



# Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2011



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



# Boletín de Estabilidad Financiera

## Primer Semestre de 2011

**Boletín de Estabilidad Financiera**  
**Primer Semestre de 2011**

ISSN 1668-3978  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Marzo 2011

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](http://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 | Gerencia de Aplicaciones de Banca Central | Gerencia Principal de Investigaciones Económicas

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

## Prefacio

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

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

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

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

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

La fecha de la próxima publicación del **BEF** será el 29 de septiembre de 2011 a través de Internet.

Buenos Aires, 31 de marzo de 2011



# Contenido

**Pág. 7 | Visión Institucional**

**Pág. 13 | I. Entorno Internacional**

*Pág. 16 | Apartado 1 / Crisis en la Eurozona y Respuestas de Política*

*Pág. 20 | Apartado 2 / Catástrofe en Japón e Impacto Sobre los Mercados Financieros*

*Pág. 25 | Apartado 3 / Colocaciones de Deuda Corporativa de Economías Emergentes en los Mercados Internacionales*

**Pág. 27 | II. Entorno Local**

**Pág. 37 | III. Situación de Deudores**

**Pág. 47 | IV. Sector Financiero**

*Pág. 53 | Apartado 4 / Implementación de una Encuesta de Condiciones Crediticias en Argentina*

**Pág. 63 | V. Riesgos del Sistema Financiero**

**Pág. 77 | VI. Sistema de Pagos**

*Pág. 79 | Apartado 5 / Estrategia de Bancarización Impulsada por el BCRA*

**Pág. 83 | Anexo Estadístico**

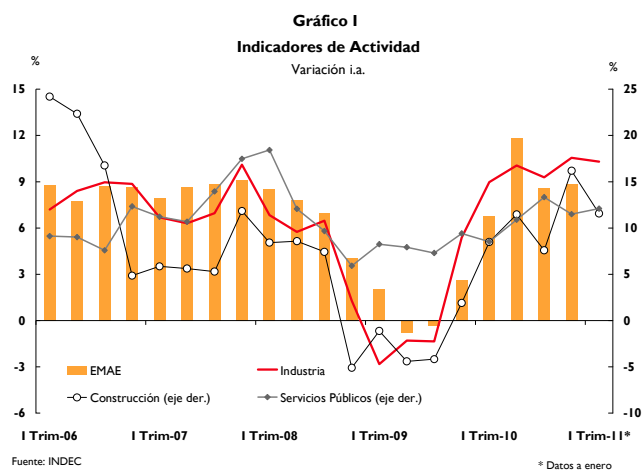
**Pág. 87 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

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





# Visión Institucional

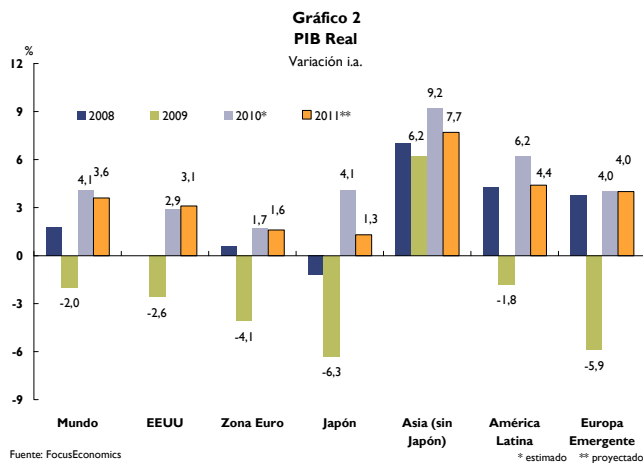


La experiencia argentina en las últimas décadas y más recientemente la crisis internacional han mostrado que el objetivo de estabilidad financiera requiere tanto de un adecuado esquema normativo y de supervisión orientado a regular el grado de exposición a los riesgos intrínsecos a la actividad de intermediación, así como también de políticas que orienten y fomenten la actividad económica real promoviendo la solvencia de todos los sectores. En otras palabras, un conjunto de regulaciones prudenciales relacionado con el comportamiento financiero debe complementarse con una economía productiva que sea capaz de crear riqueza y distribuirla adecuadamente; garantizando de esa forma la solidez del sistema financiero en base a la solvencia y viabilidad de los agentes económicos que interactúan con el mismo.

En una economía como la de Argentina que ha venido creciendo fuertemente basada en un sólido fortalecimiento del mercado interno, en la existencia de altas tasas de inversión y en un contexto de niveles de competitividad adecuados, la política monetaria y financiera del Banco Central está construida en función de siete grandes líneas de acción: 1) el control de los agregados monetarios, tendiente a equilibrar la oferta y la demanda de dinero, 2) la recomposición del canal del crédito, principalmente mediante la expansión de las financiaciones a la producción, 3) la flotación administrada del tipo de cambio, 4) la acumulación de reservas internacionales, 5) la regulación macroprudencial de los flujos financieros de corto plazo, 6) la regulación y la supervisión del sistema financiero y 7) la universalización del acceso a los servicios financieros a través de la profundización de los niveles de bancarización tanto de las familias como de las empresas.

La integración del accionar del Banco Central al resto de la política económica nacional se observa, al igual que en Argentina, en otras economías de países emergentes. Durante la última década estos países implementaron un conjunto de políticas macroprudenciales, alejándose en muchos casos de las recomendaciones estándar prevalentes, que contribuyeron a evitar la acumulación de los desequilibrios que tantas veces en el pasado desembocaron en crisis de gran magnitud. Haber logrado condiciones macroeconómicas más sanas ha permitido a las economías emergentes recuperar grados de libertad para el armado de estrategias contra-cíclicas, mostrando un fuerte pragmatismo que, teniendo en cuenta la estabilidad financiera, apuntaron al desarrollo sustentable en el mediano plazo. Como resultado, hoy son estas economías las que lideran el crecimiento global, con regiones que se expanden a dos velocidades. Para este año, los países

en desarrollo mantienen perspectivas económicas positivas en un escenario donde el alza en los precios de las materias primas genera presiones sobre los precios internos y en algunos casos, a los países exportadores de estos productos, incentivos a la reprimarización de las actividades productivas, creando nuevos desafíos para las economías de la región.

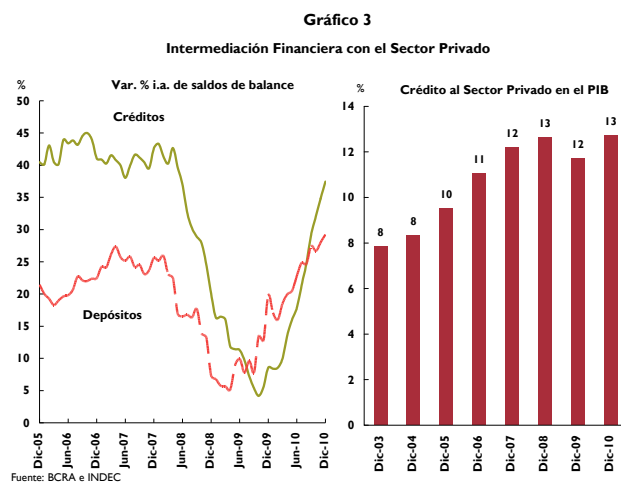


En los países avanzados, por su parte, las aún elevadas tasas de desempleo, combinadas con los altos niveles de endeudamiento de las familias, constituyen barreras al crecimiento del consumo y, por lo tanto, de la actividad económica. En paralelo, se sostienen algunas preocupaciones en torno a las posiciones fiscales en la mayoría de los países industrializados -recogiendo en gran parte los efectos de la crisis financiera internacional- y a la fragilidad de sus sistemas bancarios, a los que se suman eventos recientes relacionados a los conflictos en Medio Oriente y África del Norte y al potencial impacto de la catástrofe ocurrida en Japón. Estos acontecimientos aplacaron el sesgo positivo que mantuvieron los mercados financieros internacionales a pesar de la tensión generada por la crisis de la deuda en la Eurozona (ver Apartado 1) e iniciaron, a principios de 2011, un período de mayor cautela a nivel global.

No obstante, las expectativas señalan una nueva expansión global para 2011 que, al igual que en 2010, será liderada por los países emergentes, aunque a un ritmo probablemente más moderado, con la presencia de diversos factores en las regiones de Medio Oriente y Asia que podrían ser fuente de riesgos.

