observándose también en este caso un claro liderazgo del componente vinculado a los títulos públicos (ver Gráfico IV.21). Los fondos dedicados a renta fija crecieron más de 160% en el año (80% en el segundo semestre), contra una variación de 43% en el caso de los de renta variable.

Apartado 4 / Desempeño del Mercado de Fideicomisos Financieros en Argentina

Los fideicomisos financieros (FF) han sido un instrumento ampliamente utilizado localmente en los últimos años como medio para obtener recursos líquidos. A través de la securitización de activos, las firmas que tienen alta capacidad de originación de créditos pero bajas posibilidades de elevar su endeudamiento pueden hacerse de nuevos fondos que les permiten continuar ampliando su negocio. Más aún, los FF constituyen un instrumento de mercado que contribuye a la diversificación de riesgos de las entidades financieras. El desempeño de la colocación de FF fue afectado en los últimos períodos por el escenario internacional más adverso y ante modificaciones en el mercado local. La positiva evolución económica esperada para el resto de 2010 contribuiría a gradualmente recomponer este mercado

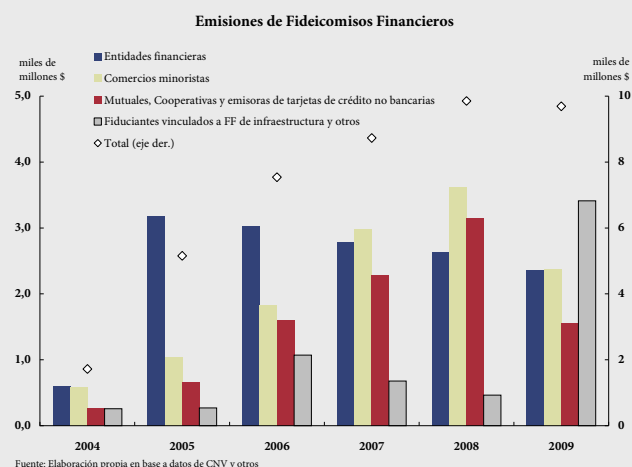
El mercado local de FF comenzó a mostrar un gran dinamismo a partir de 2005, siendo favorecido por el *boom* del consumo asociado a la recuperación de la actividad económica, del empleo y de los ingresos de las familias. En efecto, el monto de activos securitizados durante 2005 superó los \$5.000 millones, triplicando el nivel del año anterior, y verificando un crecimiento de 46% a lo largo de 2006. El cambio de contexto ocurrido tras el estallido de la crisis financiera internacional, sumado a otros factores más directamente ligados a la actividad de los FF, redundaron en una desaceleración de su crecimiento a tasas en torno a 13% en 2007 y 2008, verificando una leve caída en 2009.

La morigeración en el ritmo de expansión de los activos titulizados verificada en los últimos períodos puede atribuirse tanto a la profundidad de la crisis financiera internacional y su inevitable impacto en la economía doméstica, como a factores relacionados con el mercado. En este último sentido, a principios de 2009 se presentó en concurso preventivo de acreedores una compañía de electrodomésticos con muy activa participación en el mercado de FF. Esto generó en cierta medida una mayor percepción de riesgo por parte de los agentes económicos y motivó una readecuación normativa de la Comisión Nacional de Valores (CNV), tendiente a establecer mayores controles a los agentes involucrados en la estructuración y gestión de fideicomisos financieros.

Asimismo, a fines de 2008 se realizó un cambio en el tratamiento impositivo de los FF³⁷, afectando las nuevas colocaciones. Por su parte, el BCRA amplió las posibilidades de inversión de los bancos en FF destinados a la inversión, especialmente aquellos vinculados con la realización de obras de infraestructura asociadas a la prestación de servicios públicos. Por otro lado, la reforma del sistema previsional de noviembre de 2008 generó un cambio en el perfil de uno de los principales inversores institucionales del mercado. El traspaso de la cartera de las AFJPs al Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por ANSES, implicó menos demanda de productos destinados a la financiación de consumo y más de aquellos canalizados al financiamiento de proyectos productivos y de obras de infraestructura.

Los cambios evidenciados en el mercado de FF en los últimos períodos se vieron reflejados en la composición de los fiduciarios y en los activos fideicomitidos. En el caso de los activos subyacentes, los vinculados principalmente al consumo (préstamos personales y cupones de tarjetas de crédito) que venían creciendo a tasas elevadas hasta representar más del 90% de los activos securitizados en 2008, a lo largo de 2009 registraron una disminución hasta totalizar alrededor de 53% de las nuevas titulizaciones. Más aún, en el último año comenzaron a ganar relevancia otros tipos de activos como los flujos futuros de fondos, vinculados en su mayor parte a fideicomisos de infraestructura, y los préstamos hipotecarios, que habían estado ausentes en 2008.

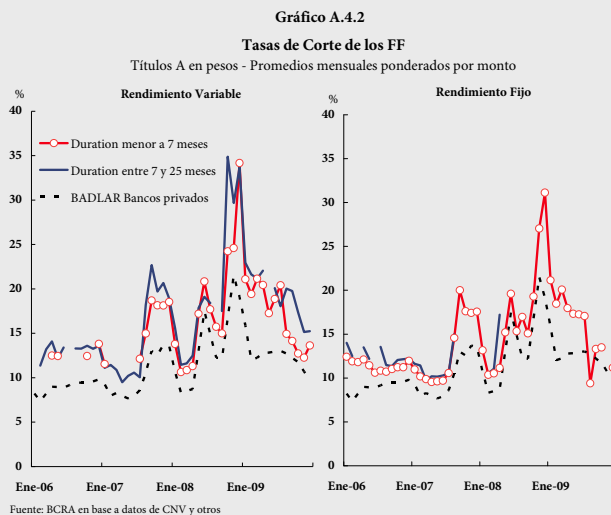
Gráfico A.4.1



³⁷ Decreto 1207/2008 que removió la exención del pago del Impuesto a las Ganancias

En el caso de los fiduciarios, sectores que venían ganando participación como los comercios minoristas y las mutuales, así como las cooperativas y las emisoras no bancarias de tarjetas de crédito, en el último año registraron reducciones en sus volúmenes de activos titulizados (34% y 51% menos que en el 2008 en uno y otro grupo). Asimismo, las entidades financieras vienen mostrando una paulatina desaceleración en los montos securitizados (alrededor de un 11% menos en 2009 respecto al año anterior), siendo los fiduciarios vinculados a fideicomisos de infraestructura (en su mayoría pertenecientes al sector público) los que apuntalaron el mercado de FF durante el 2009 (ver Gráfico A.4.1).

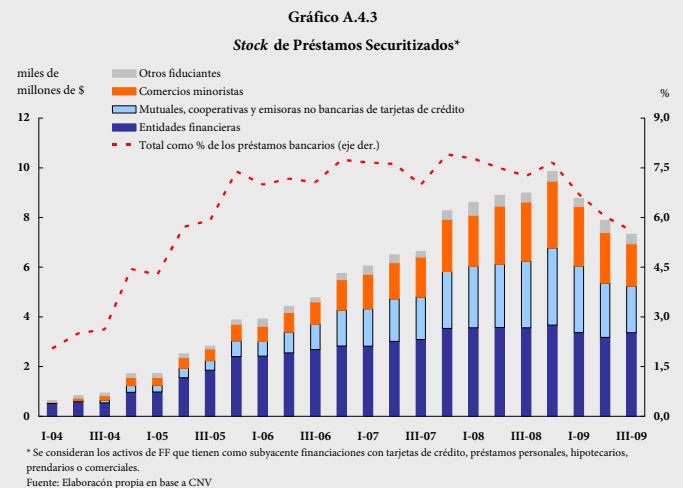
En línea con el aumento de la securitización de activos ligados al financiamiento de obras de infraestructura y proyectos productivos en relación a aquellos ligados al consumo, en el último tiempo se observó un aumento en la *duration* de los títulos *senior* colocados. En particular, en junio y agosto de 2009 la *duration* (promedio ponderado por monto) superó el máximo de diciembre de 2006 (que había sido de 50 meses), al incrementarse hasta 60 y 53 meses, respectivamente. En diciembre de 2009 la *duration* fue de 17 meses, 11,5 meses más respecto a diciembre del año anterior.



En sintonía con la evolución de las tasas de interés del mercado monetario, luego de un período de relativa estabilidad, en septiembre de 2007 y en diciembre de 2008 las tasas de corte de los títulos *senior* registraron picos producto del impacto de la crisis financiera internacional. La tasa de interés de los títulos con rendimiento variable y fijo (con una *duration* menor a 7 meses) alcanzaron valores de 34,2% y 31,1%, respectivamente. Posteriormente, a medida que los mercados financieros retornaban a la normalidad, las tasas de corte de los títulos *senior* fueron mostrando una ten-

dencia descendente. En efecto, la tasa de corte (promedio ponderado por monto) de los títulos a menor plazo adjudicados a tasa variable se ubicó en diciembre de 2009 en 13,6%, 20,5 p.p. por debajo de la registrada en igual período del año anterior. La tasa de corte de aquellos títulos concertados a tasa fija alcanzó 11,2% en diciembre de 2009, habiendo registrado un promedio de 31,1% en igual mes de un año atrás (ver Gráfico A.4.2).

Respecto a los fideicomisos orientados a financiar obras de infraestructura, las colocaciones que tuvieron lugar en junio y noviembre de 2009 correspondientes a las series I y II del Fideicomiso creado por Decreto 976/01, fueron realizadas a tasas relativamente más altas (con un margen sobre la tasa BADLAR Bancos Privados de 4% y 5,5% en uno y otro caso), principalmente como resultado de tener una mayor *duration* (de alrededor de 40 meses y 67 meses, respectivamente).



El *stock* de fideicomisos financieros que tiene como subyacentes préstamos al sector privado alcanzó \$7.320 millones en septiembre de 2009, de los cuales el 46% correspondió a securitizaciones originadas por entidades financieras. El nivel alcanzado por este tipo de FF representó cerca del 6% de los préstamos de las entidades financieras, porcentaje que luego de mantenerse relativamente estable durante 2006 y 2007, viene gradualmente decreciendo desde fines de 2008 (ver Gráfico A.4.3).

El contexto de reactivación económica esperado para 2010, con mayores niveles de empleo y de ingresos de las familias, impulsaría nuevamente el dinamismo del mercado de fideicomisos financieros. Esto permitiría a las firmas no financieras y a los bancos contar con una fuente de recursos adicionales para continuar impulsando su actividad, al tiempo de constituir una herramienta para la diversificación de riesgos.

V. Riesgos del Sistema Financiero

Síntesis

Las mejoras en las condiciones macroeconómicas, a pesar de la persistencia de factores de incertidumbre en el plano internacional, colaboran para delinear un marco de operación más favorable para el sistema financiero. Del análisis del balance de exposiciones asumidas y volatilidades enfrentadas, se desprenden algunos progresos en el mapa de riesgos del sector.

El conjunto de entidades financieras sostiene una posición sólida frente al riesgo de liquidez producto de los elevados niveles de cobertura con activos líquidos y de la consolidación de los depósitos del sector privado como la principal fuente de fondeo, todo en un marco en el que el BCRA mantiene la plena vigencia de su rol de Prestamista de Última Instancia. Una acotada volatilidad en las tasas de interés, dada una menor variabilidad cambiaria, deberían generar un contexto propicio para la administración de este riesgo por parte de los bancos.

Las entidades financieras evidencian mejoras con respecto al riesgo de crédito asumido frente al sector privado. La proporción de financiamientos en situación irregular presenta una disminución en los últimos meses, fundamentalmente por el desempeño de las líneas de crédito para consumo. Esta tendencia se vería fortalecida en los próximos meses por la menor carga esperada de los servicios de la deuda de las familias. A su vez, al afianzarse la recuperación económica, las empresas hacen más robusta su capacidad de pago. Por su parte, el conjunto de bancos mantiene relativamente alta la cobertura con provisiones de los créditos en situación irregular.

El mantenimiento de un descalce patrimonial de moneda extranjera en niveles acotados, en un contexto de menor volatilidad del tipo de cambio, constituyen factores que mejoran la posición del sistema financiero frente al riesgo de moneda.

El achicamiento del descalce de partidas ajustables por CER, originado principalmente por los canjes de PGN y Bocones llevados a cabo durante 2009, reducen la exposición del sistema financiero al riesgo de tasa de interés real. Además, la gradual disminución de la volatilidad de las tasas de interés contribuye a mantener baja la probabilidad de observar fluctuaciones que tengan algún impacto significativo en la solvencia del sector.

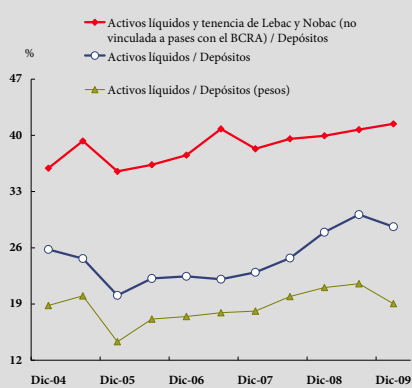
En el marco de la recomposición de las cotizaciones de los títulos públicos se verificó un leve aumento de la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado. Dada la menor volatilidad esperada en los instrumentos de renta fija para el resto del año, en línea con los avances previstos en el proceso de reestructuración de deuda con holdouts, se estima que los bancos mantengan acotada su exposición al riesgo de mercado.

Como resultado, el sistema financiero presenta una configuración de riesgos con mejoras respecto al panorama del año anterior y con buenas perspectivas para los próximos períodos, con indicadores de cobertura más holgados en términos de liquidez y solvencia.