En igual sentido, en el ámbito local prevalecerán en 2011 las condiciones que operaron a lo largo de 2010 para que la actividad económica argentina haya superado definitivamente los efectos de la crisis internacional registrando un crecimiento superior a 9%. En particular se esperan nuevamente una favorable evolución del consumo y un adecuado dinamismo de la inversión. Este escenario positivo permite consolidar la posición financiera de los principales tomadores de crédito y favorece la recomposición del proceso de intermediación financiera de los bancos con el sector privado, tal como se observó en 2010.

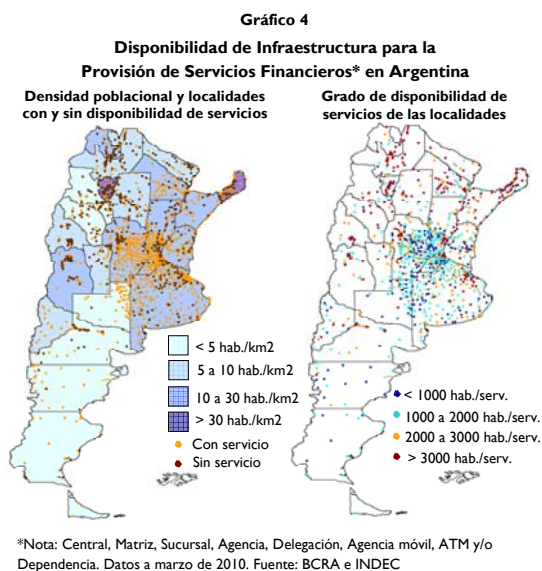
Específicamente, en la segunda parte de 2010, los bancos aceleraron su ritmo de crecimiento crediticio, retornando al desempeño evidenciado de forma previa al inicio de la crisis internacional. El incremento de los préstamos al sector privado fue principalmente impulsado por las financiaciones a las empresas (se expandieron 56% de forma anualizada -a.- en el segundo semestre, cerrando el año con un aumento interanual de 40%), mientras que



los préstamos totales a las familias también crecieron a buen ritmo (43%a. en el segundo semestre, 33% en el año), especialmente impulsados por las líneas de consumo. Si bien actualmente la relación crédito/PIB (13%) ha recuperado el nivel que se observaba con anterioridad al impacto de la crisis internacional en la economía argentina, este valor aún sigue siendo relativamente bajo, tanto en una comparación histórica como regional. El sostenimiento en el tiempo de la actual tendencia expansiva del crédito al sector privado debería permitir la recuperación de un grado de profundidad del sistema financiero acorde al nivel de desarrollo de la economía argentina.

En este marco, el Banco Central ha reorientado su política financiera con el objetivo de impulsar el crédito destinado a la inversión productiva. Así, bajo el denominado Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, el BCRA ha llevado adelante hasta el momento 4 subastas de fondos por un monto total de \$1.260 millones. Con estos recursos, las entidades financieras otorgan préstamos a las empresas, para financiar proyectos de inversión, con un plazo promedio no inferior a los dos años y un costo financiero total de 9,9% anual. El Programa ya cuenta con unos 100 proyectos aprobados por las unidades evaluadoras de los Ministerios de Industria, de Economía y de Agricultura, destacándose los sectores automotriz-autopartista, de biocombustibles y avícola, entre otros.

Complementariamente, en los últimos meses el BCRA ha implementado distintas medidas tendientes a propiciar la universalización del acceso a los servicios financieros de la población y a intensificar la utilización de los medios electrónicos de pago, muchas de las cuales ya han comenzado a generar resultados positivos (ver Apartado 5). Así, se ha solicitado la apertura de casi 52.000 Cuentas Gratuitas Universales (CGU), desde su instrumentación en noviembre pasado. Por su parte, bajo el nuevo esquema de menores costos para las transferencias interbancarias (para aquellas realizadas tanto a través de Internet o cajeros automáticos así como por ventanilla en las entidades), se observó un incremento en la cantidad total de operaciones realizadas sobre el cierre de 2010. Complementando estas iniciativas, recientemente el Banco Central dispuso que las entidades implementen la acreditación inmediata de las transferencias bancarias realizadas mediante cajeros automáticos o desde internet. Esta medida tiene vigencia a partir de fines de abril para las operaciones en pesos (por importes por día y por cuenta, de hasta \$10.000 para aquellas originadas en cajeros automáticos y hasta \$50.000 vía Internet), y a partir de fines de mayo para las operaciones en moneda extranjera (por importes por día y por



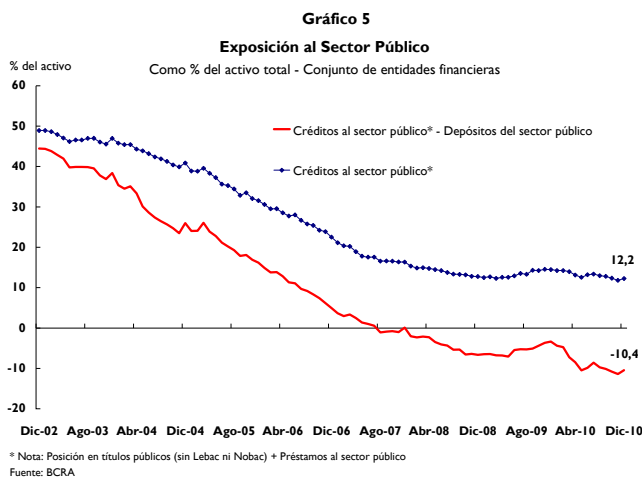
cuenta, hasta US\$2.500 para las originadas en cajeros automáticos y US\$12.500 para las transadas vía internet). Por su parte, el Cheque Cancelatorio ha acumulado desde su puesta en marcha un monto de \$87 millones (casi 1.400 cheques denominados en moneda local) y US\$77 millones (alrededor de 1.500 cheques en moneda extranjera), mecanismo que ha contribuido a la realización de operaciones, en particular compra-venta de viviendas y de automóviles, desalentando la utilización y traslado de dinero en efectivo.

A la par del incremento de los niveles de intermediación, la infraestructura operativa del sistema financiero verificó una expansión en 2010. Así, la nómina de trabajadores en el agregado de entidades financieras acumuló una suba de 2,3% en 2010, retornando así a los niveles observados de forma previa a la crisis internacional. Por otra parte, la cantidad de cajeros automáticos aumentó 15% en el año. Cabe señalar que con el objetivo de incentivar la extensión geográfica de la disponibilidad de infraestructura operativa, se dispusieron nuevas pautas para autorizar la apertura de sucursales. Desde 2011 el BCRA considera si los pedidos de aperturas de sucursales en las jurisdicciones más bancarizadas del país están asociados a la apertura simultánea de igual cantidad de sucursales en las zonas con menor prestación de servicios.

En los últimos meses se ha observado un cambio favorable en la configuración global de los riesgos asumidos por el sistema financiero local, movimiento que en gran parte refleja los efectos positivos del contexto macroeconómico sobre el sector. Si bien el sistema financiero continuó observando elevados niveles de reservas de activos líquidos, se comenzó a verificar una gradual disminución de los mismos en el cierre de 2010, de la mano de la mayor canalización de recursos al sector privado.

Por su parte, en los últimos meses se ha observado un fortalecimiento de la capacidad de pago de los principales deudores del sistema financiero. Esta tendencia estuvo especialmente asociada al incremento en los niveles de actividad de las empresas y a las continuas mejoras que se verificaron en el mercado laboral, en el marco de moderados niveles de endeudamiento de los sectores productivos y de los hogares. Más aún, las entidades han incrementado sus niveles de provisionamiento en un contexto de mayor rentabilidad, evolución que, combinada con la menor irregularidad de su cartera de préstamos, les ha permitido alcanzar niveles de cobertura históricamente altos. Como resultado, el riesgo de crédito asumido por los bancos se mantuvo acotado.

A lo largo de 2010 continuó disminuyendo el descalce de moneda extranjera que enfrentan los bancos, en el mar-



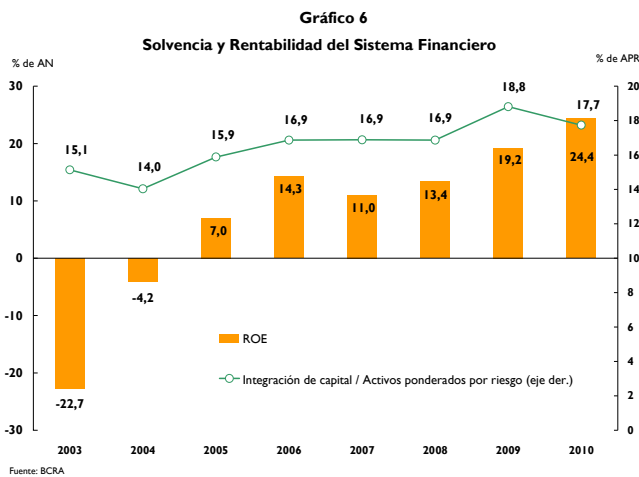
co de la regulación prudencial vigente destinada a mitigar esta potencial fuente de vulnerabilidad. Esta evolución, sumada a los moderados niveles de volatilidad cambiaria resultantes de la política de flotación administrada del tipo de cambio, ha contribuido a mantener el riesgo de moneda en niveles reducidos. Por su parte, la moderada variabilidad de las tasas de interés contribuye a atemperar el riesgo por tasa de interés asumido por las entidades financieras.