Gráfico V.1

Liquidez

Sistema financiero



Fuente: BCRA

Composición de los Activos Líquidos Totales

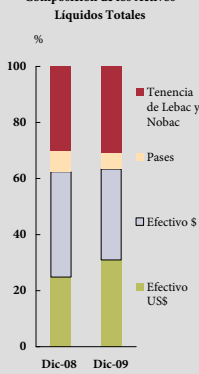
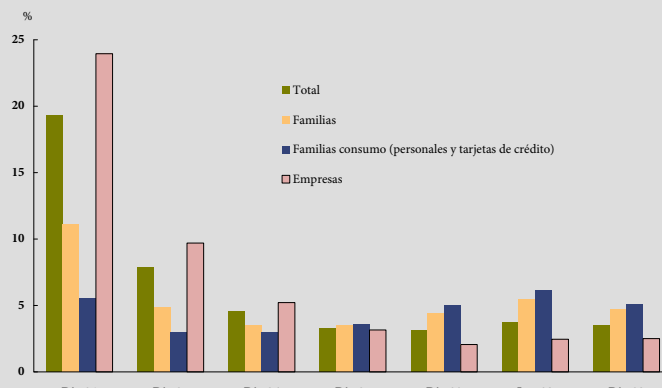


Gráfico V.2

Irregularidad del Crédito al Sector Privado

Cartera irregular / Financiamientos (%)



Fuente: BCRA

V.1 Riesgo de liquidez

El sistema financiero sostiene una holgada posición frente al riesgo de liquidez

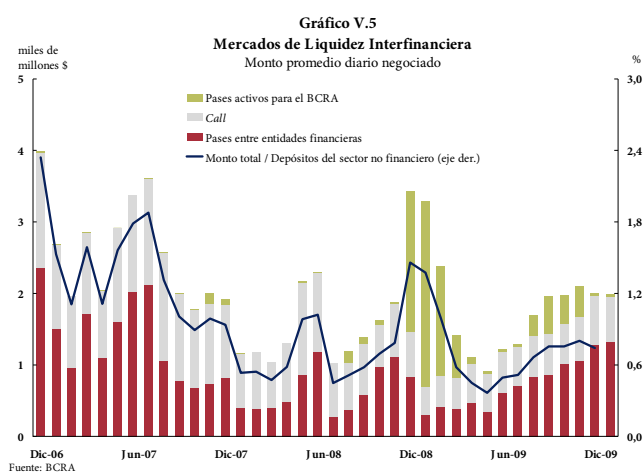
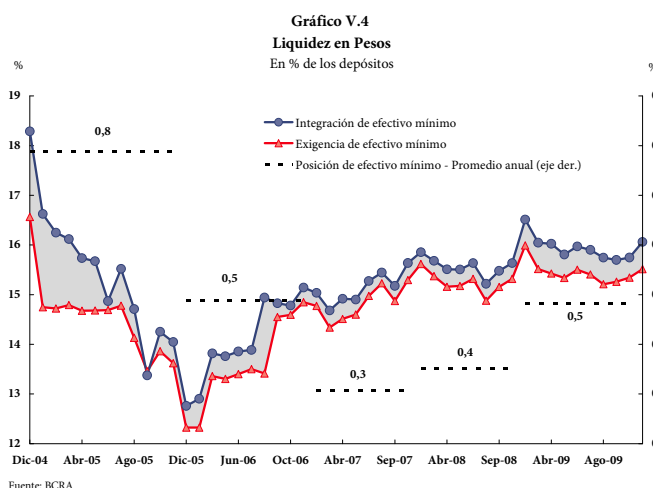
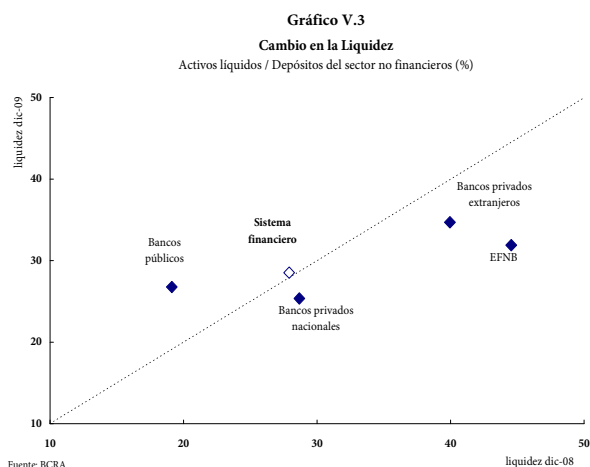
A lo largo de 2009 las entidades financieras locales sostuvieron sus niveles de activos líquidos en un contexto de menor variabilidad de las tasas de interés. De esta manera, los bancos cuentan con la base para desarrollar una eficiente administración del riesgo de liquidez, al tiempo de convalidar una gradual recomposición del crecimiento del crédito al sector privado. Siguen consolidándose los depósitos del sector privado como la principal fuente de fondeo de las entidades financieras (ver Página 42).

Los activos líquidos del sistema financiero (partidas en moneda nacional y extranjera, incluyendo efectivo, cuentas corrientes en el BCRA y pasos netos con Lebac y Nobac con esta Institución) se ubicaron en 28,6% de los depósitos sobre el cierre de 2009, manteniéndose en niveles similares a los del año anterior. Mientras que los bancos públicos incrementaron sus reservas de liquidez, las entidades financieras privadas la redujeron levemente (ver Gráfico V.3). La liquidez en pesos de las entidades financieras se ubicó en 19,1% de los depósitos en 2009, evidenciando una leve disminución en el año. Considerando la tenencia de Lebac y Nobac no vinculada a operaciones de pase, la liquidez total del sistema financiero alcanzó 41,4% de los depósitos (ver Gráfico V.1).

El mantenimiento de altos niveles de liquidez en forma precautoria es una característica de la mayoría de las economías emergentes (ver Gráfico I.14). En el caso local, y tras el incremento de los activos líquidos que se observó en un contexto internacional de alta volatilidad, la gradual normalización registrada en los mercados a partir de la segunda mitad de 2009 ayudó a que las entidades financieras comenzaran a impulsar el financiamiento al sector privado, a la par de incrementar su tenencia de otros activos a rendimiento de bajo riesgo relativo.

La liquidez de las entidades financieras continúa estando por encima de las exigencias regulatorias del BCRA. Mientras que el exceso de integración en moneda nacional se mantuvo relativamente estable (ver Gráfico V.4), el exceso de integración sobre las colocaciones en moneda extranjera aumentó como resultado del mayor ritmo de expansión anual de los depósitos y de la moderada caída de los créditos.

Progresiva recuperación de los mercados de liquidez interfinanciera



Apartado 5 / Avances del Comité de Basilea en la Reformulación de las Recomendaciones Internacionales sobre Regulación Financiera

En los últimos meses se siguió avanzando en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea en la agenda de propuestas impulsada por los países del G-20 destinadas a reformular el marco regulatorio de la actividad de intermediación financiera a nivel internacional, con el objetivo de contribuir a mitigar los riesgos bancarios que pueden afectar adversamente al sector real de las economías. De esta manera comenzaron a generarse propuestas concretas orientadas a fortalecer la solvencia y la liquidez de las entidades financieras, medidas que actualmente se encuentran en una etapa de consulta y que serían implementadas durante los próximos años, una vez que se consolide el desempeño de la actividad económica a nivel mundial

Con el inicio de la crisis global una gran cantidad de bancos de economías desarrolladas enfrentaron dificultades para mantener niveles adecuados de liquidez, dando lugar a la necesidad de asistencias sin precedente por parte de los Bancos Centrales y así evitar el hundimiento de los sistemas financieros. Este escenario fue precedido por un período de holgada liquidez mundial, en el que se evidenció cierta relajación en la evaluación y administración del riesgo de liquidez por parte de las entidades. La última crisis, como otras anteriores de menor magnitud, dejó en claro la rapidez con que este riesgo puede materializarse, verificándose procesos de repentina desaparición de las fuentes de fondeo.

Recogiendo estas lecciones, en diciembre de 2009 el Comité de Basilea (BCBS) divulgó un documento de consulta³⁸ que incluye nuevas propuestas para tender a lograr un mejor monitoreo y cuantificación del riesgo de liquidez de las entidades financieras a nivel internacional, teniendo como núcleo dos estándares complementarios. El primer estándar, el denominado *Liquidity Coverage Ratio* (LCR), busca promover una mayor fortaleza de las entidades financieras en el corto plazo, contribuyendo a que las mismas tengan suficientes recursos líquidos de alta calidad (que puedan ser fácil y rápidamente transformables en efectivo sin asumir pérdidas mayores) para enfrentar un escenario de *stress* grave de aproximadamente un mes de duración.

³⁸ *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, 12/09

Los activos líquidos mencionados deberían cubrir la totalidad de las salidas netas de recursos previstas para ese lapso, abarcando tanto pérdidas de depósitos (de acuerdo a sus características particulares: minorista, mayorista, con cobertura, entre otros), reducciones del fondeo mayorista, exigencias de mayores colaterales en operaciones de derivados, entre otros. Complementariamente se está promoviendo la implementación de un estándar de liquidez que brinde mayor resistencia ante situaciones de *stress* con horizontes temporales largos, denominado *Net Stable Funding Ratio* (NSFR), destinado a crear incentivos adicionales para que los bancos realicen un fondeo estructural con recursos menos volátiles. Así, se cuantificaría la disponibilidad de las fuentes de fondeo estable utilizadas por la entidad (recursos de más de un año de plazo que puedan utilizarse en condiciones de *stress*) en relación a los perfiles de liquidez de sus activos, contemplando exposiciones fuera de balance. Los requerimientos de fondeo estable se calcularían mediante la introducción de ponderadores específicos sobre cada tipo de activo, existiendo menores coeficientes para aquellos más líquidos, es decir, de los cuales se puede obtener una mayor proporción de efectivo ante su venta en caso de episodios de *stress*. Ambos estándares de liquidez tendrían como objetivo fortalecer los esfuerzos de los supervisores para impulsar el cambio estructural de los perfiles de liquidez de las entidades.

Asimismo, a fines de 2009 el Comité emitió otro documento de consulta³⁹ que engloba gran parte de las propuestas para mejorar las regulaciones de capital a nivel global, propendiendo así a construir sistemas financieros más resistentes, mejorar sus facultades para absorber *shocks* provenientes de episodios de *stress* y, al mismo tiempo, minimizar los riesgos de derrames desde el sector financiero a la economía real. Es de considerar que entre los principales factores que dieron lugar a la severidad de la crisis global estuvieron los elevados niveles de apalancamiento de los sistemas financieros, los consecuentes efectos adversos generados por los posteriores procesos de desapalancamiento, así como la erosión de los niveles y de la calidad de la base de capital de los bancos. Los efectos iniciales de la crisis se amplificaron por el alto grado de interconexión entre las entidades, transmitiéndose al resto de los agentes financieros y a la economía real. Ante este escenario, se están proponiendo un conjunto de reformas en los estándares regulatorios con el objetivo de fortalecer la regulación a nivel de los bancos individuales

³⁹ *Strengthening the Resilience of the Banking Sector*, 12/09

(microprudencial), mejorando así su fortaleza ante periodos de *stress*, aunque también contando con un énfasis macroprudencial que haga frente a los riesgos sistémicos.

Entre las propuestas que se dieron en consulta se encuentra el incremento de la calidad, consistencia y transparencia de la base de capital de las entidades. En particular, hasta el momento los bancos pueden mantener relativamente bajos niveles de capital base (*common equity*, definido como las acciones ordinarias y las ganancias retenidas) en términos de los activos ponderados por riesgo, antes de aplicar los ajustes regulatorios admitidos. No obstante, la crisis dejó en claro que las pérdidas mayormente pueden ser afrontadas con este tipo de recursos mientras la entidad se mantiene en operación. Como resultado, se propicia el fortaleciendo del segmento del capital que mejor puede absorber pérdidas, el Tier 1 y en particular, sus componente de mayor calidad, el *common equity*, incentivando así su conformación de forma predominante por acciones ordinarias y las ganancias retenidas. Asimismo, se plantea la necesidad de incrementar la consistencia en la definición de capital entre los distintos países, así como mejorar su transparencia.

Lograr un marco regulatorio con una mayor cobertura de riesgos es otro punto que se propone abarcar con la reforma, como el robustecimiento de los requerimientos de capital vinculados al riesgo de crédito de contrapartes proveniente de operaciones de derivados. Estas propuestas tenderían a mejorar la fortaleza individual de los bancos al tiempo de reducir el riesgo de que eventuales *shocks* sean transmitidos a través de las operaciones de derivados. Más aún, se proponen mayores requerimientos de capital que incentiven la migración de operaciones OTC (*over the counter*) hacia mercados organizados con contraparte central. También se propone tomar medidas para mitigar la dependencia de los *ratings* externos, tendiendo a que los bancos realicen sus propias evaluaciones internas de riesgo. Se está analizando, por otro lado, la incorporación de un límite al apalancamiento de las entidades globalmente armonizado, como medida complementaria al entorno basado en riesgos. Este sería calculado utilizando una definición de capital de alta calidad y contemplando todos los activos (incluidos los líquidos) y los ítems fuera de los balances de las entidades.

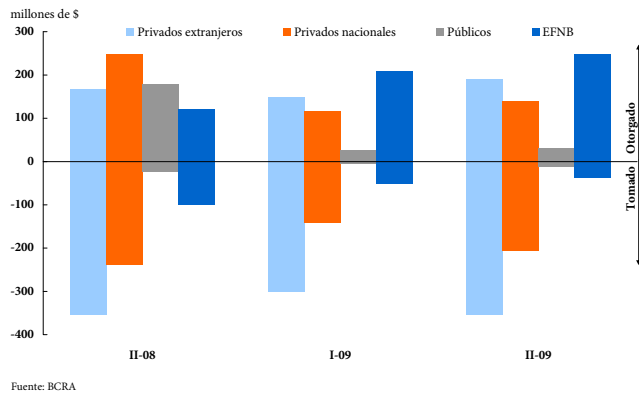
Con el fin de reducir la prociclicidad de los sistemas financieros, tendiendo a que los mismos sean amortiguadores de *shock* en vez de transmisores, se está proponiendo la introducción de una serie de medidas para promover la construcción de *buffers* de capital en

épocas de bonanza económica. Estos *buffers* se generarían utilizando una proporción de las ganancias obtenidas en épocas de desempeño positivo, acotando la distribución de dividendos y los bonos a los directivos de las entidades en los periodos en que los mismos se encuentren por debajo de los niveles estipulados. Los *buffers* deberían permitir a los bancos mantener niveles de capital por encima de los requerimientos mínimos, incluso en escenarios de deterioro económico. Asimismo, se encuentra en estudio la implementación de un esquema de previsionamiento con una visión de pérdidas esperadas, que contribuya a capturar las pérdidas actuales de forma más transparente a través de la vida del portafolio crediticio.

Dado que parte de los episodios de pérdidas bancarias fueron precedidos por expansiones crediticias que pueden haber originado en cierta medida las debilidades del sector, en el BCBS también se está estudiando la identificación de un conjunto de variables macroeconómicas que brinden señales ante crecimientos excesivos del crédito. Asimismo, en el BCBS se están analizando y elaborando enfoques que permitan asistir a los supervisores en la medición de la importancia sistémica de los bancos, así como su impacto sobre la estabilidad financiera y sobre la economía real. En este sentido, se revisarían las opciones de política para reducir la probabilidad y el impacto de la caída de bancos sistémicos, evaluando las ventajas y desventajas de alternativas como la incorporación de exigencias de capitales suplementarias.

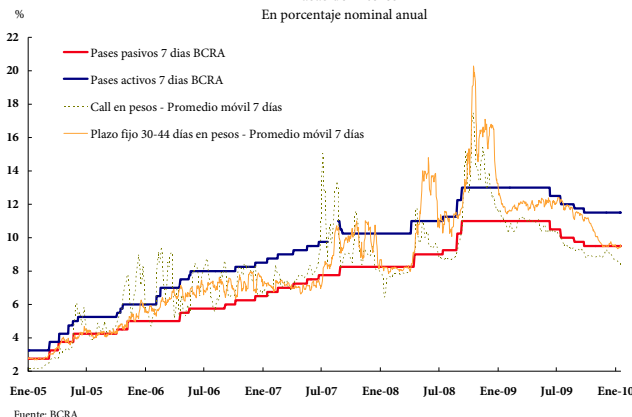
Actualmente se está llevando adelante la evaluación del impacto de las medidas propuestas, para luego poder realizar su calibración. En función de los hallazgos obtenidos se ajustarán las recomendaciones sobre capitales, para poder comenzar a ser implementadas en una fase de recomposición de las condiciones financieras y económicas (con vistas a 2012). A la par de estos avances, en economías desarrolladas como EEUU se están discutiendo nuevas propuestas de reformulación del marco de la actividad bancaria, proponiéndose medidas que tenderían a robustecer la tarea de la supervisores (especialmente de la FED) respecto a la protección de los consumidores de los servicios financieros, eliminar los incentivos para que las entidades sean *too big to fail*, creando mejores mecanismos para la liquidación de bancos y estableciendo requerimientos (de capital y apalancamiento) más restrictivos para estas entidades. También se trabaja en la creación de un organismo para identificar problemas financieros de forma temprana, así como el fortalecimiento de la transparencia en instrumentos complejos y medidas para evitar fraudes. El logro de un esquema regulatorio financiero global que permita fortalecer la estabilidad financiera estará vinculado al grado complementariedad y de coordinación entre todos los conjuntos de propuestas que actualmente se encuentran bajo análisis.

Gráfico V.6
Mercado de Call
Monto promedio diario negociado



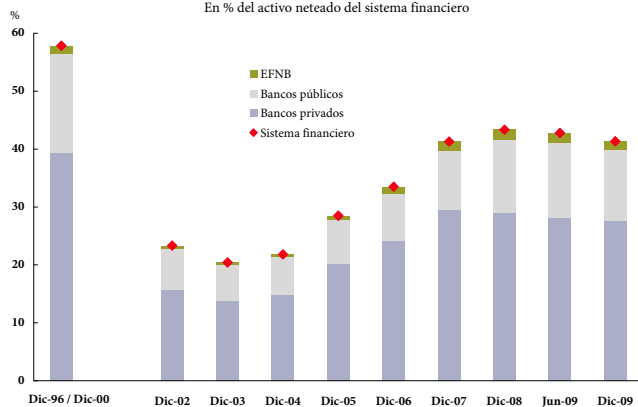
Fuente: BCRA

Gráfico V.7
Tasas de Interés
En porcentaje nominal anual



Fuente: BCRA

Gráfico V.8
Financiamiento al Sector Privado No Financiero
En % del activo neteado del sistema financiero



Fuente: BCRA

En forma gradual y continua se recuperan los volúmenes operados en el mercado de *call* y en los pases entre bancos (ver Gráfico V.5). Las entidades financieras no bancarias fueron ganando mayor participación como oferentes netos dentro de este mercado mientras que los bancos extranjeros mantuvieron su posición tomadora neta de fondos (ver Gráfico V.6). Las principales tasas de interés siguieron la trayectoria descendente del mercado de pases en el que opera el Banco Central. En particular, en la segunda parte del año esta Institución dispuso una reducción de 1,5 p.p. en las tasas de interés de los pases pasivos y activos (ver Gráfico V.7). La disminución de la volatilidad dio lugar a la discontinuación de los plazos de operaciones a 14, 21 y 28 días que se habían implementado a fin de enfrentar los picos de la crisis internacional. Adicionalmente, se impulsó el mercado de futuros de tasas de interés con la participación del BCRA a través de la “función giro”, así como para las operaciones de *swaps* de tasas de interés (ver Apartado 2).

En un contexto de acotada volatilidad del tipo de cambio y tasas de interés, se prevé que el sistema financiero mantenga su posición de cobertura frente al riesgo de liquidez

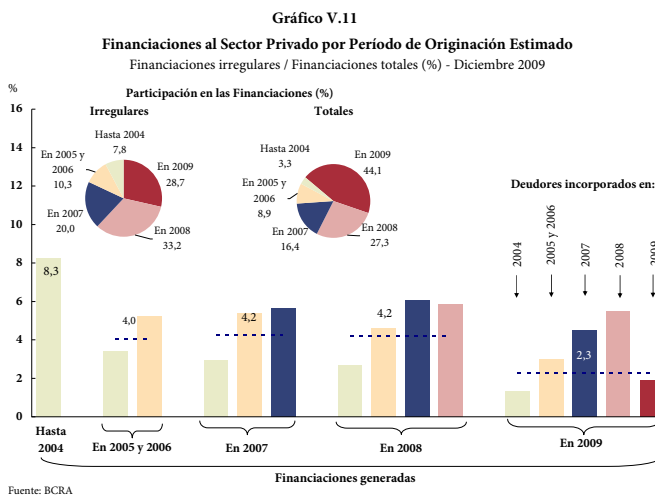
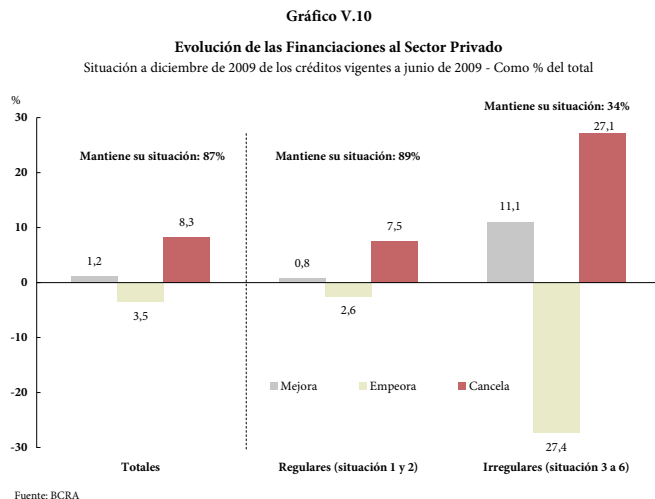
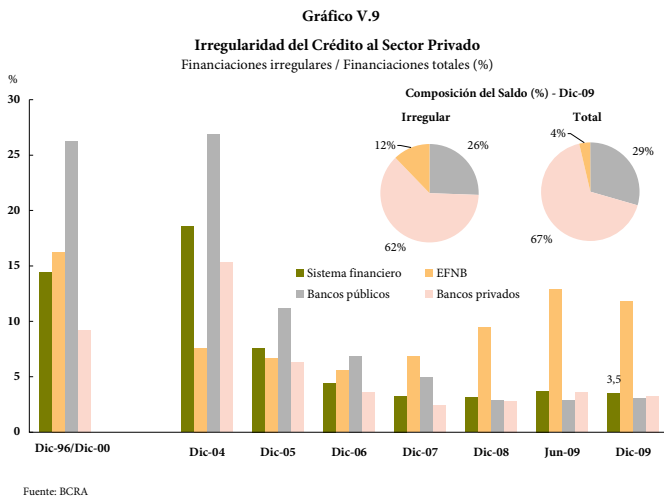
El mejor contexto económico y financiero esperado para los próximos meses de 2010 se reflejará en la evolución de los depósitos y en los mercados interfinancieros. Se prevé que los depósitos del sector privado sigan afianzándose como la principal fuente de fondeo de los bancos, contribuyendo a una adecuada administración del riesgo de liquidez del sistema financiero, en un marco en el que el BCRA mantiene la plena vigencia de su rol de Prestamista de Última Instancia.

V.2 Riesgo de crédito

V.2.1 Sector privado

La exposición del sistema financiero al sector privado se redujo levemente en 2009, en un contexto de acotado riesgo de crédito

En el 2009 la tasa de crecimiento del financiamiento a empresas y familias se redujo, llevando a que el conjunto de entidades financieras disminuya moderadamente su exposición relativa a este sector (ver Gráfico V.8). No obstante, en los últimos meses se observa un renovado dinamismo del crédito, fundamentalmente el destinado a las familias, con un incipiente descenso de la morosidad. La capacidad de pago de los deudores se mantendría sin cambios significativos o verificaría leves progresos, ante las perspectivas positivas para el mercado laboral y el afianzamiento de la recuperación de la actividad



económica de los distintos sectores productivos, mejorando gradualmente la posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito del sector privado.

En los últimos meses se observó un descenso en la irregularidad del crédito al sector privado, fundamentalmente por los préstamos al consumo

La irregularidad del financiamiento a empresas y familias se ubicó en 3,5% al cierre de 2009, con una reducción de 0,3 p.p. desde el máximo del año. Este descenso estuvo impulsado por las líneas al consumo de las familias⁴⁰ (ver Gráfico V.2), y principalmente liderado por las entidades privadas (ver Gráfico V.9). La irregularidad del crédito a las familias alcanzó 4,7%, menos que a mediados de año, mientras que la correspondiente a los sectores productivos permaneció estable en torno a 2,5%.

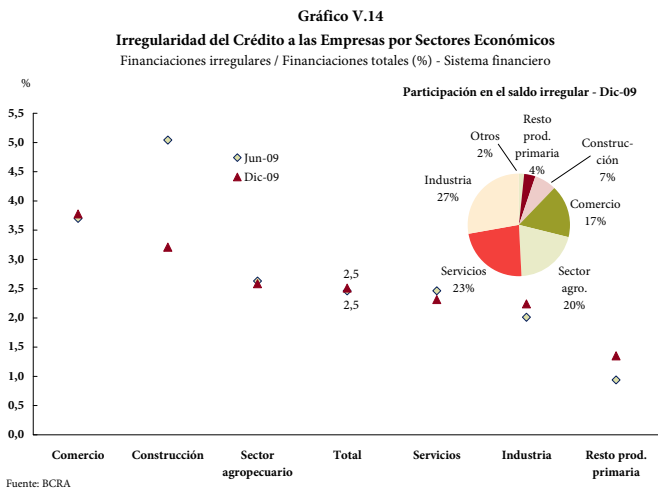
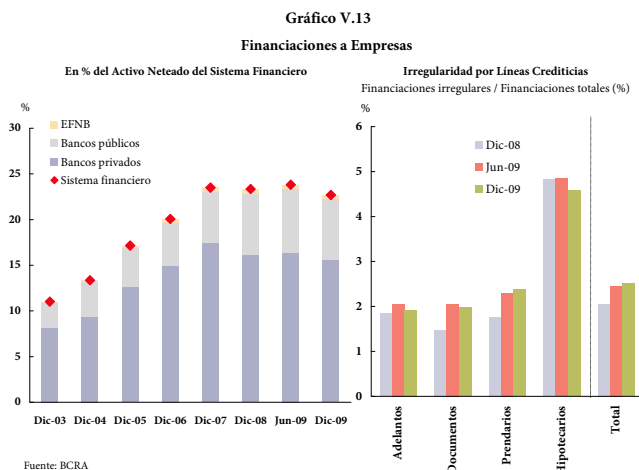
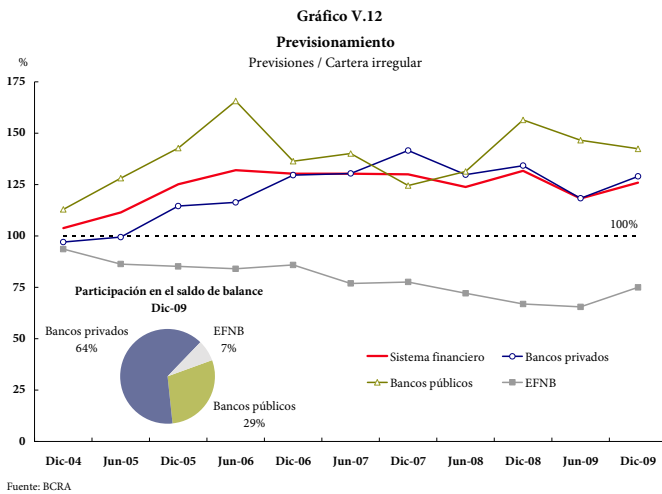
Las financiamientos vigentes a mediados de 2009 se deterioraron levemente a lo largo del segundo semestre del año. Cerca de 3,5% de las líneas de crédito empeoró su situación, en tanto que 1,2% registró mejoras (ver Gráfico V.10). Se estima que el ratio de irregularidad de las financiamientos originadas entre 2005 y 2008 (más de la mitad del total) se estabilizó en niveles moderados, presentando una mayor morosidad las líneas otorgadas a deudores incorporados más recientemente al sistema financiero (ver Gráfico V.11).

El nivel de la cobertura con provisiones continúa superando a la cartera del sector privado en situación irregular (ver Gráfico V.12), señal de la solidez del sistema financiero frente a este riesgo intrínseco. En los últimos meses repuntó levemente el indicador de cobertura, explicado principalmente por los bancos privados y las EFNB, en línea con el mejor desempeño en términos de la morosidad de cartera crediticia.

Se espera que el sistema financiero incremente la ponderación del crédito al sector privado a lo largo de 2010, sin deteriorar su posición frente al riesgo de contraparte

Se prevé que el crecimiento del nivel de actividad económica se consolide a lo largo de 2010, en un marco de mejoras graduales en el mercado laboral y en la actividad de los distintos sectores productivos, llevando a que las familias y las empresas incrementen su utilización de recursos provenientes del sistema financiero. Asimismo se espera que el sector privado mantenga su capacidad de pago, traducándose en el sostenimiento de la acotada exposición de las entidades al riesgo de crédito.

⁴⁰ Se consideran financiamientos a las familias a las otorgadas a personas físicas, con excepción al financiamiento comercial otorgado a las mismas. Este último concepto sumado a las financiamientos a personas jurídicas se considera dentro del concepto de empresas.



Empresas

Se redujo levemente la exposición del sistema financiero a las empresas y se estabiliza su irregularidad en niveles bajos

La expansión del financiamiento a los sectores productivos se desaceleró en la segunda parte de 2009, llevando a que el sistema financiero reduzca levemente su exposición a las empresas (ver Gráfico V.13). La consolidación de la recuperación económica favorece la capacidad de pago de las firmas (ver Página 30) en un contexto de bajos niveles de endeudamiento, ayudando a que la morosidad del sector se estabilice en niveles reducidos. La irregularidad se mantuvo en los últimos meses en torno a 2,5% del crédito a las empresas. Con excepción de los préstamos prendarios, a lo largo de la segunda parte de 2009 las líneas crediticias redujeron su morosidad.

Las financiamientos destinadas al sector de la construcción verificaron la mayor disminución en el ratio de irregularidad producto principalmente de reclasificaciones a cuentas fuera de balance (irrecuperables). Las empresas prestadoras de servicios evidenciaron una mejora en su desempeño crediticio en los últimos meses de la mano del destacado dinamismo del crédito hacia este sector. Por su parte, la industria y ciertas actividades primarias (minería, petróleo y pesca) continúan registrando los menores niveles de irregularidad (ver Gráfico V.14). Se estima que las líneas de crédito al sector corporativo otorgadas en los últimos años verifican una menor morosidad relativa (ver Gráfico V.15).

Se prevé que gradualmente las entidades financieras incrementen su exposición a las empresas, manteniendo un acotado riesgo crediticio

Se espera que la demanda de financiamiento bancario de las firmas experimente, en cierta medida, un mayor dinamismo en los próximos meses como reflejo de los crecientes niveles de actividad productiva. Por su parte, se prevé que una mayor oferta de crédito esté disponible para las empresas de acuerdo a los pronósticos positivos sobre la economía y a las mejoras sectoriales, en un contexto en el cual los bancos mantienen favorables niveles de liquidez. El sector industrial, el mayor demandante de crédito dentro de las ramas productivas, pronostica según el INDEC satisfacer sus necesidades de fondeo en la primera parte de 2010 principalmente mediante recursos bancarios (ver Gráfico V.16).