La creciente ponderación de los activos con cotización de mercado en la cartera de los bancos ha dado lugar a que su exposición al riesgo de mercado aumente moderadamente en la segunda parte de 2010, si bien el mismo sigue teniendo una baja participación en el balance de riesgos del sistema. Cabe destacar que a partir de marzo de 2011 entrará en vigencia la nueva normativa instrumentada por el BCRA tendiente a simplificar los diversos criterios de valuación existentes para los instrumentos de deuda del sector público no financiero y de regulación monetaria. El nuevo esquema de valuación se basa en un acercamiento a las normas contables internacionales, estableciéndose dos grandes segmentos de valuación: valor razonable de mercado y valor de costo más rendimiento, clasificando los instrumentos según su naturaleza (activos que cuentan con precios de mercado o no) y el modelo de negocios (activos para *trading* o para inversión de largo plazo).

Conjuntamente con el incremento de las financiaciones a los hogares y al sector corporativo, la exposición de los bancos al sector público disminuyó gradualmente a lo largo de ambos semestres de 2010, hasta niveles históricamente bajos (del orden de 12% de los activos). Este nivel de exposición se ubicó en línea con el promedio observado en las economías emergentes de la región. Considerando adicionalmente la dimensión del fondeo que obtiene el sistema financiero por los depósitos públicos, se puede observar que a un nivel consolidado entre sus distintas jurisdicciones el sector público registra una posición neta acreedora frente al agregado de las entidades financieras, por un monto equivalente a casi 11% del activo total de la banca.

Los bancos continuaron registrando elevados indicadores de solvencia, señal tanto de su robustez como de su potencial para continuar expandiendo la intermediación de recursos con empresas y familias. La evolución de la integración de capital, que se ubicó holgadamente por encima de la exigencia normativa en todos los grupos de bancos, recogió los efectos de la obtención de resultados positivos. El sector continuó observando mejoras en sus niveles de rentabilidad en el año, alcanzando ganancias en 2010 equivalentes a 24% de su patrimonio neto. El

aumento de la rentabilidad, verificado en un contexto de disminución de márgenes, recogió los efectos de la presencia de mayores niveles de intermediación, de la disminución del riesgo de crédito, así como una recuperación en los precios de activos financieros domésticos. Cabe destacar que, a fin de fortalecer los niveles de solvencia de las entidades financieras, recientemente el BCRA decidió implementar un requisito de conservación de capital. En este sentido, las entidades financieras que posean resultados para distribuir podrán entregar dividendos sólo si su capital regulatorio, en el escenario posterior a la distribución de resultados, se mantuviera al menos 30% por encima de la exigencia normativa. En este marco, se mantuvieron los niveles observados de solvencia más allá de las distribuciones de resultados llevadas adelante por las entidades durante 2010.



Se espera que a lo largo de 2011 se sostenga el sendero de crecimiento económico local, generando un escenario propicio para que el sistema financiero continúe incrementando sus niveles de financiamiento a empresas y familias, manteniendo una acotada configuración de riesgos y adecuados niveles de solidez. Esta evolución esperada, en un contexto de políticas macroeconómicas consistentes, contribuirá al sostenimiento de las condiciones de estabilidad financiera.

# I. Entorno Internacional

## Síntesis

Impulsada principalmente por los países emergentes, la economía mundial creció en 2010 (ver Gráfico I.1), aunque desacelerándose a partir del segundo semestre del año. Para el 2011 se prevé un crecimiento global más moderado, con un continuo impulso de las regiones en desarrollo.

Diversos factores implican riesgos al proceso de crecimiento económico. La persistencia de elevados niveles de desempleo y de endeudamiento limita la expansión del consumo de las familias en las economías avanzadas. Al mismo tiempo, continúan las preocupaciones con respecto a la situación fiscal de varios países industrializados (agravada tras la crisis financiera de 2008-2009) y a la fragilidad de sus sistemas financieros.

Para las economías emergentes, si bien las perspectivas son favorables, el alza en las cotizaciones de las materias primas sumó presión a los precios internos. Como respuesta, en algunos países se profundizó el sesgo contractivo de la política monetaria y se intensificó la reversión de las medidas de estímulo fiscal, lo que podría dar lugar a una desaceleración en el ritmo de expansión mayor a la prevista.

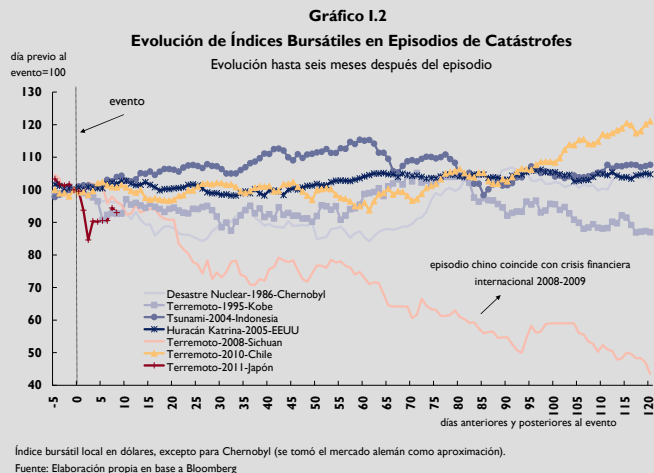
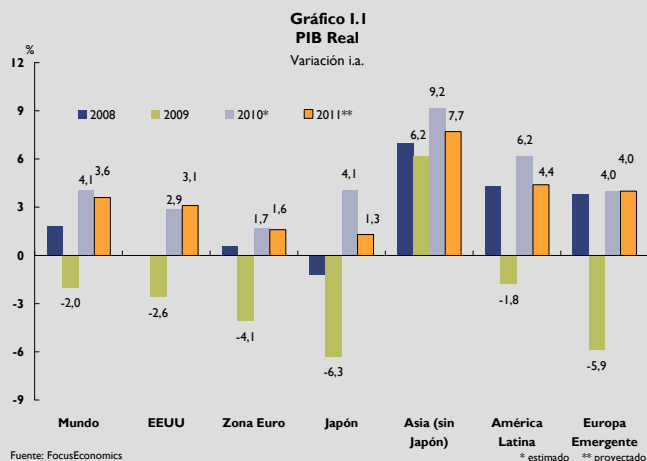
Los recientes conflictos en Medio Oriente y África del Norte y la catástrofe en Japón elevaron los riesgos sobre la consolidación de la recuperación económica global. Aunque se trata de hechos aún en marcha, es de esperar que presionen al alza de los precios de los productos primarios y que el menor gasto privado en la tercera economía mundial (explica casi 6% del PIB mundial), compensado parcialmente por el consumo y la inversión públicos -impulsados por el proceso de reconstrucción-, den lugar a una recesión en Japón durante 2011.

Los mercados financieros internacionales mantuvieron un sesgo positivo desde mediados de 2010 hasta principios de este año, cuando volvió a incrementarse la volatilidad.

El saldo favorable en ese período obedeció en buena parte a ciertas noticias positivas en algunos indicadores económicos tanto en EEUU como en las principales economías de Europa, a la percepción de una situación relativamente más contenida en la Eurozona (recientemente las preocupaciones volvían a agravarse) y a la implementación de un nuevo programa de compras de títulos públicos por parte de la Reserva Federal. Así, las bolsas tendieron a mejorar hasta mediados de febrero y los rendimientos de los títulos públicos a largo plazo pasaron a ampliarse (aunque más recientemente se recortaban), mientras que el dólar mantuvo un patrón volátil contra el resto de las principales monedas (con cierta tendencia al debilitamiento).

En un contexto de búsqueda de mayores rendimientos, en la segunda mitad de 2010 se aceleraron los flujos de inversión financiera hacia las economías emergentes, lo que se tradujo en mejoras en los precios de las acciones y recortes en los márgenes de deuda (aunque esta tendencia se morigeró en los primeros meses de 2011, por una mayor cautela a nivel global). La presión resultante de apreciación de las monedas de países emergentes contra el dólar motivó que las autoridades de diversos países anunciaran medidas para contener este fenómeno.