El riesgo de crédito de las empresas asumido por los bancos permanecería en niveles moderados. Como señal de ciertas mejoras en la capacidad de pago del sector, la

Gráfico V.15

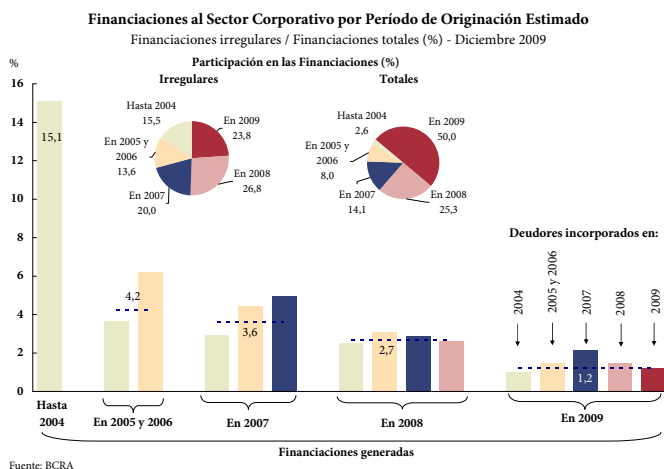


Gráfico V.16

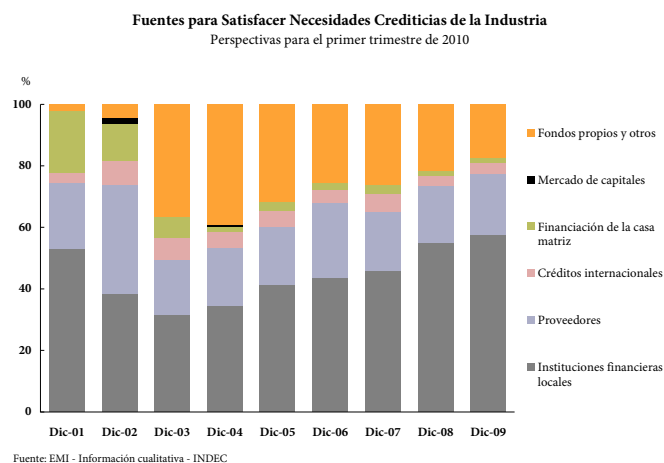
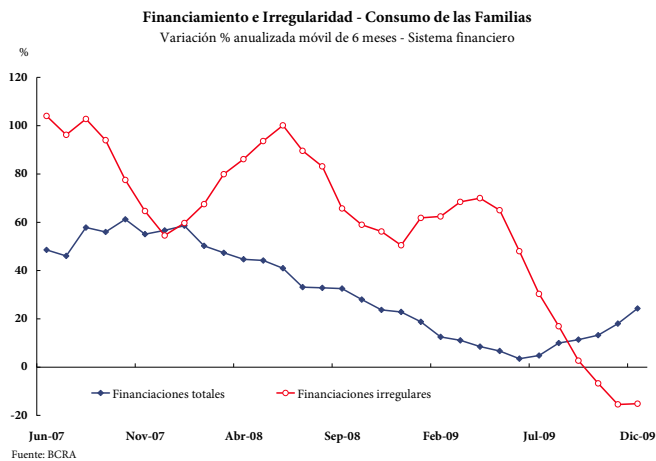


Gráfico V.17



cantidad y volumen de cheques rechazados por falta de fondos en términos del total compensado continúa reduciéndose en los últimos meses (ver Página 66).

Familias

Se mantienen los niveles de exposición del sistema financiero a las familias, en un contexto de gradual reducción de la irregularidad principalmente en los préstamos para consumo

Los bancos mantienen su exposición a los hogares, observando en los últimos meses un renovado dinamismo del financiamiento a las familias acompañado de una mejora en su desempeño crediticio. Las líneas destinadas al consumo conducen estos movimientos (ver Gráfico V.17). La estabilización de la confianza de los consumidores y las mejores expectativas de empleo deberían fortalecer la capacidad de pago del sector, atemperando así la posibilidad de materialización del riesgo asumido por los bancos.

El ratio de irregularidad del crédito bancario a las familias descendió 0,7 p.p. en la segunda parte de 2009 hasta 4,7%. La reducción estuvo explicada por las líneas de consumo, tanto por el descenso de los créditos en mora como por el mayor crecimiento en el otorgamiento (ver Gráfico V.18). Se estima que las líneas de crédito originadas en los últimos años, otorgadas a deudores incorporados más recientemente, evidencian la mayor morosidad del segmento (ver Gráfico V.19).

El mayor dinamismo de las líneas de crédito canalizadas a financiar el consumo de los hogares está en línea con el aumento del gasto interno. Los préstamos bancarios representan una parte importante del financiamiento total a las familias, si bien existen otros importantes intermediarios. En particular, una tercera parte del mercado de tarjetas de crédito en circulación se generó en las empresas no financieras (ver Apartado 3).

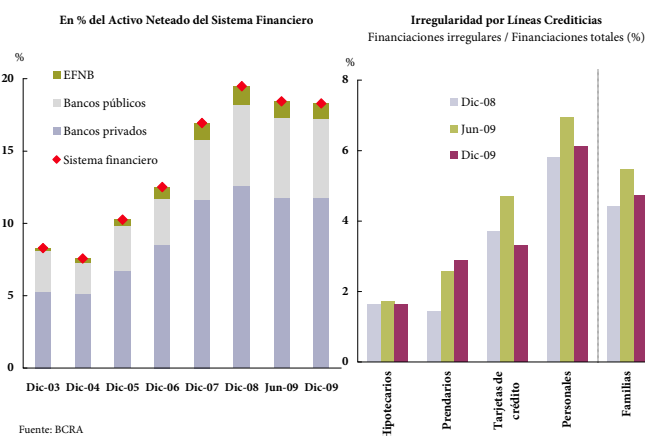
Se espera que continúe mejorando la capacidad de pago de los hogares

En un contexto en el que prevalecen señales de recomposición macroeconómica se consolidaría la capacidad de pago de las familias. Se prevé que la actividad de intermediación financiera siga profundizándose con un aumento en la exposición de los bancos a los hogares.

V.2.2 Sector público

La exposición del sistema financiero al sector público se mantiene en niveles acotados

Gráfico V.18
Financiamientos a Familias

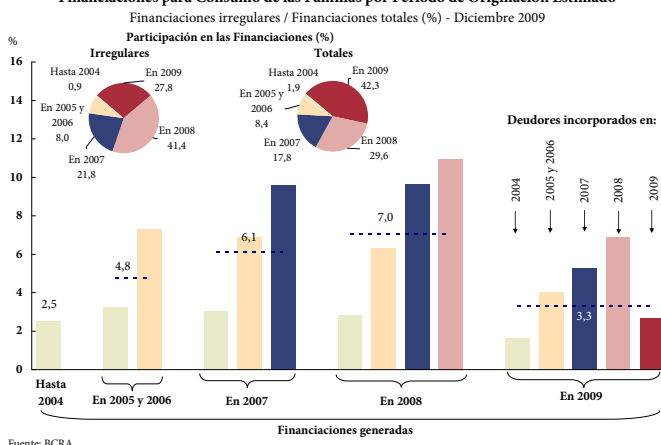


La exposición del sistema financiero al sector público aumentó levemente en la segunda mitad del año (ver Gráfico V.20). La cartera de estos activos continúa presentando un nivel históricamente bajo, siendo equivalente en la actualidad a poco más de la tercera parte del crédito al sector privado.

El incremento registrado en los últimos meses del indicador de exposición para el sistema estuvo explicado mayormente por el comportamiento de la banca pública. Sin embargo, es importante señalar que teniendo en cuenta el saldo de los depósitos oficiales, el sector público continúa siendo un acreedor neto del sistema financiero (-3,5% del activo total).

Atento a la marcha de las cuentas públicas, el nivel de endeudamiento actual y las acciones tendientes a la normalización de las relaciones con la comunidad financiera internacional (ver Página 36), se estima el sector público mantenga su capacidad de pago. Los recientes desarrollos en términos de la percepción de riesgo por parte del mercado financiero resultan en principio consistentes con esta evaluación.

Gráfico V.19
Financiamientos para Consumo de las Familias por Período de Originación Estimado



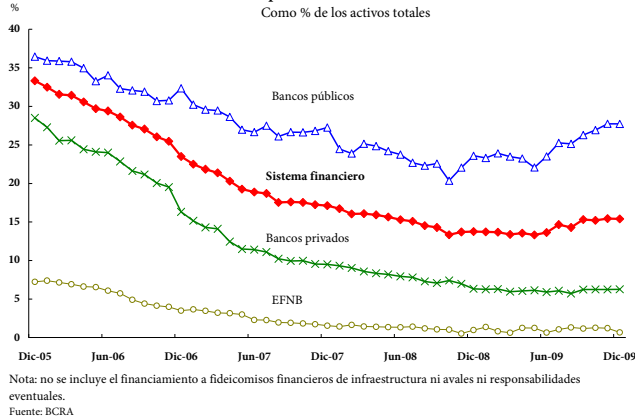
V.3 Riesgo de moneda

En el cierre de 2009 se redujo la exposición de los bancos al riesgo de moneda, recogiendo los efectos de un acotado descalce y una menor volatilidad

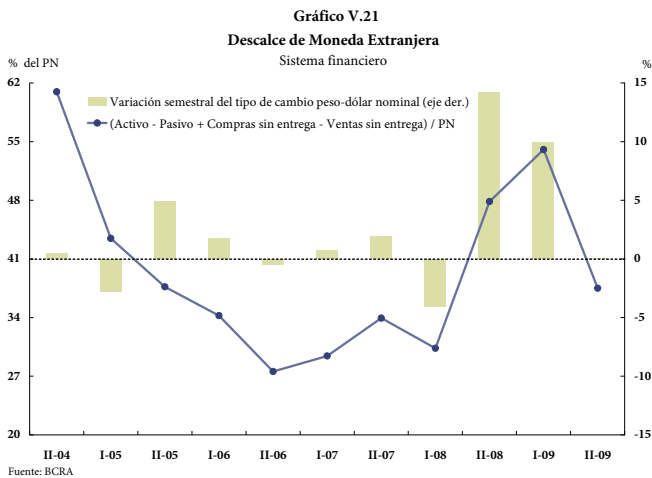
El mantenimiento de un descalce de moneda extranjera del sistema financiero en niveles acotados y la reducida volatilidad cambiaria de los últimos meses, conducen a la caída en la exposición patrimonial de los bancos al riesgo de moneda. A lo largo de 2009 se redujo el descalce de moneda extranjera del sistema financiero, contemplando partidas del activo y del pasivo así como las operaciones de compra-venta de moneda a futuro sin entrega del subyacente⁴¹ (ver Gráfico V.21). La disminución de las compras netas de divisa a futuro por parte de los bancos fue parcialmente compensada por el aumento del activo (principalmente liquidez) y la disminución del pasivo en moneda extranjera (menores depósitos públicos y cancelación de ON). Sobre el comienzo de 2010 se evidenció un leve incremento del descalce de moneda.

Los bancos privados explican la disminución del descalce de partidas en moneda extranjera evidenciado en 2009 (ver Gráfico V.22). Resulta generalizada entre las entidades financieras la adecuación al límite regulatorio correspondiente a la posición global neta de moneda extranjera (PGNME). A nivel sistémico esta posición se

Gráfico V.20
Exposición al Sector Público



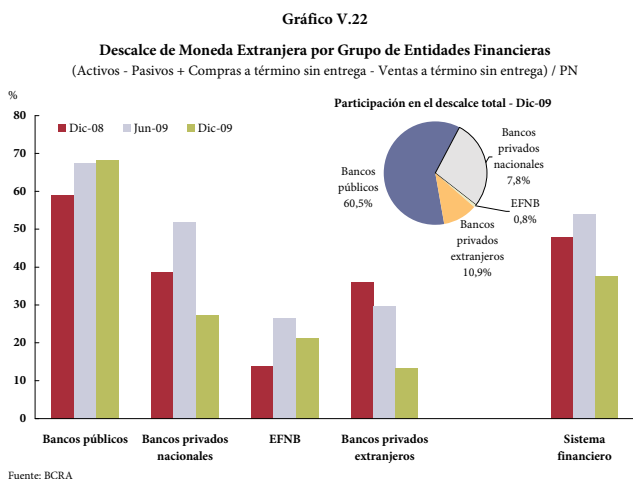
⁴¹ En cuentas de orden.



ubicó en 35% de la responsabilidad patrimonial computable sobre fines de 2009, reduciéndose a lo largo del año. Además de la disminución del descalce de moneda del sistema financiero, en la segunda mitad de 2009 se redujo la volatilidad del tipo de cambio, contribuyendo a la administración de este riesgo por parte de los bancos.

De esta manera, el sistema financiero mantiene una acotada y decreciente exposición al riesgo de moneda, con una relativamente baja probabilidad de que fluctuaciones cambiarias generen pérdidas patrimoniales. También se mantiene acotado el riesgo de crédito vinculado a variaciones del tipo de cambio, dada la reducida participación del financiamiento al sector privado denominado en moneda extranjera, siendo dirigido a sectores transables de la economía (ver Gráfico V.23).

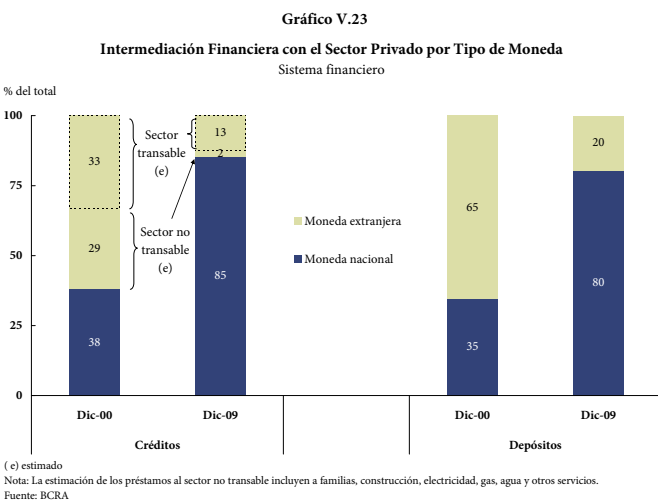
Se espera que el riesgo de moneda se mantenga en niveles bajos



Se prevé que tanto el descalce de moneda como la volatilidad del tipo de cambio nominal se mantengan en niveles acotados, conservando de esta manera una exposición reducida al riesgo de moneda. Las perspectivas para el mercado de cambios local (previéndose que se cierre el noveno año consecutivo con superávit en Cuenta Corriente), colaboran con el mantenimiento del riesgo de moneda enfrentado por los bancos en bajos niveles.