En Latinoamérica, los sistemas financieros continuaron incrementando el dinamismo de su actividad de intermediación financiera con el sector privado, en un escenario en que las economías se recuperan del impacto de la crisis financiera internacional a un ritmo mayor que otras regiones. Los niveles de liquidez y solvencia siguen siendo elevados, en un marco de reducido riesgo de crédito que se ve reflejado en los bajos niveles de irregularidad respecto a otras economías emergentes y desarrolladas. Las perspectivas de crecimiento económico aún favorables contribuirían a afianzar las condiciones de estabilidad financiera en la región.



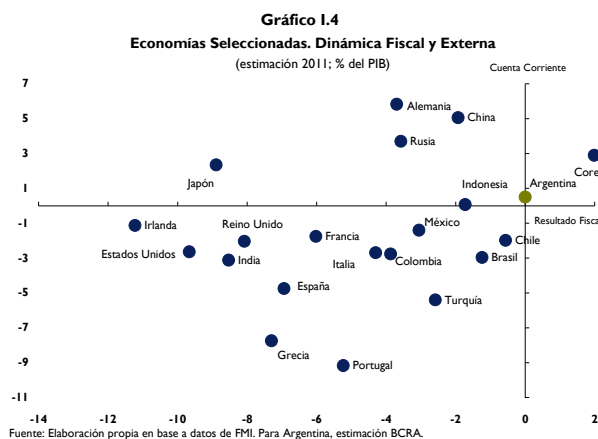
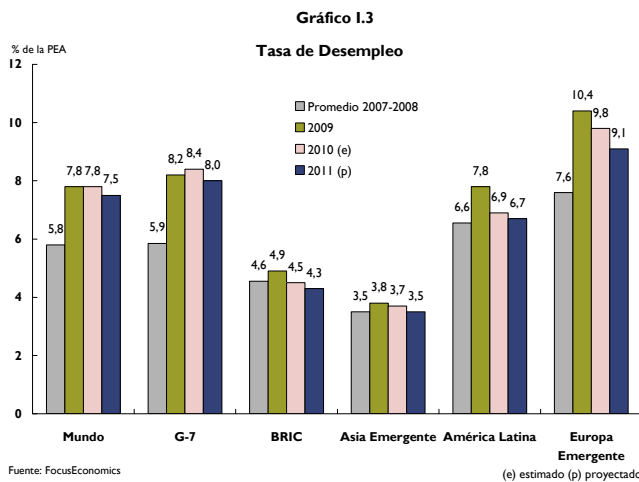
## I.1 Coyuntura internacional

*El crecimiento de la economía mundial, en buena parte impulsado por los países emergentes, continuaría moderándose*

La actividad económica mundial creció 4% en 2010, al tiempo que según los pronósticos de mercado<sup>1</sup> este año habría una expansión de 3,6% (con un incremento de 2,5% para los países avanzados y de 6,5% para los emergentes). Por su parte, los volúmenes de comercio internacional, que en 2010 crecieron 12%, este año aumentarían 7%, recuperando los niveles alcanzados antes de la profundización de la crisis financiera internacional.

En la segunda mitad de 2010 se mantuvo la preocupación con respecto al deterioro de la posición fiscal (agravada tras la crisis internacional 2008-2009), y en algunos casos la fragilidad de los sistemas financieros, de varios países industrializados. En tal sentido, los efectos del riesgo de insolvencia soberana y el impacto sobre los sistemas financieros de algunos países siguen constituyendo una de las mayores amenazas al proceso de recuperación. Asimismo, en la mayoría de las economías avanzadas el mercado de trabajo se mantuvo débil y, dados los altos niveles de endeudamiento de las familias, la expansión del consumo privado continuaría estando limitada, condicionando la capacidad de mejora en estos países en 2011 (ver Gráfico I.3).

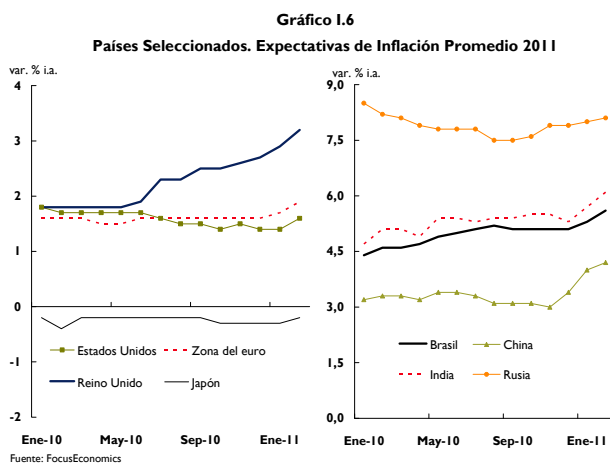
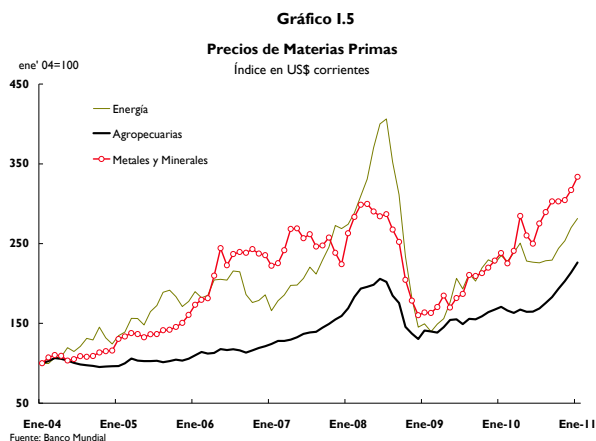
En Estados Unidos, con un escenario de modesto crecimiento económico, alto desempleo y baja inflación, durante el segundo semestre de 2010 se intensificaron las medidas de expansión de liquidez y se aprobó un plan de estímulo fiscal. Mas recientemente, tras una serie de mejoras en algunos indicadores económicos, el gobierno anunció diversos recortes presupuestarios para 2012 con el objetivo de contener el deterioro fiscal (ver Gráfico I.4), aunque no se prevé que tengan un efecto relevante<sup>2</sup>. A su vez, en la Eurozona se mantuvo la heterogeneidad en el desempeño macroeconómico de los diferentes países, con Alemania consolidándose como el principal dinamizador de la actividad (con un desenvolvimiento incluso mejor al esperado en los últimos meses). Mientras el Banco Central Europeo siguió proveyendo liquidez a los mercados, continuó el debate en torno a la armonización regional de los criterios fiscales, aunque hay dudas sobre la efectividad de estas medidas en un contexto en que sigue existiendo un problema en términos de diferenciales de competitividad entre los países miembros de la Unión. La Eurozona enfrenta importantes



<sup>1</sup> Consenso de analistas según datos recopilados por FocusEconomics.

<sup>2</sup> La reducción de los gastos se centró en rubros poco significativos con respecto al gasto total.





desafíos institucionales, al tiempo que la implementación generalizada de planes de ajuste fiscal afecta las perspectivas de crecimiento. Finalmente, para el agregado de los países emergentes la actividad económica también se desaceleró en la segunda mitad de 2010, con menos crecimiento de la demanda externa, menor contribución de la inversión y reversión de las medidas de estímulo.

Durante la segunda mitad de 2010 y los primeros meses de 2011 las cotizaciones de las materias primas mantuvieron una trayectoria ascendente que se tradujo en mayores presiones al alza en el nivel general de precios (más pronunciadas en las economías emergentes). A los problemas climáticos en regiones agrícolas, en un contexto de demanda sostenida y las crecientes posiciones de agentes no comerciales<sup>3</sup> en los mercados de derivados (en un contexto de elevada liquidez a nivel mundial), se le sumaron los recientes conflictos sociopolíticos en Medio Oriente y África del Norte<sup>4</sup>. Así, a fines de febrero las cotizaciones de las materias primas agrícolas e industriales se ubicaban 44% y 51% por encima de los precios de un año atrás y superaron los máximos de mediados de 2008 (ver Gráfico I.5). Por su parte, aunque la cotización del petróleo se encuentra un 15,7% por debajo del pico de julio de 2008, en los meses recientes registró una marcada suba, ubicándose a febrero de 2011 52% por encima del valor registrado un año atrás.