V.4 Riesgo de tasa de interés

En 2009 se redujo la exposición del sistema financiero al riesgo de tasa de interés

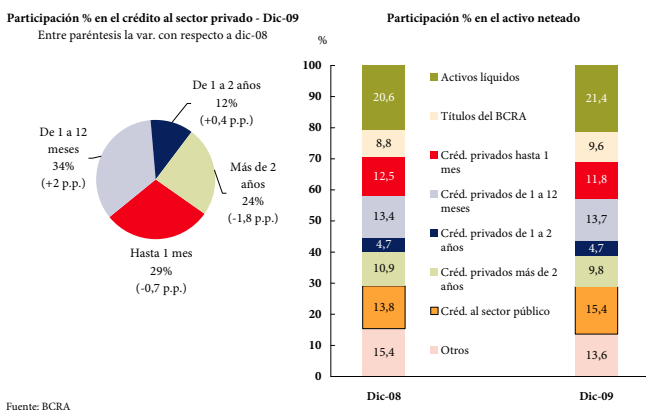


El descalce de plazos que enfrenta el sistema financiero a nivel agregado no presentó grandes modificaciones a lo largo de 2009. El aumento en la madurez del activo por el efecto del moderado incremento de exposición al sector público, prácticamente se compensa con la disminución de la exposición al sector privado de mayor plazo residual (ver Gráfico V.24). Por su parte, la duración del fondeo bancario no presentó cambios de magnitud en 2009. Los depósitos totales ganan gradualmente participación en el fondeo total, en un marco en el que las colocaciones a plazo fijo de menor madurez relativa acotan su ponderación (ver Gráfico V.25). Las fuentes de fondeo de mayor plazo relativo (ON, OS y líneas del exterior), reducen su participación en el fondeo.

Esta evolución, sumada al contexto en el que las principales tasas de interés se redujeron y acotaron su volatilidad, impulsó la gradual disminución de la exposición del conjunto de entidades financieras a este riesgo.

Gráfico V.24

Activos del Sistema Financiero por Plazo Residual



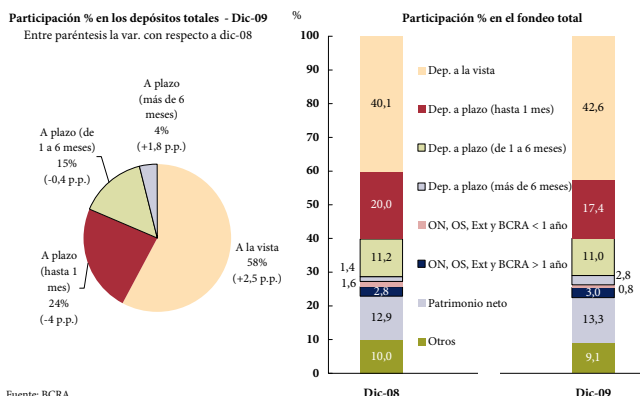
Fuente: BCRA

Los canjes de deuda pública ajustable por CER condujo la reducción de la exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés real

En los últimos meses el conjunto de entidades financieras continuó achicando el descalce de partidas ajustables por CER, fundamentalmente producto de los canjes de Préstamos Garantizados y Bocones instrumentados por el Gobierno. La diferencia entre activos y pasivos ajustables cerró 2009 en torno a 54% del patrimonio neto del sistema financiero, con una significativa disminución en el año (ver Gráfico V.26), reduciendo así la exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés real. El pasivo bancario ajustable por CER también se redujo en el año, principalmente por la total cancelación de los redescuentos otorgados por el BCRA durante la crisis 2001-2002.

Gráfico V.25

Fondeo del Sistema Financiero por Plazo Residual



Fuente: BCRA

Los bancos privados experimentaron una reducción en la exigencia normativa de capitales mínimos por riesgo de tasa de interés en el año por este motivo, mientras que los públicos incrementaron levemente la exigencia.

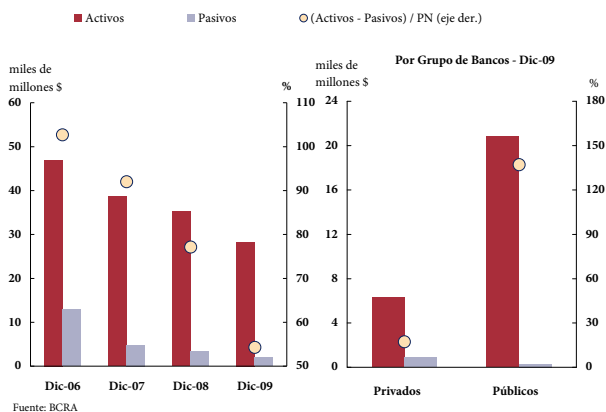
Se estima que el riesgo de tasa de interés enfrentado por el sistema financiero continúe reduciéndose

Se prevé que a lo largo de 2010 las tasas de interés presenten una acotada volatilidad en la medida que las condiciones en los mercados financieros internacionales mantengan una reducida volatilidad. El mayor desarrollo del mercado de futuros de tasas de interés que cuenta con la participación del BCRA a través de la "función giro" (ver Apartado 2) y la incorporación de esa operatoria para los swaps de tasas de interés, colaborarían con la administración del riesgo de tasa de interés enfrentado.

Gráfico V.26

Descalce Patrimonial de CER

Partidas ajustadas por CER - Sistema financiero

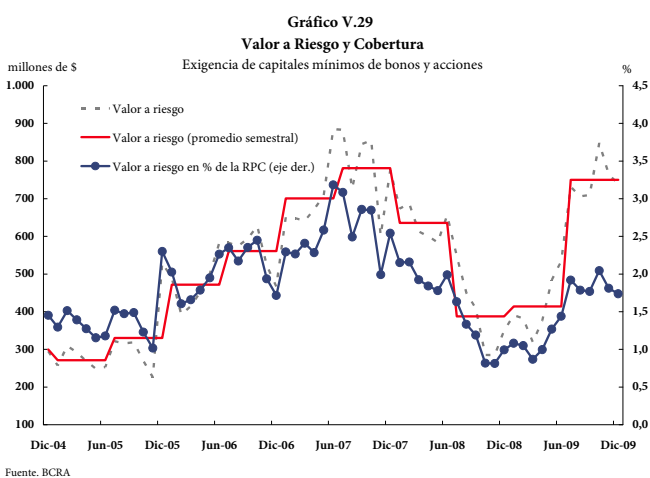
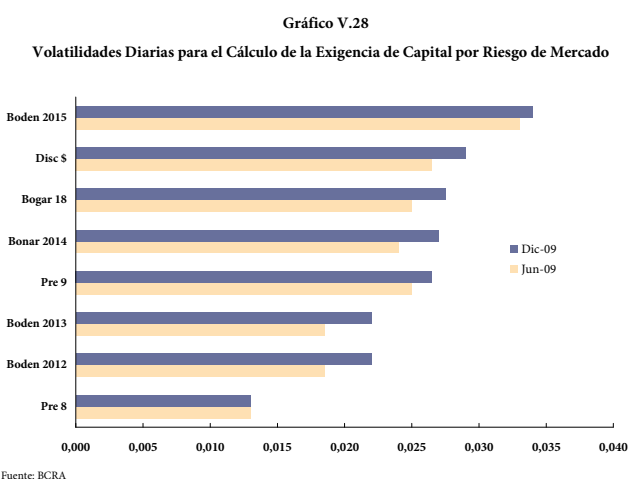
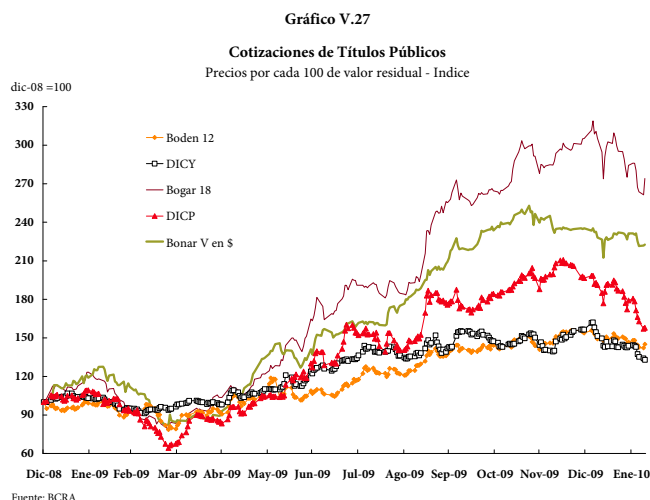


Fuente: BCRA

V.5 Riesgo de mercado

En un marco de recomposición de las cotizaciones de los títulos públicos, la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado aumentó levemente

El incremento de la participación de la posición de títulos públicos y de Lebac y Nobac con cotización habitual en el activo total, en un contexto de mejora generalizada de las cotizaciones de los títulos valores (ver Gráfico V.27), explican mayormente el aumento en la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado. Durante el segundo semestre de 2009 se incrementó la volatilidad de las principales especies mantenidas por las entidades (ver Gráfico V.28). Cabe destacar que las alternativas de valuación de los títulos públicos atemperaron el efecto que las fluctuaciones en las cotizaciones hubieran tenido sobre el patrimonio neto contable de los bancos.



Siguiendo el incremento en la volatilidad en la segunda parte del año aumentó el valor a riesgo de mercado en términos del capital regulatorio (ver Gráfico V.29), llevando a la exigencia por tenencias de bonos y acciones a 2% de la RPC. En un marco esperado de menor volatilidad en el mercado de renta fija, en línea con los avances previstos en el proceso de reestructuración de deuda con *holdouts*, se estima que el sistema financiero mantenga una acotada exposición al riesgo de mercado.

V.6 Balance de riesgos

En un contexto de reducción de los riesgos asumidos, se presentan positivas perspectivas para 2010

En el marco en el que el BCRA mantiene su rol de prestamista de última instancia, el sostenimiento de elevados niveles de liquidez sistémica y la tendencia de crecimiento de los depósitos privados, contribuyen a que el riesgo de liquidez se ubique en niveles bajos con buenas perspectivas para el futuro próximo. Así, se conservan niveles de activos líquidos suficientes para desatar un proceso de expansión del crédito al sector privado sin mayores restricciones.

Los progresos en el desempeño del financiamiento al consumo de las familias impulsan la disminución en la irregularidad de cartera de créditos al sector privado en un marco de elevada cobertura con provisiones. Las positivas expectativas en términos de empleo y las señales de creciente actividad económica contribuyen a mejorar la capacidad de pago del sector privado, reduciendo el riesgo de crédito asumido por los bancos.

A partir de los niveles moderados del descalce de moneda extranjera del sistema financiero y de la menor volatilidad del tipo de cambio nominal, se espera que el riesgo de moneda se mantenga acotado. La tendencia decreciente de la volatilidad de las tasas de interés reduce la probabilidad de que fluctuaciones en esta variable impacten negativamente sobre el patrimonio de las entidades financieras. La caída del descalce patrimonial de partidas ajustables por CER disminuye la exposición al riesgo de tasa de interés real. Se espera cierto incremento en la exposición al riesgo de mercado, aunque desde niveles significativamente bajos.

Dadas las positivas expectativas económicas para los próximos meses se espera que el mapa de riesgo no presente cambios de magnitud. En este marco, los buenos niveles para los indicadores de solvencia permiten pronosticar el mantenimiento de las condiciones que hacen a un contexto de favorable estabilidad financiera.

Apartado 6 / Mecanismos de Detección Temprana de Crisis Financieras: Evolución y Estado de Situación

La magnitud del impacto de las crisis financieras sobre la actividad económica de las empresas como sobre la riqueza de las familias, impulsó en las últimas décadas el desarrollo de herramientas de detección temprana que aumenten la probabilidad de poder anticiparlas y prevenir las. No obstante, la falla en la identificación de señales sobre la crisis global desatada a mediados de 2007 reveló la necesidad de rediseñar estos mecanismos, adoptando metodologías innovadoras que actualmente se encuentran en desarrollo. Estas iniciativas, sumadas a los avances en la reformulación de las recomendaciones internacionales de regulación financiera y de monitoreo macroprudencial, deberían contribuir al desarrollo de la intermediación financiera bajo condiciones más sólidas de estabilidad financiera

Los mecanismos de alerta temprana (*early warning systems* – EWS) originados en la década de los 90s, analizaron las relaciones entre los períodos de marcado crecimiento del crédito, la generación de burbujas en los mercados financieros y la evolución del ciclo económico. Si bien estos primeros trabajos contribuyeron a una mejor identificación de las fuentes de vulnerabilidad, la utilización de información *ex-post* no permitió anticipar el momento en que se desencadenarían las crisis ni tomar acciones preventivas. Tampoco permitió evaluar los eventuales derrames en los mercados financieros locales e internacionales. La necesidad de que los mecanismos tuvieran una mejor capacidad predictiva y que evaluaran los efectos sistémicos de las crisis impulsó el avance hacia una segunda generación de herramientas más complejas, que contemplaran la información contenida en los mercados y las crecientes interrelaciones entre las distintas instituciones participantes.

Los primeros trabajos de EWS realizados en los 90s se centraron fundamentalmente en dos enfoques. Por un lado, analizaron el impacto de las principales variables macroeconómicas y del sistema financiero (de forma agregada) sobre los episodios de crisis. Por otro lado, trabajos alternativos se centraron en analizar las entidades financieras de forma individual, estimando probabilidades de crisis.

En el primer grupo se enmarca el enfoque de comparación cualitativa⁴², que identifica indicadores que anticipan crisis financieras o cambiarias. Para ello, contrasta el

⁴² Ver por ejemplo Frankel, J. and A. Rose (1996) "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment" JIE (Nov.): 351–66.

desempeño de variables macroeconómicas y de balances bancarios en períodos considerados "normales", respecto a aquellos inmediatos anteriores a una crisis financiera. De esta manera, se determinan umbrales a partir de los cuales las variables macro y bancarias estarían señalando situaciones de potencial vulnerabilidad. La principal debilidad de estos análisis es la adecuada elección de los umbrales, ejercicio que involucra cierta arbitrariedad. Un avance sobre este mecanismo es el enfoque de extracción de señales⁴³, basado en la elaboración de un índice líder compuesto, conformado por un conjunto ponderado de indicadores macroeconómicos y del sistema financiero a partir del cual se estima una probabilidad de crisis. La determinación de los umbrales se realiza mediante la conciliación de objetivos contrapuestos: no omitir episodios de crisis ocurridos y minimizar la cantidad de falsas alarmas. Todos estos modelos poseen limitaciones. Por un lado, la elección de los umbrales influye en los resultados de la estimación: umbrales elevados determinarán que algunos episodios no sean previstos mientras que aquellos bajos tenderán a dar muchas falsas alarmas. Por otro lado, la ponderación de las variables en el indicador no daría información sobre su contribución real al desencadenamiento de una crisis.

Con el objetivo de analizar las fortalezas y debilidades de las entidades financieras individuales, a fines de la década pasada comenzaron a introducirse modelos econométricos que buscaban estimar su probabilidad de quiebra⁴⁴. Estos desarrollos consideraron variables macroeconómicas para recoger el efecto del ciclo económico, así como indicadores sobre el desempeño individual de las entidades, especialmente en términos de su liquidez, solvencia y riesgos. Se utilizaron herramientas econométricas con el objeto de captar la evolución de los mencionados factores y su impacto sobre la situación de cada banco: de normalidad o, alternativamente, de crisis (modelos *logit* o *probit*). La crisis actual puso de manifiesto que estos modelos no consideran efectos sistémicos o las interrelaciones entre bancos, promoviendo así la búsqueda de nuevos métodos que ayuden a anticipar las crisis.

La realización de pruebas de tensión sobre los sistemas financieros constituyó una herramienta adicional que se

⁴³ Lizondo S. and Reinhart C. M. (1998), "Leading Indicators of Currency Crises," IMF Vol. 45, Issue 1 (March), pp. 1–48.