El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) del BCRA, que recoge los precios internacionales de los productos primarios más relevantes entre las exportaciones argentinas, creció 7% en promedio durante 2010, mientras que la variación interanual entre puntas fue 22%. En lo que va de 2011 (hasta febrero) el índice acumuló una suba de 5,8% y se prevé que se mantenga elevado durante el primer semestre (en función de los problemas climáticos y la sostenida demanda que se intensificaría con el proceso de reconstrucción de Japón).

Aunque a nivel global la inflación se mantuvo contenida durante 2010, la tendencia creciente en los precios de las materias primas llevó a que las expectativas de variación de precios para 2011 se corrigieran al alza. En las economías avanzadas, la inflación se ubica aún en niveles bajos, aunque en algunos casos supera (incluso duplica) las metas (explícitas o implícitas) de las autoridades monetarias. Los países emergentes presentaron un

<sup>3</sup> Categoría que incluiría a los agentes que realizan transacciones con motivo de especulación y arbitraje.

<sup>4</sup> Conflictos como los de Egipto y Libia impulsaron los precios internacionales de los productos primarios (dada la importancia en la producción y transporte de petróleo de algunos países y considerando que ciertas naciones son grandes importadoras netas de alimentos).

## Apartado 1 / Crisis en la Eurozona y Respuestas de Política

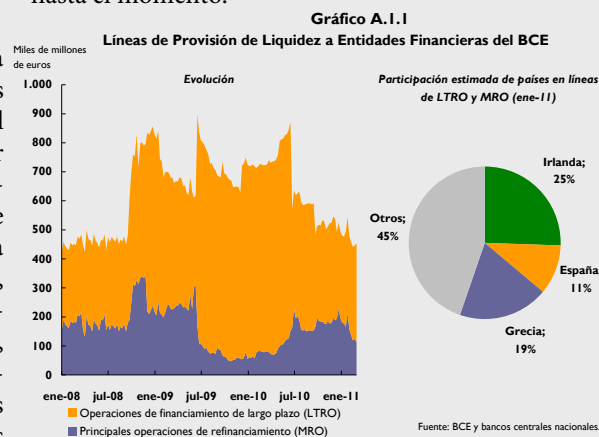
Las continuas tensiones en los mercados de deuda soberana de la Eurozona han llevado a que el Banco Central Europeo (BCE) posponga la implementación de la estrategia de salida para sus políticas de estímulo, mientras que las autoridades continúan abocándose a la contención de la crisis actual. Se mantuvieron las líneas de liquidez de carácter extraordinario que se esperaba dar de baja a fines de 2010 y continuaron las compras de títulos públicos, al tiempo que -más recientemente- se realizaron anuncios con respecto al Mecanismo Europeo de Estabilización permanente. Junto con las colocaciones de deuda que pudieron afrontarse a principios de 2011, las respuestas de política permitieron que se fuera frenando la escalada de preocupaciones con respecto a la Eurozona, aunque a fines de marzo la deuda volvía a deteriorarse y no se descarta que haya nuevos episodios de volatilidad durante este año

De cara a la crisis de la deuda en la Eurozona (liderada inicialmente por Grecia), en mayo del año pasado las autoridades de la región lanzaron junto con el FMI el Mecanismo Europeo de Estabilización, para movilizar hasta €750.000 millones<sup>5</sup>. En este marco se creó el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) de la Unión Europea (UE), por hasta €60.000 millones, y la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), un vehículo intergubernamental de los estados miembros, por hasta €440.000 millones<sup>6</sup>. Según lo previsto, tanto el MEEF como la FEEF (vigentes hasta 2013) conseguirían recursos en los mercados para ayudar a estados miembros de la Eurozona con dificultades para cubrir sus necesidades de financiamiento, en el marco de programas conjuntos de UE-FMI (sujetos a cláusulas de condicionalidad). El FMI, por su parte, se comprometió a aportar un monto equivalente a por lo menos la mitad de las contribuciones de la UE a cada programa (lo que implica aportes por hasta €250.000 millones). A estos recursos se le suma el rol del BCE, que anunció que comenzaría a comprar títulos de deuda (además de la continuidad de las líneas extraordinarias de provisión de liquidez y otras medidas).

<sup>5</sup> Esto fue acompañado por compromisos para realizar esfuerzos adicionales apuntando a la consolidación fiscal y a la implementación de reformas estructurales en las economías cuya deuda estaba sufriendo un mayor deterioro en los mercados.

<sup>6</sup> En el caso de la FEEF, los países miembros garantizan las operaciones. Como no todos los países miembros tienen calificación AAA (rating objetivo para las emisiones), la capacidad de financiamiento efectiva de la FEEF en la práctica se reduce a unos €250.000 millones. El MEEF y la FEEF se fundearon en los mercados por primera vez en enero de 2011, cada uno por €5.000 millones (para financiar a Irlanda).

En una primera instancia esta batería de anuncios fue insuficiente para apaciguar el deterioro en los mercados de deuda soberana<sup>7</sup>. Asimismo, hacia noviembre de 2010 el *spread* soberano promedio de los países que enfrentaban presiones en los mercados de deuda pasó a registrar nuevos máximos (generando mayor incertidumbre a nivel global, lo que terminó presionando sobre los precios de los activos financieros de economías emergentes). En función de las persistentes preocupaciones con respecto a la situación de países como Irlanda (que finalmente solicitó asistencia a la UE-FMI en noviembre), Portugal y España (generando fuertes dudas con respecto a que tan adecuado es el monto de financiamiento de los mecanismos de estabilización vigentes), las tensiones en los mercados financieros de Europa se intensificaron hacia fines del año pasado. En este contexto las autoridades se vieron obligadas a revisar las políticas aplicadas hasta el momento.



Dado que en algunos casos (Irlanda, España) las tensiones están fuertemente vinculadas con la percepción respecto a la situación de las entidades financieras (y el costo asociado a su estabilización)<sup>8</sup>, parte de las medidas implementadas estuvieron directamente enfocadas a este sector. Por ejemplo, en lo que respecta a la solvencia de los bancos, del paquete por hasta €85.000 millones acordado con Irlanda<sup>9</sup>, se convino que €35.000 millones serían destinados al sistema financiero (recapitalización de bancos y soporte contingente)<sup>10</sup>. Por otro lado, las pre-

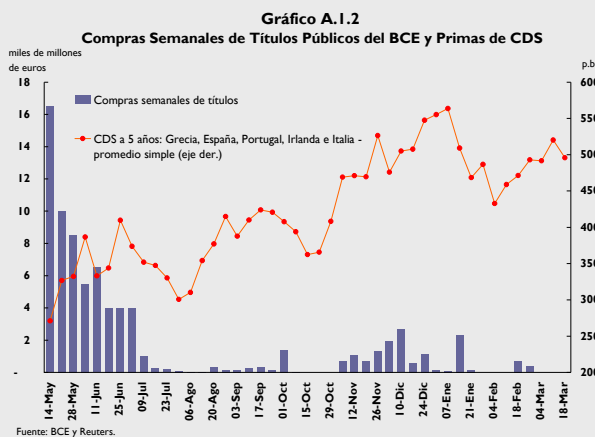
<sup>7</sup> Ver Apartado sobre "Economías vulnerables de la Zona Euro y situación de los mercados internacionales" en el Boletín de Estabilidad del segundo semestre de 2010.

<sup>8</sup> Ya en julio de 2010 se había intentado avanzar en términos de transparencia a partir de la publicación de los *stress tests* de las entidades financieras.

<sup>9</sup> El monto acordado para la asistencia a Grecia en mayo fue por un total de €110.000 millones (con €45.000 millones a ser desembolsados en 2010).

<sup>10</sup> Esto fue acompañado por medidas por parte de las autoridades locales de cada país. Así, por ejemplo, en España se anunciaron nuevos

ocupaciones con respecto al fondeo de las instituciones financieras de países cuya deuda está bajo presión llevaron a que la autoridad monetaria fuera retardando el levantamiento progresivo de ciertas medidas extraordinarias. Así, en la reunión de principios de diciembre del BCE se decidió mantener las operaciones de refinanciamiento de largo plazo con asignación completa<sup>11</sup> (altamente concentradas en las economías cuya deuda soberana más se ha deteriorado, ver Gráfico A.1.1) que se preveía discontinuar a fines del año pasado. Finalmente, a mediados de marzo se dio a conocer la metodología de los nuevos *stress tests* para los bancos, cuyos resultados se publicarán hacia fines de junio.



Con respecto a las compras de títulos públicos por parte del BCE, pese a que en la propia institución existen opiniones encontradas con respecto a su continuidad, las mismas se mantuvieron. Asimismo, los montos implicados fueron variando de acuerdo con la evolución del riesgo percibido (ver Gráfico A.1.2). Mientras que en noviembre-diciembre las compras se intensificaban (aunque sin llegar a los niveles observados cuando se lanzó el programa en mayo), hacia fines de enero y comienzos de febrero las mismas llegaron a detenerse<sup>12</sup> (reanudándose a fines de marzo).

requisitos de solvencia para las entidades financieras, con el objetivo de que las Cajas se recapitalicen (las entidades con déficit de capital según los nuevos requerimientos tienen tiempo hasta septiembre para conseguir nuevos aportes). Adicionalmente, se les exigió a las Cajas información acerca de su exposición a sectores comprometidos (vivienda y construcción).

<sup>11</sup> Conocidas como LTROs. Las operaciones a 6 y 12 meses introducidas en el marco de la crisis financiera internacional 2008-2009 ya fueron discontinuadas. Actualmente se siguen llevando a cabo operaciones con asignación completa a plazos de 1 semana, 1 y 3 meses.

<sup>12</sup> Con más de €77.500 millones acumulados de compras a través del *Securities Market Program* iniciado en mayo de 2010 (las compras se esterilizan a través de depósitos de entidades financieras en el BCE), a mediados de diciembre se decidió recapitalizar al BCE hasta prácticamente duplicar su capital.

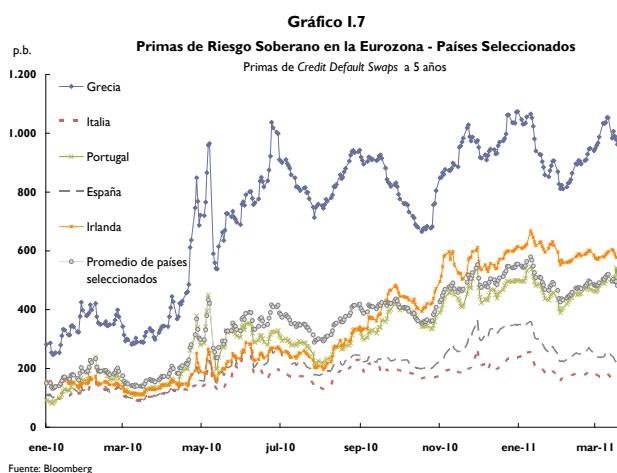
En términos de los instrumentos para salvaguardar la estabilidad a futuro, en diciembre los miembros de la UE acordaron reformar el Tratado de Lisboa para establecer un procedimiento que regirá a partir de junio de 2013 y en marzo se publicó el documento con las condiciones del Mecanismo Europeo de Estabilización (permanente), que tendrá una capacidad efectiva de financiamiento de €500.000 millones<sup>13 14</sup>. La asistencia se concretará a través de financiamiento (que tendrá un tratamiento preferencial por sobre el resto de los acreedores, exceptuando al FMI), aunque en casos excepcionales podrán realizarse compras de bonos en los mercados primarios<sup>15</sup>. Por otra parte, el nuevo endeudamiento por plazos mayores a un año de los países miembros de la Eurozona a partir de 2013 incluiría cláusulas de acción colectiva para facilitar la negociación entre deudores y acreedores en caso de reestructuración. Aunque se espera que el sector privado esté involucrado en todos los casos de resolución de crisis de deuda en el futuro, su rol seguiría manejándose caso por caso en base a un análisis de sustentabilidad de la deuda (y no a través de mecanismos automáticos).

Pese a las señales por parte de las autoridades financieras respecto a su voluntad de no dejar que la situación comprometa el futuro del euro y aunque algunas de las economías que están bajo mayor presión pudieron sortear sin mayores dificultades la agenda de colocaciones de enero, más recientemente (frente a la renuncia del Primer Ministro en Portugal y nuevos recortes en las calificaciones) los mercados de deuda volvían a deteriorarse. Dado que se mantienen diferentes factores de riesgo que pueden llegar a comprometer la estabilidad financiera de la región, no se descarta que la situación en Europa vuelva a generar episodios de volatilidad en los mercados internacionales, llegando incluso a afectar el apetito por activos de las economías emergentes. Entre estos factores de riesgo (todos ellos interrelacionados) se destacan la alta probabilidad de que el manejo de los problemas fiscales repercuta sobre el crecimiento, nuevas complicaciones en el acceso a financiamiento por parte de las economías en situación más comprometida (con eventuales pedidos de rescate o hasta reestructuración de pasivos), las dudas con respecto a la solvencia y la liquidez (con considerable dependencia del fondeo mayorista) de las entidades financieras, y la posibilidad de que haya problemas de coordinación entre las autoridades nacionales frente a un renovado deterioro en los mercados.

<sup>13</sup> El doble de la capacidad efectiva de la FEEF. El monto se revisará regularmente (con frecuencia no mayor a 5 años). La decisión de asistir a un país deberá darse por unanimidad e implicará la estricta condicionalidad de un programa de ajuste macroeconómico. Se procurará complementar la asistencia con participación del FMI.

<sup>14</sup> Esto se da en el marco del Pacto del Euro, que incluye, entre otros, compromisos que apuntan a la armonización de las finanzas públicas.

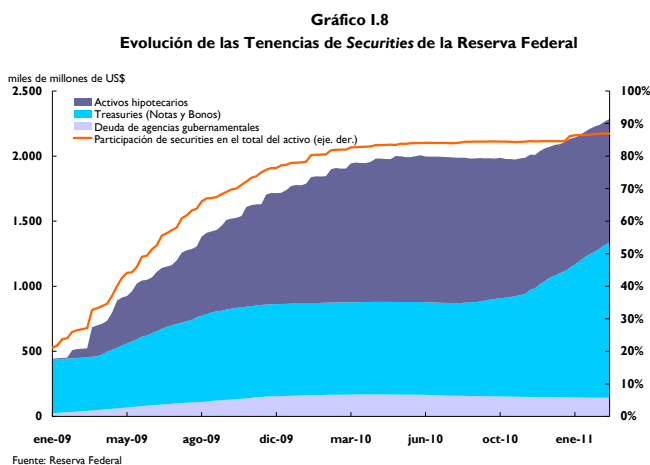
<sup>15</sup> Las herramientas usadas podrán, sin embargo, modificarse.



incremento más elevado en los precios, tanto observados como esperados (ver Gráfico I.6), lo que condujo –en algunos casos- a la intensificación del uso de medidas monetarias y fiscales de carácter contractivo. Así, tanto en China como en Brasil (principales socios comerciales de Argentina), la aceleración de los precios llevó a las autoridades a implementar diversas políticas anticíclicas desde finales de 2010, que de profundizarse podrían morigerar aún más la expansión económica prevista.

El incremento de la cotización del petróleo asociado a los conflictos de Medio Oriente y del Norte de África podría sumar mayores presiones al aumento de los precios, en particular de los alimentos y la energía, pudiendo incluso dar lugar a un ajuste anticipado de la política monetaria en las economías industrializadas (en la medida en que se considere que la recuperación económica ya es lo suficientemente sólida), con potencial efecto sobre el crecimiento global.

Asimismo, si bien aún resulta difícil cuantificar el impacto sobre la expansión mundial de la catástrofe en Japón, se estima que el sismo afectará negativamente a la actividad de la tercera economía nacional más grande del mundo (explica 6% del PIB). Dado el volumen del comercio internacional del país, la desaceleración o incluso recesión en Japón incidiría sobre sus principales socios comerciales (y de forma indirecta –pero en menor medida- impactará sobre otros países, como la Argentina), reduciendo los volúmenes transados e imprimiendo mayor volatilidad sobre los precios negociados de algunas materias primas (principalmente sobre el maíz y el petróleo). El canal financiero se verá afectado a partir de las importantes pérdidas sufridas por las aseguradoras más expuestas a Japón y por la repatriación de fondos (que continuaría en el corto plazo). Desde una perspectiva más de mediano plazo, el proceso de reconstrucción impulsará los precios de los *commodities*, particularmente los industriales, al tiempo que se espera que el incremento del gasto público genere un mayor deterioro de la posición fiscal japonesa, afectando la dinámica de su deuda (al presente contabiliza una deuda pública superior al 200% del PIB, aunque la mayor parte es en yenes y financiada localmente, lo que facilita su refinanciamiento<sup>16</sup>).