⁴⁴ Ver por ejemplo Demirgüç-Kunt, A. and E. Detragiache (1998) "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries." IMF Staff Papers 45(1): 81–109. Dabós, M.P. "An empirical model of bank failure probability", Universidad de Belgrano.

generalizó en la última década⁴⁵, contribuyendo a identificar posibles vulnerabilidades. Estos ejercicios buscan medir el impacto de escenarios macroeconómicos extremos pero posibles, sobre la liquidez y solvencia de los bancos, tanto desde una perspectiva de las entidades particulares como del sistema en su conjunto.

La crisis financiera global iniciada en 2007 puso de manifiesto las significativas debilidades existentes en los mecanismos utilizados para la anticipación de eventos de crisis. El nuevo contexto dejó en claro la importancia de contar con herramientas que puedan captar, por un lado, los efectos de cierres de los mercados financieros, los rápidos debilitamientos en los procesos de intermediación financiera, los riesgos generados por excesivas exposiciones y por mercados que pueden presentar desalineamientos macroeconómicos. Por otro lado, los mecanismos deben considerar las interrelaciones existentes entre las entidades y el impacto de aquellas de carácter sistémico. De esta manera, comenzó a tomar impulso el desarrollo de modelos basados en las teorías de *asset pricing* que buscan evaluar la probabilidad de *stress* financiero de las entidades en forma conjunta. Así, se está evolucionando desde una visión estática hacia una más *forward-looking*, apoyada en el uso de variables de mercado que contemplen las expectativas futuras de los agentes sobre las condiciones de los bancos, del mercado en general y del contexto macroeconómico. Además, se da mayor relevancia a los canales de impactos cruzados entre entidades y a los efectos de segunda ronda⁴⁶.

En esta línea, el denominado *contingent claims approach (CCA)*⁴⁷ estudia la relación entre las crisis bancarias y las situaciones de *stress* financiero y económico en el sector privado. Dado que las quiebras bancarias generalmente se producen cuando las entidades no pueden cumplir sus obligaciones ante el impacto de la fase recesiva del ciclo económico, se busca modelizar los distintos sectores de la economía y sus interrelaciones a través de sus hojas de balance ajustadas por riesgo utilizando modelos de valuación de opciones⁴⁸. Paralelamente se comenzó a analizar las estructuras de los sistemas financieros a través de análisis de datos multivariados (*condicional correlations and cluster analysis*⁴⁹), instrumento que permitiría a los reguladores obtener información acerca de las instituciones que podrían afectar a otras en caso de problemas, analizando los cambios en la distribución de los grupos de bancos entre períodos de *stress* y de normalidad.

Otro enfoque que comenzó a desarrollarse en los últimos años se concentró en la búsqueda de un índice de estabilidad financiera para realizar comparaciones considerando distintas dimensiones de la actividad bancaria. Así, se inició la elaboración de medidas de estabilidad financiera sobre la base de modelos de equilibrio general que introducen al sistema financiero⁵⁰, incorporando metodologías más modernas para captar efectos cruzados y distribuciones conjuntas de *stress* (método de cópulas⁵¹). Si bien estas herramientas constituyen avances, su considerable complejidad, necesidad de datos (insumos) así como la falta de su prueba empírica y calibración, constituyen barreras para que puedan ser efectivamente utilizadas por las autoridades. Esta situación se acentúa en las economías emergentes, que presentan sistemas financieros menos desarrollados y una menor disponibilidad de estadísticas históricas y de mercado.

Ante estas dificultades comúnmente encontradas en los países emergentes, algunos Bancos Centrales como el colombiano⁵², comenzaron a elaborar índices de estabilidad financiera con el objetivo de contar con mecanismos de alerta temprana, incluyendo de forma ponderada los principales indicadores bancarios. Estos contribuyen a dar señales anticipadas de episodios de crisis financieras tanto a nivel agregado del sistema, como por grupos homogéneos y por bancos individuales. Asimismo, se realizan ejercicios de tensión sobre estos indicadores para evaluar el impacto ante *shocks*.

La falta de anticipación de la crisis financiera de 2007 y su considerable impacto internacional puso de manifiesto que el análisis de instituciones financieras individuales y del sector financiero por separado, no son suficientes para prevenir nuevos episodios de *stress*. De ahí el renovado interés por detectar las vulnerabilidades macroeconómicas y bancarias sistémicas de forma temprana que puedan poner en peligro la estabilidad financiera. El objetivo hacia adelante reside en completar la implementación y posterior calibración de este tipo de mecanismos, haciéndolos accesibles a los hacedores de política de las economías desarrolladas y particularmente de las emergentes. Se brindaría así una herramienta válida para tomar acciones preventivas de forma oportuna y evitar situaciones de *stress* que vuelvan a poner en riesgo la estabilidad financiera a nivel global, evitando sus impactos negativos sobre la economía real y la población.

⁴⁵ Ver Apartado 5 del BEF I-09.

⁴⁶ Varias ediciones del GFSR del FMI

⁴⁷ Gray, Merton y Bodie "New framework for measuring and managing macrofinancial risk and financial stability", NBER, wp13607, 2007

⁴⁸ Black-Scholes y Merton

⁴⁹ Global financial stability report, IMF, abril 2009

⁵⁰ Aspachs, Goodhardt, Segoviano, Tsomocos y Zicchino (2006) "Searching for a metrics for financial stability", LSE.

⁵¹ Segoviano (2009) "Banking stability measures", IMF, wp09/04.

⁵² Pineda, F., Piñeros, J.H. Reporte de Estabilidad Financiera. Banco de la República de Colombia. Marzo de 2009.

VI. Sistema de Pagos

Síntesis

Sigue ampliándose localmente el uso de los medios electrónicos de pago, lográndose mejoras de eficiencia y seguridad en las transacciones. Si bien el circulante continúa siendo el principal medio de pago de la economía, gradualmente se va diversificando el uso de medios alternativos que permitan mitigar riesgos y agilizar la cadena de pagos.

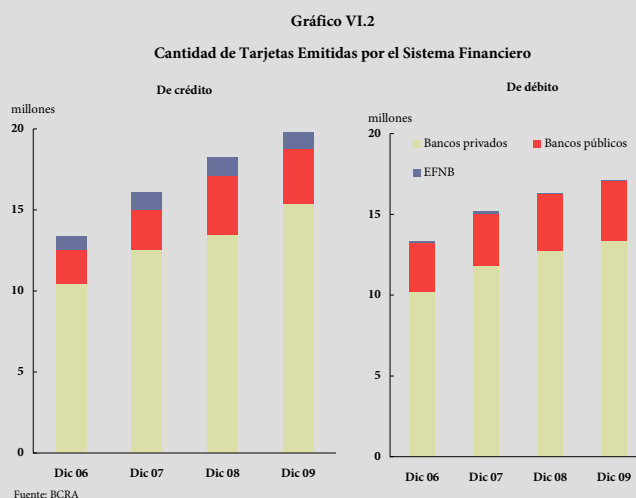
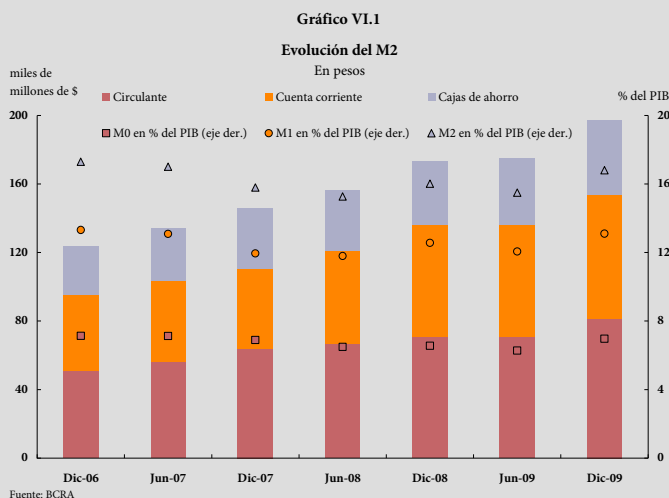
La cantidad de tarjetas de crédito y débito se expande, en línea con la recuperación del dinamismo de la actividad de intermediación financiera, movimiento impulsado por el marco de mayor crecimiento económico.

Durante la segunda mitad de 2009 se incrementó la compensación de cheques al tiempo que se redujo el rechazo por falta de fondos. La cantidad de cheques truncados superó 80% del total de cheques compensados.

Los débitos directos, vinculados con el pago de servicios, registraron un aumento en relación con la primera mitad del año pasado. Las transferencias minoristas también

observan un mayor dinamismo. Por su parte, la utilización del Medio Electrónico de Pago para operaciones cursadas en pesos (sistema de pagos de alto valor) evidenció una leve reducción en términos del PIB durante 2009.

El BCRA sigue impulsando medidas que puedan contribuir a la profundización del Sistema de Pagos y que conlleven a una mayor agilidad y eficiencia en las operaciones. Se está avanzando con el proyecto de Compensación Federal Uniforme (CFU), con el objetivo de estandarizar la totalidad de los documentos compensables. Actualmente se está trabajando sobre los certificados de depósito a plazo fijo nominativos. Adicionalmente se colabora en los grupos de trabajo como es la “Iniciativa de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores del Hemisferio Occidental”, coordinada por el CEMLA, con el propósito de fortalecer los sistemas de pagos y la liquidación de valores existentes en los países de América Latina y el Caribe.



VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

Se extiende el uso de los medios electrónicos de pago en el marco del mayor dinamismo de la actividad económica y de ciertas mejoras en la cobertura geográfica de la infraestructura de servicios financieros

El Sistema Nacional de Pagos (SNP) sigue profundizando su desarrollo, observando gradualmente un mayor alcance y diversificación de los instrumentos que contribuyen a agilizar y brindar mayor seguridad a la cadena de pagos de la economía.

El circulante sigue siendo el medio de pago de mayor utilización a nivel local. En particular, el efectivo en poder del público viene ganando participación en los agregados monetarios (ver Gráfico VI.1), estabilizándose en torno a 7% del PIB. Sin embargo, gradualmente aumenta la utilización de los mecanismos de pago electrónico tales como las transferencias y los débitos directos, en un marco de paulatinas mejoras en la cobertura geográfica de la infraestructura de los servicios financieros (ver Página 43).

En línea con la recuperación del dinamismo de la intermediación financiera de los bancos con empresas y familias, tendencia principalmente impulsada por el contexto de creciente actividad económica, se observa un aumento en la cantidad de tarjetas de crédito y débito (ver Gráfico VI.2).

Asimismo, continúa aumentando la compensación de valores en las cámaras de bajo valor, tanto en términos de débitos directos como de transferencias minoristas. Los débitos directos asociados al pago de servicios (luz, teléfono, televisión por cable, entre otros) se incrementaron en relación al año pasado, alcanzando 3,2% del PIB en el acumulado de 2009 (ver Gráfico VI.3). Las transferencias minoristas también evidenciaron un aumento en el período, llegando a representar 6,9% del producto en los últimos 12 meses (ver Gráfico VI.4).

En la segunda mitad de 2009 aumentó la cantidad de cheques⁵³ compensados (ver Gráfico VI.5), de los cuales 81% fueron truncados (no requieren el envío de la imagen al banco girado, con montos de hasta \$5.000). De esta manera, el monto de documentos compensados cayó levemente en términos del PIB. La proporción de documentos rechazados por falta de fondos en término del total evidencia una tendencia decreciente, luego del incremento observado en la segunda parte de 2008 ante los

Gráfico VI.3
Débitos Directos
Acumulado 12 meses

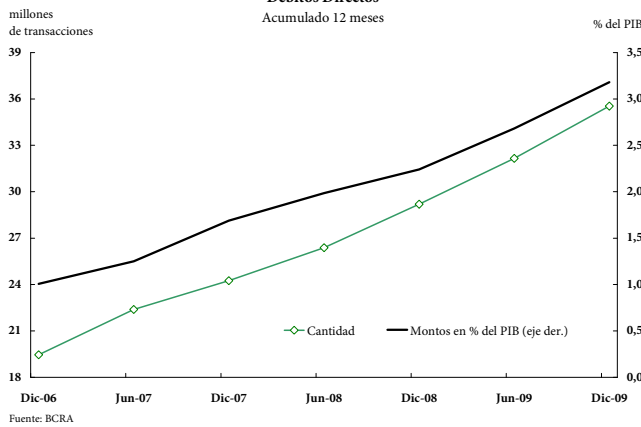


Gráfico VI.4
Transferencias Minoristas
Acumulado 12 meses

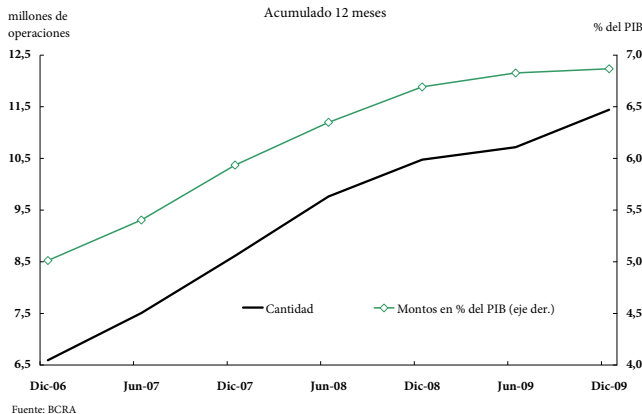
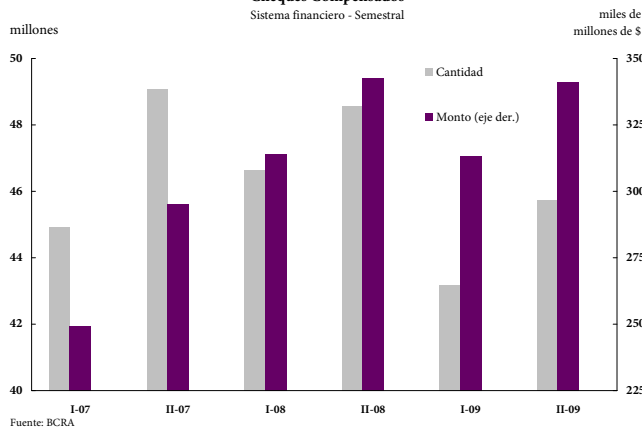
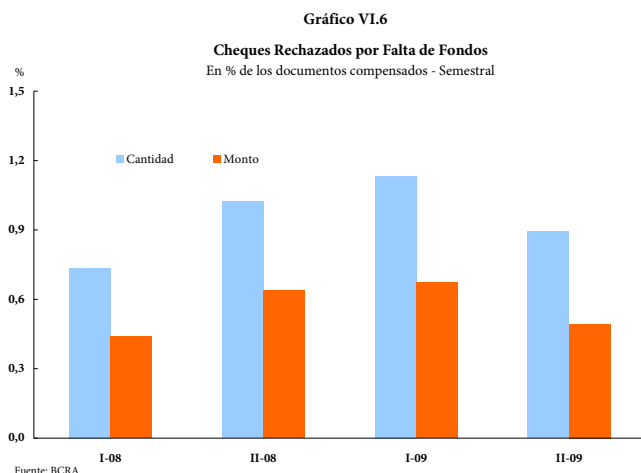


Gráfico VI.5
Cheques Compensados
Sistema financiero - Semestral



⁵³ Los conceptos cheques y documentos en esta sección del capítulo se utilizan de forma equivalente.