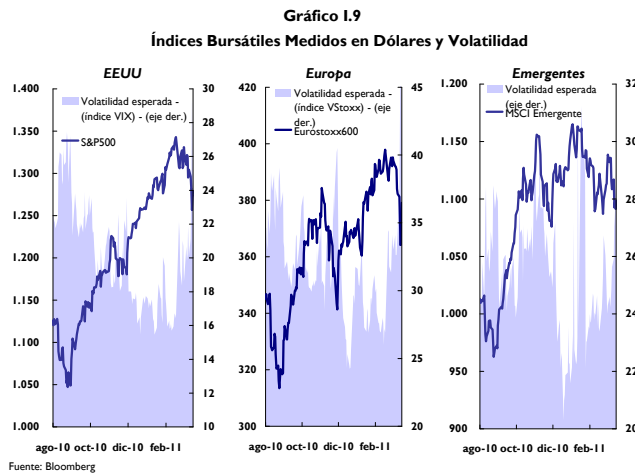


Con todo, el escenario internacional refleja la continuidad en el crecimiento económico con la presencia de ciertos factores que podrían condicionar su evolución. Los países industrializados seguirían registrando una débil recuperación, altos niveles de desempleo y problemas fiscales. Por su parte, con perspectivas macroeco-

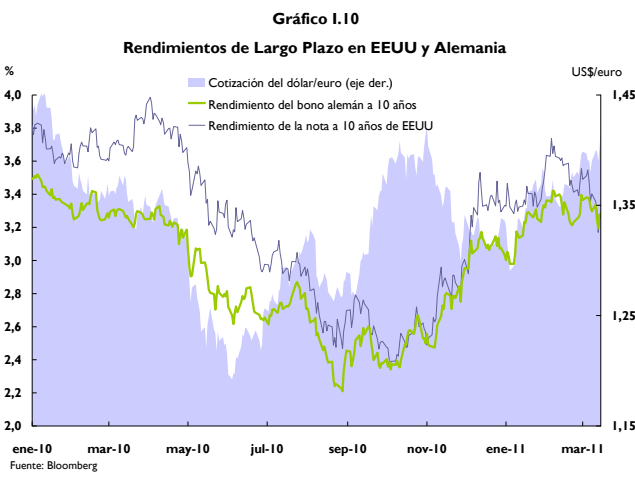
<sup>16</sup> Al mismo tiempo, el país asiático contabiliza una posición neta acreedora internacional que supera el 50% de su Producto.

nómicas más favorables, las autoridades de los países emergentes podrían requerir la aplicación de medidas para enfrentar tasas de inflación crecientes y mayores flujos de capitales de corto plazo.

***Pese a la tensión en los países vulnerables de Europa, otra ronda de expansión cuantitativa en EEUU fortaleció la búsqueda de rendimientos***



La crisis de la deuda en la Eurozona (y la posibilidad de contagio) siguió imprimiendo volatilidad en los mercados financieros (ver Gráfico I.7), con el promedio de los *spreads* de Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia registrando nuevos máximos hacia fines de año<sup>17</sup>. Recién a mediados de enero el caso europeo comenzó a percibirse como más contenido en términos relativos (ver Apartado 1), aunque la región –y algunos países en particular– sigue constituyendo un foco de incertidumbre (recientemente se agudizaban las preocupaciones con respecto a países como Portugal, Irlanda y Grecia). Un tono más favorable aportó la situación en EEUU, sobre todo en los últimos meses de 2010, al lanzarse la nueva ronda de expansión monetaria cuantitativa, con compras de títulos por hasta US\$600.000 millones (ver Gráfico I.8). A esto se le sumaron las buenas temporadas de balances y, más recientemente, indicadores de actividad económica mejores que los que se esperaban (distendiendo los temores acerca de una posible recaída que prevalecieron hasta el tercer trimestre de 2010). Sin embargo, las crecientes tensiones en Medio Oriente y África del Norte, con impacto sobre el precio del petróleo, y la catástrofe de Japón (ver Apartado 2), reintrodujeron un contexto de mayor cautela en los mercados financieros durante 2011.



Los índices bursátiles de EEUU lograron capitalizar avances significativos entre septiembre y mediados de febrero (ver Gráfico I.9)<sup>18</sup>, al tiempo que la volatilidad esperada descendía a valores que no se veían desde antes de que se agudizara la crisis en la Eurozona. Posteriormente, la incertidumbre generada por la situación en Japón llevó a que se verificara una tendencia menos definida. En Europa se observó un patrón de comportamiento similar, aunque con mayores vaivenes. Por su parte, los rendimientos de largo plazo de los títulos públicos de EEUU y Alemania revirtieron hacia fin de año la tendencia a la fuerte contracción que habían mostrado durante buena parte de 2010. A pesar de las mayores

<sup>17</sup> Irlanda terminó solicitando formalmente un rescate en noviembre y se especula con la posibilidad de que algún otro país pueda tener que hacerlo pronto, al tiempo que se mantiene la preocupación con respecto a la situación de las entidades financieras de la región.  
<sup>18</sup> El S&P 500 avanzó 22% en el segundo semestre de 2010 y pese a que registra una considerable volatilidad desde febrero, mantiene un saldo positivo en lo que va de 2011.

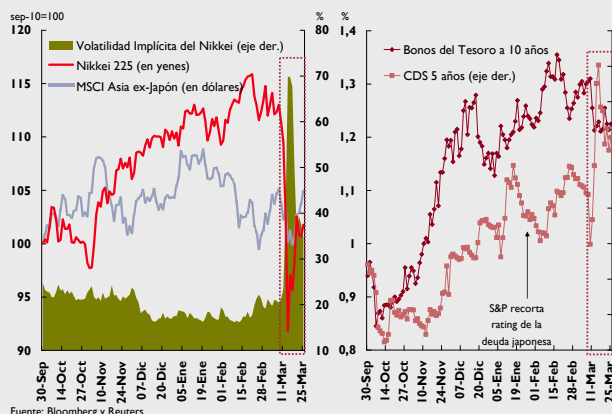
## Apartado 2 / Catástrofe en Japón e Impacto Sobre los Mercados Financieros

Tras el terremoto y el tsunami ocurridos en Japón en marzo se generó un marco de mayor incertidumbre, con impacto directo sobre los mercados de ese país. Las autoridades japonesas implementaron una serie de medidas para contener la situación (incluyendo acciones para frenar la apreciación del yen). Con respecto a los mercados financieros internacionales, hubo un efecto negativo inicial, aunque las cotizaciones tendieron a recuperarse rápidamente. Si bien hasta el momento la situación no ha comprometido la estabilidad financiera a nivel global, se mantiene un contexto de cautela, ya que sigue sin resolverse la emergencia nuclear (al tiempo que el episodio se suma a otros factores de riesgo, como la crisis sociopolítica en Medio Oriente y la situación en la Eurozona)

En términos de los mercados de renta variable, el Nikkei 225 medido en moneda local llegó a caer más de 15% en las primeras ruedas tras el terremoto (aunque posteriormente corrigió casi la mitad de esta merma, ver Gráfico A.2.1), mientras que para el resto de Asia el deterioro observado fue más acotado<sup>20</sup>. Por su parte, la volatilidad esperada para el Nikkei (medida a través de índice VXJ) subió abruptamente<sup>21</sup>, manteniéndose actualmente en niveles que casi duplican los del primer bimestre. Se destaca que, según el análisis del impacto sobre los índices bursátiles de otros eventos de catástrofe en las últimas décadas, el efecto negativo inicial en el caso japonés actual fue muy marcado en términos relativos (ver Gráfico A.2.2 e I.2). Por otra parte, diversos estudios que analizan este tipo de eventos en términos históricos encuentran que el efecto inicial suele revertirse rápidamente.

Gráfico A.2.1

Mercados de Renta Variable y Renta Fija en Japón

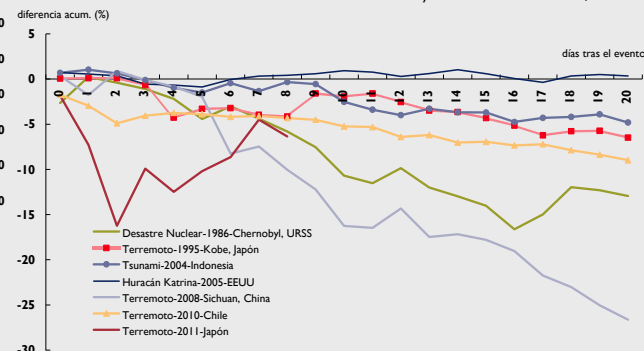


Fuente: Bloomberg y Reuters

Gráfico A.2.2

Impacto de Catástrofes sobre Índices Bursátiles en el Corto Plazo

Diferencia acumulada entre el retorno observado y el teórico - Índices US\$



Nota: el retorno teórico se estima a partir de un modelo simple contra el MSCI Mundial. En el caso de Chernobyl se usa como aproximación la bolsa alemana.