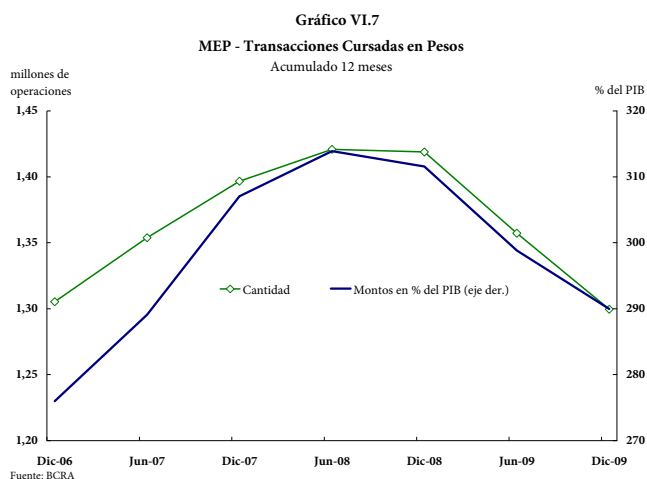
efectos locales de la crisis internacional (ver Gráfico VI.6).

El monto de las operaciones canalizadas en pesos a través del Medio Electrónico de Pago -MEP- (sistema de pagos de alto valor) se mantuvo estable en los últimos períodos, lo que dio lugar a su menor ponderación en términos del producto durante 2009 (ver Gráfico VI.7).

VI.2. Modernización del Sistema de Pagos

El BCRA continúa trabajando en medidas que permitan profundizar el Sistema de Pagos

El BCRA sigue impulsando medidas que tiendan a contribuir a la profundización del Sistema de Pagos y que conlleven a una mayor eficiencia y seguridad en las operaciones. Se está avanzando en la estandarización de la totalidad de los documentos con fin de lograr una óptima verificación y control de los mismos por parte de las entidades depositarias. En este marco, actualmente se está trabajando en los certificados de depósito a plazo fijo nominativos en el marco del proyecto de la Compensación Federal Uniforme. De igual modo, se encuentra bajo análisis un conjunto de diferentes medidas innovadoras destinadas a favorecer el uso de las transferencias electrónicas y de las tarjetas de crédito y débito, dotando a estos instrumentos de mayor funcionalidad.



Con el propósito de fortalecer el sistema de pagos y liquidación de valores en los países de América latina y el Caribe, el BCRA continúa participando en los grupos de trabajo generados por la “Iniciativa de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores del Hemisferio Occidental” coordinada por el CEMLA.

Anexo Estadístico – Sistema Financiero (cont.)

Cuadro 3 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual										Semestre			Variaciones (%)		
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	II-08	I-09	II-09	II-09 / I-09	II-09 / II-08
Margen financiero	6.967	7.291	6.943	13.991	1.965	6.075	9.475	13.262	15.134	20.526	28.858	10.826	13.614	15.244	12	41
Resultado por intereses	5.396	5.106	4.625	-3.624	-943	1.753	3.069	4.150	5.744	9.574	13.917	5.288	6.655	7.263	9	37
Ajustes CER y CVS	0	0	0	8.298	2.315	1.944	3.051	3.012	2.624	2.822	1.196	1.007	515	681	32	-32
Diferencias de cotización	227	185	268	5.977	-890	866	751	944	1.357	2.304	2.278	1.683	1.516	762	-50	-55
Resultado por títulos valores	1.112	1.481	1.490	3.639	1.962	1.887	2.371	4.923	5.144	4.462	11.003	1.554	4.178	6.826	63	339
Otros resultados financieros	232	519	559	-299	-480	-375	233	235	264	1.363	463	1.294	751	-288	-138	-122
Resultado por servicios	3.623	3.582	3.604	4.011	3.415	3.904	4.781	6.243	8.248	10.868	13.057	5.835	6.139	6.918	13	19
Cargos por incobrabilidad	-2.565	-3.056	-3.096	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.198	-1.894	-2.832	-3.818	-1.590	-1.993	-1.825	-8	15
Gastos de administración	-7.432	-7.375	-7.362	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.655	-14.634	-18.748	-22.699	-9.864	-10.878	-11.821	9	20
Cargas impositivas	-497	-528	-571	-691	-473	-584	-737	-1.090	-1.537	-2.315	-3.268	-1.304	-1.561	-1.707	9	31
Impuesto a las ganancias	-421	-446	-262	-509	-305	-275	-581	-595	-1.032	-1.342	-4.038	-672	-1.684	-2.354	40	250
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-701	-320	-410	-752	-837	-1.757	-184	-873	-110	-74	-33	-92
Amortización de amparos	0	0	0	0	-1.124	-1.686	-1.867	-2.573	-1.922	-994	-460	-472	-127	-332	161	-30
Diversos	617	535	702	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.664	2.380	1.366	472	525	-137	608	-545	16
Resultado monetario	0	0	0	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	291	3	-42	-19.162	-5.265	-898	1.780	4.306	3.905	4.773	7.920	2.411	3.263	4.656	43	93
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-3.440	1.337	4.057	7.631	6.665	7.523	8.563	3.757	3.501	5.062	45	35
Indicadores anualizados - En % del activo neteado	cambio en p.p.															
Margen financiero	5,6	5,7	5,7	6,5	1,1	3,1	4,6	5,8	5,7	6,7	8,5	6,9	8,3	8,8	0,4	1,9
Resultado por intereses	4,3	4,0	3,8	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,2	3,1	4,1	3,4	4,1	4,2	0,1	0,8
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0	0,9	0,4	0,6	0,3	0,4	0,1	-0,2
Diferencias de cotización	0,2	0,1	0,2	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	0,7	1,1	0,9	0,4	-0,5	-0,6
Resultado por títulos valores	0,9	1,2	1,2	1,7	1,1	1,0	1,2	2,2	1,9	1,5	3,3	1,0	2,6	3,9	1,4	2,9
Otros resultados financieros	0,2	0,4	0,5	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	0,1	0,8	0,5	-0,2	-0,6	-1,0
Resultado por servicios	2,9	2,8	3,0	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	3,1	3,6	3,9	3,7	3,7	4,0	0,2	0,3
Cargos por incobrabilidad	-2,1	-2,4	-2,6	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,2	-1,0	0,2	0,0
Gastos de administración	-5,9	-5,8	-6,1	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-6,1	-6,7	-6,3	-6,6	-6,8	-0,2	-0,5
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	0,0	-0,2
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,2	-0,4	-1,0	-1,4	-0,3	-0,9
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,1	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,5
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,1
Diversos	0,5	0,4	0,6	-1,8	0,9	0,8	0,8	1,2	0,9	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,4	0,0
Monetarios	0,0	0,0	0,0	-5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado total	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	1,5	2,0	2,7	0,7	1,1
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,9	0,7	2,0	3,4	2,5	2,5	2,4	2,1	2,9	0,8	0,5	
ROE	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	13,2	16,7	21,6	4,9	8,3

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

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

Fuente: BCRA

Cuadro 4 | Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09
Cartera irregular total	12,9	13,1	18,1	17,7	10,7	5,2	3,4	2,7	2,7	3,0
Al sector privado no financiero	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5
Previsiones / Cartera irregular total	61,1	66,4	73,8	79,2	102,9	124,5	129,9	129,6	131,4	125,7
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	5,0	4,4	4,7	3,7	-0,3	-1,3	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	26,2	21,6	17,2	11,9	-1,0	-4,1	-3,3	-3,0	-3,3	-2,8

(*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

Anexo Estadístico – Bancos Privados

Cuadro 5 | Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1.- Liquidez	23,6	26,9	22,8	24,3	24,1	23,6	24,8	27,6	29,2	21,5	23,7	25,7	34,1	29,8
2.- Crédito al sector público	13,5	13,7	13,6	16,1	14,7	20,8	49,4	47,7	41,6	28,5	16,3	9,5	6,3	6,2
3.- Crédito al sector privado	51,0	46,7	47,6	44,6	38,4	45,4	22,4	19,9	22,5	31,1	37,9	46,6	44,0	43,3
4.- Irregularidad de cartera privada	11,1	8,5	7,7	8,9	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5	2,8	3,3
5.- Exposición patrimonial al sector privado	21,6	14,3	13,2	11,5	13,4	11,4	18,6	11,2	1,9	-2,2	-3,0	-3,6	-3,4	-3,1
6.- ROA	0,6	0,7	0,5	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6	1,9	3,0
7.- ROE	4,1	6,3	4,3	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	15,2	22,9
8.- Eficiencia	144	135	139	146	152	151	168	93	115	136	158	152	166	195
9.- Integración de capital	15,9	15,4	14,6	18,9	18,0	17,6	-	14,0	15,1	17,8	18,6	19,2	18,3	22,5
10.- Posición de capital	33	47	27	60	49	43	-	88	157	155	116	87	86	120

Fuente: BCRA

Cuadro 6 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Jun 09	Dic 09	Variaciones (en %)		
												Semestral	Anual	
Activo	119.371	82.344	118.906	116.633	128.065	129.680	152.414	175.509	208.888	218.950	229.549		4,8	9,9
Activos líquidos ¹	13.920	10.576	11.044	14.500	15.893	14.074	22.226	29.418	37.044	40.376	43.562		7,9	17,6
Títulos públicos	7.583	1.627	19.751	22.260	24.817	29.966	27.663	24.444	29.552	38.736	47.949		23,8	62,3
Lebac/Nobac	0	0	-	-	8.359	15.227	15.952	17.684	23.457	25.784	31.575		22,5	34,6
Por tenencia	0	0	-	-	5.611	12.899	14.220	15.639	12.858	18.274	27.413		50,0	113,2
Por operaciones de pase	0	0	-	-	2.749	2.328	-	1.732	10.598	7.510	4.161		-44,6	-60,7
Títulos privados	563	451	273	172	333	307	683	310	127	135	233		72,9	83,8
Préstamos	56.035	52.319	51.774	47.017	50.741	56.565	69.294	88.898	98.529	96.017	101.722		5,9	3,2
Sector público	8.172	13.803	25.056	23.571	21.420	15.954	10.036	6.413	6.249	1.820	1.694		-7,0	-72,9
Sector privado	45.103	36.636	26.074	22.816	28.213	39.031	55.632	78.587	88.426	91.151	96.790		6,2	9,5
Sector financiero	2.760	1.880	644	630	1.107	1.580	3.626	3.898	3.854	3.046	3.238		6,3	-16,0
Previsiones por préstamos	-3.248	-3.957	-7.463	-5.225	-3.717	-2.482	-2.227	-2.365	-2.871	-3.425	-3.653		6,7	27,2
Otros créditos por intermediación financiera	36.600	13.037	27.212	22.148	25.753	16.873	18.387	17.084	25.265	26.447	21.258		-19,6	-15,9
ON y OS	724	665	1.514	1.394	829	675	618	430	699	840	734		-12,6	5,0
Fideicomisos sin cotización	1.609	1.637	6.205	3.571	2.362	2.444	2.982	3.456	3.869	4.424	4.198		-5,1	8,5
Compensación a recibir	0	0	15.971	13.812	14.657	5.575	760	377	357	17	16		-6,8	-95,6
Otros	34.267	10.735	3.523	3.370	7.905	8.179	14.027	12.822	20.339	21.167	16.311		-22,9	-19,8
Bienes en locación financiera	776	752	553	387	592	1.356	2.126	3.149	3.451	2.842	2.569		-9,6	-25,6
Participación en otras sociedades	1.651	1.703	3.123	2.791	1.892	2.416	4.042	3.762	4.538	5.084	4.067		-20,0	-10,4
Bienes de uso y diversos	3.225	3.150	5.198	4.902	4.678	4.575	4.677	4.685	4.926	5.062	5.096		0,7	3,4
Filiales en el exterior	75	112	-109	-136	-53	-148	-139	-154	-178	-199	-202		1,6	13,6
Otros activos	2.190	2.574	7.549	7.816	7.137	6.178	5.682	6.277	8.505	7.873	6.946		-11,8	-18,3
Pasivo	107.193	70.829	103.079	101.732	113.285	112.600	131.476	152.153	182.596	190.219	198.438		4,3	8,7
Depósitos	57.833	44.863	44.445	52.625	62.685	75.668	94.095	116.719	135.711	142.901	154.387		8,0	13,8
Sector público ²	1.276	950	1.636	3.077	6.039	6.946	7.029	7.564	19.600	20.528	17.757		-13,5	-9,4
Sector privado ²	55.917	43.270	38.289	47.097	55.384	67.859	85.714	107.671	114.176	120.170	134.426		11,9	17,7
Cuenta corriente	4.960	7.158	8.905	11.588	13.966	17.946	20.604	27.132	30.188	30.337	35.127		15,8	16,4
Caja de ahorros	9.409	14.757	6.309	10.547	14.842	18.362	23.165	30.169	32.778	36.265	40.999		13,1	25,1
Plazo fijo	39.030	18.012	11.083	18.710	22.729	27.736	38.043	45.770	46.990	48.974	54.058		10,4	15,0
CEDRO	0	0	9.016	2.409	798	3	1	0	0	0	0		-	-
Otras obligaciones por intermediación financiera	46.271	22.629	49.341	42.367	45.083	32.349	31.750	29.323	39.298	38.817	34.235		-11,8	-12,9
Obligaciones interfinancieras	2.293	1.514	836	726	1.070	1.488	3.383	1.979	1.160	1.163	1.668		43,4	43,7
Obligaciones con el BCRA	83	1.758	16.624	17.030	17.768	10.088	3.689	675	649	91	41		-54,7	-93,7
Obligaciones negociables	4.939	3.703	9.073	6.674	7.922	6.548	6.413	6.686	5.672	5.317	4.626		-13,0	-18,5
Líneas de préstamos del exterior	5.491	4.644	15.434	9.998	5.444	2.696	2.249	1.833	2.261	1.231	1.262		2,5	-44,2
Otros	33.466	11.010	7.374	7.939	12.878	11.530	16.015	18.150	29.555	31.016	26.638		-14,1	-9,9
Obligaciones subordinadas	1.668	1.700	3.622	1.850	1.304	1.319	1.642	1.668	1.759	1.910	1.918		0,5	9,0
Otros pasivos	1.420	1.637	5.671	4.890	4.213	3.264	3.989	4.443	5.828	6.591	7.897		19,8	35,5
Patrimonio neto	12.178	11.515	15.827	14.900	14.780	17.080	20.938	23.356	26.292	28.731	31.111		8,3	18,3
Memo														
Activo neteado	88.501	73.796	117.928	115.091	121.889	123.271	143.807	166.231	192.074	201.838	216.100		7,1	12,5

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

Fuente: BCRA

Nota metodológica (cuadro 5)

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

Anexo Estadístico – Bancos Privados (cont.)

Cuadro 7 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual										Semestre			Variaciones (%)		
	1999	2000	2001	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	II-08	I-09	II-09	II-09 / I-09	II-09 / II-08
Margen financiero	5.176	5.441	5.282	10.628	2.575	3.415	5.253	7.778	8.960	12.964	19.720	6.957	9.359	10.361	11	49
Resultado por intereses	3.819	3.598	3.519	-304	107	1.214	2.069	2.826	4.191	7.727	10.068	4.264	5.003	5.065	1	19
Ajustes CER y CVS	0	0	0	1.476	1.082	900	1.215	858	662	651	185	222	84	101	20	-55
Diferencias de cotización	213	160	256	6.189	-312	666	576	740	990	1.620	1.509	926	908	601	-34	-35
Resultado por títulos valores	908	1.232	962	3.464	1.892	959	1.259	3.154	2.888	1.637	7.343	262	2.599	4.744	82	1.707
Otros resultados financieros	236	450	546	-197	-195	-322	134	199	229	1.329	616	1.282	764	-149	-119	-112
Resultado por servicios	2.598	2.554	2.598	2.782	2.341	2.774	3.350	4.459	5.881	7.632	9.198	4.083	4.322	4.876	13	19
Cargos por incobrabilidad	-1.872	-2.173	-2.464	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-737	-1.174	-1.863	-2.751	-1.043	-1.400	-1.351	-3	29
Gastos de administración	-5.326	-5.263	-5.224	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-7.741	-9.735	-12.401	-14.807	-6.523	-7.097	-7.710	9	18
Cargas impositivas	-368	-379	-418	-512	-366	-393	-509	-769	-1.105	-1.715	-2.380	-960	-1.131	-1.249	10	30
Impuesto a las ganancias	-386	-393	-216	-337	-295	-202	-217	-365	-380	-1.168	-3.001	-706	-1.453	-1.548	7	119
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	0	0	0	-665	-51	-201	-170	-100	-267	3	-135	-20	24	-217	-118
Amortización de amparos	0	0	0	0	-791	-1.147	-1.168	-1.182	-1.466	-688	-233	-332	-52	-181	249	-45
Diversos	447	307	615	-4.164	1.178	846	1.156	1.641	1.576	916	264	513	-35	300	-946	-42
Resultado monetario	0	0	0	-10.531	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total	269	93	174	-15.784	-2.813	-1.176	648	2.915	2.457	3.412	6.014	1.853	2.491	3.522	41	90
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1.357	252	2.016	4.267	4.023	4.367	6.244	2.320	2.564	3.680	44	59
<i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>																
	<i>cambio en p.p.</i>															
Margen financiero	6,1	6,2	6,4	7,6	2,3	2,9	4,3	5,9	5,8	7,3	9,8	7,7	9,6	10,1	0,5	2,4
Resultado por intereses	4,5	4,1	4,3	-0,2	0,1	1,0	1,7	2,1	2,7	4,4	5,0	4,7	5,1	4,9	-0,2	0,2
Ajustes CER y CVS	0,0	0,0	0,0	1,1	0,9	0,8	1,0	0,6	0,4	0,4	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1
Diferencias de cotización	0,3	0,2	0,3	4,4	-0,3	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	1,0	0,9	0,6	-0,3	-0,4
Resultado por títulos valores	1,1	1,4	1,2	2,5	1,7	0,8	1,0	2,4	1,9	0,9	3,7	0,3	2,7	4,6	2,0	4,3
Otros resultados financieros	0,3	0,5	0,7	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,8	0,3	1,4	0,8	-0,1	-0,9	-1,6
Resultado por servicios	3,1	2,9	3,2	2,0	2,0	2,4	2,7	3,4	3,8	4,3	4,6	4,5	4,4	4,8	0,3	0,3
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-2,5	-3,0	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,2	-1,4	-1,3	0,1	-0,2
Gastos de administración	-6,3	-6,0	-6,4	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-5,9	-6,3	-7,0	-7,4	-7,2	-7,3	-7,5	-0,3	-0,3
Cargas impositivas	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-1,0	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2	-0,1	-0,2
Impuesto a las ganancias	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,7	-1,5	-0,8	-1,5	-1,5	0,0	-0,7
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2
Amortización de amparos	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,1	0,2
Diversos	0,5	0,4	0,7	-3,0	1,0	0,7	0,9	1,2	1,0	0,5	0,1	0,6	0,0	0,3	0,3	-0,3
Monetarios	0,0	0,0	0,0	-7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado total	0,3	0,1	0,2	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6	1,9	3,0	2,0	2,5	3,4	0,9	1,4
Resultado ajustado ³	-	-	-	-	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,6	2,5	3,1	2,6	2,6	3,6	1,0	1,0
ROE	2,3	0,8	1,4	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	15,2	22,9	16,1	20,1	25,5	5,4	9,4

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

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

Fuente: BCRA

Cuadro 8 | Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 00	Dic 01	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09
Cartera irregular total	8,3	9,9	19,8	15,7	8,9	4,4	2,9	2,2	2,5	3,1
Al sector privado no financiero	9,8	14,0	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5	2,8	3,3
Previsiones / Cartera irregular total	67,7	75,7	73,4	79,0	97,0	114,3	129,3	141,3	134,1	128,9
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	2,7	2,4	5,3	3,3	0,4	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	13,4	11,4	18,6	11,2	1,3	-2,2	-3,0	-3,6	-3,4	-3,1

(*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA

Glosario de Abreviaturas y Siglas

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

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

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

IPI: Índice de Precios Implícitos

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IRD: Inversión Real Directa

ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción

ISM: *Institute for Supply Management*

ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

LATAM: Latinoamérica

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

LME: *London Metal Exchange*

LTV: Loan to value

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

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

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

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

MBS: *Mortgage Backed Securities*

MEM: Mercado Eléctrico Mayorista

MERCOSUR: Mercado Común del Sur

Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires

MEyP: Ministerio de Economía y Producción

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MOPRE: Módulos Previsionales

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

MSCI: *Morgan Stanley Capital International*

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

MW: MegaWatts

NAFTA: Tratado de Libre Comercio de América del Norte

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

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

NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo

O/N: *Overnight*

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

PAD: Prestación Anticipada por Desempleo

PAM: Política Automotriz del Mercosur

Pampeana: Región Pampeana. Incluye la provincia de Buenos Aires (sin GBA) y La Pampa

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

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

PEA: Población Económicamente Activa

PIB: Producto Interno Bruto

PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar

PM: Programa Monetario

PN 2008: Presupuesto Nacional 2008

PP: Productos primarios

Prom.: Promedio

Prom. móv.: Promedio móvil

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

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado

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

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

RTA: Remuneración al Trabajo Asalariado

s.e.: Serie sin estacionalidad

s.o.: Serie original

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

SAFJP: Superintendencia de Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones

SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

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

SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino

SISCEN: Sistema Centralizado de requerimientos informativos

SMVM: Salario Mínimo Vital y Móvil

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TAF: *Term Auction Facility*

TCR: Tipo de cambio real

TI: Términos de Intercambio

Tn: Tonelada

TN: Tesoro Nacional

Trim.: Trimestral / Trimestre

UCI: Utilización de la Capacidad Instalada

UE: Unión Europea

US\$: Dólares Americanos

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

UVP: Unidades Vinculadas al PIB

Var.: variación

VCP: valores de corto plazo

VE: Valor efectivo

VIX: *volatility of S&P 500*

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

XN: Exportaciones Netas

Índice de Gráficos y Tablas

Índice de Gráficos

1.	PIB Real.....	7
2.	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	8
3.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	9
I.1.	PIB Real.....	11
I.2.	Colocaciones Internacionales de Bonos de Economías Emergentes.....	11
I.3.	Tasa de Desempleo. Países Seleccionados.....	12
I.4.	Precios de las Materias Primas.....	12
I.5.	Índices Bursátiles y Volatilidad Implícita.....	13
I.6.	Evolución de <i>Spread</i> sobre Bonos Alemanes.....	13
I.7.	Rendimientos de Treasuries y Expectativas de Inflación Implícita.....	14
I.8.	Subastas del Tesoro de EEUU.....	14
I.9.	Evolución de Principales Monedas.....	14
I.10.	Evolución Índices MSCI (Renta Variable).....	15
I.11.	Índice de <i>Spread</i> de Deuda Emergente (<i>CDS</i>).....	15
I.12.	Índices de Monedas de Regiones Emergentes.....	15
I.13.	Integración de Capital.....	16
I.14.	Activos Líquidos.....	16
I.15.	Irregularidad y Previsionamiento.....	16
A.1.1.	Situación Financiera del Sector Público: Países de la Zona Euro.....	17
A.1.2.	Evolución de los Precios de <i>Credit Default Swap</i> a 5 años.....	17
A.1.3.	Cotizaciones de Bancos de Países Comprometidos de la Zona Euro.....	18
II.1.	PIB Real.....	19
II.2.	Emisión de Bonos Corporativos.....	19
II.3.	PIB Real.....	20
II.4.	Crecimiento del Consumo.....	20
II.5.	Inversión en Construcción.....	20
II.6.	Evolución de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos.....	21
II.7.	Índices de Precios.....	21
II.8.	Factores de Explicación del M2.....	21
II.9.	M2 – Metas 2009.....	22
II.10.	Reservas Internacionales.....	22
II.11.	Bonos Soberanos.....	23
II.12.	Diferenciales de Riesgo.....	23
II.13.	Evolución Deuda Pública Bruta.....	23
II.14.	Composición del <i>Stock</i> de Lebac y Nobac en Circulación.....	24
II.15.	Curva de Tasas de Licitaciones de Lebac.....	24
II.16.	Mercado Secundario de Lebac.....	24
II.17.	Monto Negociado de Títulos Públicos (MAE+BCBA).....	25
II.18.	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	25
II.19.	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	25
II.20.	Evolución del Mercado Local de Acciones.....	26
II.21.	Monto Negociado en Acciones.....	26
II.22.	Futuros del Dólar.....	26
A.2.1.	Montos y Plazos Negociados en Futuros de Tasa de Interés Badlar.....	27
A.2.2.	Plazos Negociados en Futuros de Tasa de Interés Badlar.....	27
A.2.3.	Curva de Futuros de Tasa de Interés Badlar.....	28
III.1.	Indicadores Industriales.....	29
III.2.	Carga de la Deuda de las Familias.....	29
III.3.	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	30
III.4.	Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas.....	30
III.5.	PIB. Bienes y Servicios.....	30
III.6.	Deuda de las Empresas.....	31
III.7.	Carga de la Deuda del Sector Empresas.....	31
III.8.	Indicadores del Sector Automotor.....	31
III.9.	Deuda de la Industria.....	32
III.10.	Deuda del Sector Primario.....	33
III.11.	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	33
III.12.	Deuda del Sector Servicios.....	33
III.13.	Ventas Minoristas a Precios Constantes*.....	34
III.14.	Indicadores de la Construcción.....	34
III.15.	Confianza de los Consumidores.....	34
III.16.	Endeudamiento por Consumo de las Familias.....	35
III.17.	Composición de la Recaudación Tributaria Nacional.....	35
III.18.	Composición del Gasto Primario* del SPNF.....	35
III.19.	Resultado Primario del SPNF*.....	36
III.20.	Deuda Pública Nacional.....	36
IV.1.	Crédito Total al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	37
IV.2.	Apalancamiento del Sistema Financiero Consolidado.....	37
IV.3.	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	38
IV.4.	Saldo de Balance de Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea.....	38

IV.5.	Evolución del Crédito Total al Sector Privado por Grupo de Bancos.....	39
IV.6.	Tasa de Interés Activas en Pesos.....	39
IV.7.	Evolución de las Financiaciones al Sector Privado.....	39
A.3.1.	Financiamiento al Consumo de las Familias*.....	40
A.3.2.	Saldo de Financiación Promedio por Deudor a través de Tarjetas de Crédito.....	40
A.3.3.	Tasas de Interés* de las Tarjetas de Crédito Emitidas por Empresas no Financieras.....	41
A.3.4.	Cambio en el Ratio de Irregularidad de las Financiaciones Mediante Tarjetas de Créditos Otorgadas por Empresas no Financieras.....	41
IV.8.	Crédito a las Empresas por Actividad Económica.....	42
IV.9.	Depósitos en el Sistema Financiero.....	42
IV.10.	Spread de Tasa de Interés – Crédito al Sector Privado.....	42
IV.11.	Estructura del Sistema Financiero por Tipo de Bancos.....	43
IV.12.	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	43
IV.13.	Capitalizaciones del Sistema Financiero.....	43
IV.14.	Integración de Capital.....	44
IV.15.	Composición del Margen Financiero.....	44
IV.16.	Resultados por Intereses.....	45
IV.17.	Eficiencia.....	45
IV.18.	Cargos por Incobrabilidad.....	45
IV.19.	Inversores Institucionales en Argentina.....	46
IV.20.	Inversores Institucionales en América Latina.....	46
A.4.1.	Emisiones de Fideicomisos Financieros.....	48
A.4.2.	Tasas de Corte de los FF.....	49
A.4.3.	Stock de Préstamos Securitizados*.....	49
V.1.	Liquidez.....	51
V.2.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	51
V.3.	Cambio en la Liquidez.....	52
V.4.	Liquidez en Pesos.....	52
V.5.	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	52
V.6.	Mercado de Call.....	55
V.7.	Tasas de Interés.....	55
V.8.	Financiaciones al Sector Privado No Financiero.....	55
V.9.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	56
V.10.	Evolución de las Financiaciones al Sector Privado.....	56
V.11.	Financiaciones al Sector Privado por Período de Origenación Estimado.....	56
V.12.	Previsionamiento.....	57
V.13.	Financiaciones a Empresas.....	57
V.14.	Irregularidad del Crédito a las Empresas por Sectores Económicos.....	57
V.15.	Financiaciones al Sector Corporativo por Período de Origenación Estimado.....	58
V.16.	Fuentes para Satisfacer Necesidades Crediticias de la Industria.....	58
V.17.	Financiamiento e Irregularidad - Consumo de las Familias.....	58
V.18.	Financiaciones a Familias.....	59
V.19.	Financiaciones para Consumo de las Familias por Período de Origenación Estimado.....	59
V.20.	Exposición al Sector Público.....	59
V.21.	Descalce de Moneda Extranjera.....	60
V.22.	Descalce de Moneda Extranjera por Grupo de Entidades Financieras.....	60
V.23.	Intermediación Financiera con el Sector Privado por Tipo de Moneda.....	60
V.24.	Activos del Sistema Financiero por Plazo Residual.....	61
V.25.	Fondeo del Sistema Financiero por Plazo Residual.....	61
V.26.	Descalce Patrimonial de CER.....	61
V.27.	Cotizaciones de Títulos Públicos.....	62
V.28.	Volatilidades Diarias para el Cálculo de la Exigencia de Capital por Riesgo de Mercado.....	62
V.29.	Valor a Riesgo y Cobertura.....	62
VI.1.	Evolución del M2.....	65
VI.2.	Cantidad de Tarjetas Emitidas por el Sistema Financiero.....	65
VI.3.	Débitos Directos.....	66
VI.4.	Transferencias Minoristas.....	66
VI.5.	Cheques Compensados.....	66
VI.6.	Cheques Rechazados por Falta de Fondo.....	67
VI.7.	MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....	67

Índice de Tablas

1.	Indicadores de Solidez del Sistema Financiero.....	10
III.1.	Producción Agrícola.....	32
IV.1.	Situación Patrimonial.....	38
IV.2.	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	44
IV.3.	Evolución de la Cartera del FGS.....	46