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

El terremoto y el tsunami que tuvieron lugar en Japón el 11 de marzo, seguidos por la emergencia nuclear derivada de los problemas en la planta de Fukushima, generaron un estado de alerta que también afectó los mercados financieros de ese país. Frente a una catástrofe cuyo impacto económico es aún incierto (hasta el momento se estima que el costo de reconstrucción será de entre 4%-6% del PIB del país en 2010<sup>19</sup>), y con el objetivo de evitar que la estabilidad financiera se viera comprometida, las autoridades japonesas implementaron diversas medidas de política. Así, el Banco de Japón (BJ) inyectó más liquidez en los mercados financieros, amplió su Programa de Compra de Activos y comenzó a intervenir en los mercados de monedas.

<sup>19</sup> Según estimaciones del Banco Mundial (más de US\$200.000 millones) y del propio gobierno japonés (más de US\$300.000 millones). Esto implicaría un costo que es casi el doble de aquel del terremoto de Kobe (1995). Todavía no se especificó como se financiarán los costos de la reconstrucción.

A diferencia de las acciones, los precios de los títulos públicos no registraron cambios de relevancia, en un contexto marcado por el sorpresivo anuncio de la ampliación de las compras de activos por parte del BJ con el objetivo de evitar que el costo de financiamiento de las empresas se viera particularmente afectado<sup>22</sup>. Sin embargo, los *spreads* de CDS soberanos de Japón –menos líqui-

<sup>20</sup> El MSCI asiático excluyendo Japón acumuló una merma de 4% (medida en dólares) en las primeras jornadas tras el terremoto, aunque hacia fines de marzo ya se encontraba en niveles similares a los observados antes de la tragedia.

<sup>21</sup> El pico marcado por el VXJ fue superior al registrado en 2001 tras el atentado en las Torres Gemelas, pero inferior a los máximos computados durante la crisis financiera internacional 2008-2009.

<sup>22</sup> El monto del Programa de Compra de Activos se incrementó en ¥5 billones hasta un total de ¥40 billones. Las compras adicionales incluirían, no sólo bonos del gobierno y letras del tesoro, sino también montos considerables de papeles comerciales y bonos corporativos, y se llevarían a cabo hasta junio de 2012.

dos- tendieron a ampliarse, dado que el país (con un déficit fiscal creciente y un alto peso de su deuda<sup>23</sup>) eventualmente podría llegar a enfrentar condiciones más restrictivas para financiarse. Por otro lado, en un contexto en el cual se especuló con que habría una fuerte repatriación de capitales por parte de empresas (aseguradoras, etc.) para enfrentar los costos de la catástrofe, generando una fuerte apreciación del yen (en línea con lo ocurrido tras al terremoto de 1995), la moneda japonesa llegó a revaluarse más de 5% contra el dólar y más de 3% contra el euro. De cara a estas presiones (con eventual impacto negativo sobre el nivel de actividad económica, en función de su efecto sobre las exportaciones) el BJ intensificó sus intervenciones en el mercado de cambios, lo que posteriormente se vería reforzado por el accionar del G-7 a través del BCE (en la primera acción coordinada para estabilizar una moneda desde fines de la década de los noventa). Así, el yen volvió rápidamente a valores similares a los observados antes del 11 de marzo (ver Gráfico A.2.3).



En lo que respecta a los mercados internacionales, la situación de Japón acentuó el contexto de creciente incertidumbre que se verifica desde febrero (en función de los conflictos en Medio Oriente y África del Norte). Así, durante las primeras ruedas luego del terremoto y el tsunami se verificó un claro efecto negativo, con merma en los precios de activos de mayor riesgo relativo (instrumentos de renta variable de economías desarrolladas, activos financieros de economías emergentes) e incremento en su volatilidad esperada<sup>24</sup>, acompañados por la búsqueda de refugio en instrumentos específicos

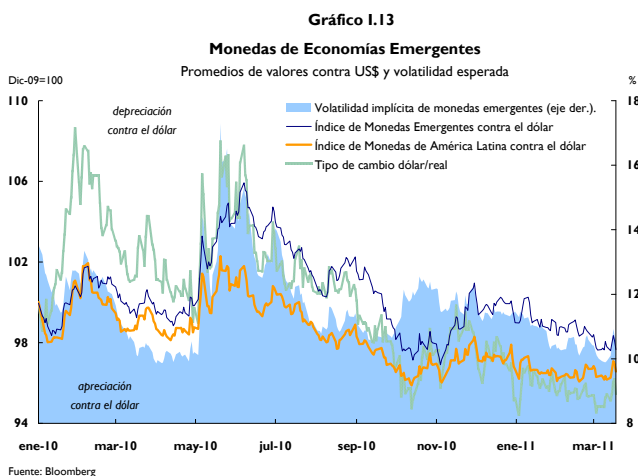
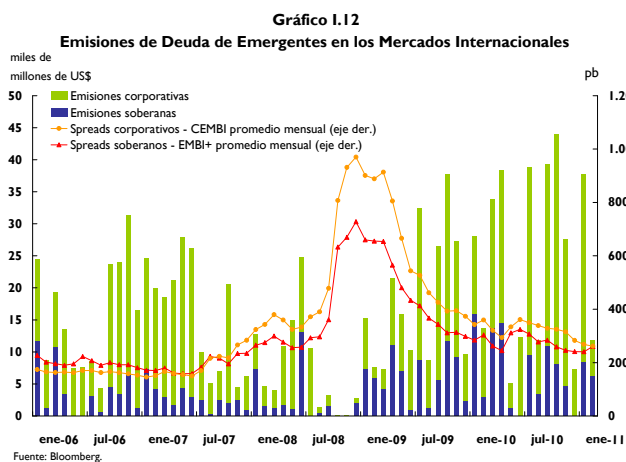
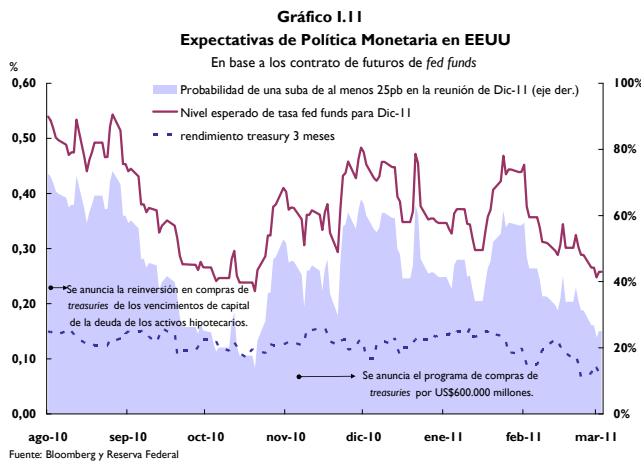
(*Treasuries* de EEUU y el oro). Adicionalmente, se verificó un particular deterioro de las cotizaciones de las acciones de sectores específicos, como el de los seguros<sup>25</sup>. Sin embargo, el deterioro para la generalidad de las cotizaciones en EEUU, Europa y las principales economías emergentes no fue extremo (con impacto acotado comparando, por ejemplo, con los niveles que llegaron a observarse en la crisis financiera internacional 2008-2009), al tiempo que más recientemente se registró un significativo rebote en las cotizaciones compensando, en muchos casos, las mermas iniciales.

Aunque hasta el momento los mercados financieros han mostrado cierta fortaleza frente a la situación en Japón, se trata de un evento todavía en desarrollo (continúan la emergencia nuclear y los temores con respecto a los altos niveles de radiación existentes), por lo que se espera que se mantenga el contexto de cautela. La incertidumbre generada se suma a la proveniente de otros factores de riesgo (evolución de la crisis de la deuda en la Eurozona, situación en Medio Oriente –con efecto sobre el petróleo, impacto sobre el nivel de actividad económica de las respuestas de política ante las mayores presiones inflacionarias en economías emergentes de gran porte –como China-) que eventualmente pueden terminar condicionando la evolución de la actividad económica y el comportamiento de los inversores a nivel global. Más a mediano plazo, una vez que se reinicie el proceso de reconstrucción en Japón y con mayores definiciones en torno a su costo y la forma de su financiamiento, podrá evaluarse el impacto sobre los mercados de deuda (en términos de los rendimientos de la deuda japonesa y de la disponibilidad de fondos en los mercados internacionales).

<sup>23</sup> La deuda pública del Tesoro de Japón está por encima de 200% del PIB (actualmente uno de los niveles más altos a nivel mundial, aunque se trata principalmente de deuda en yenes y la base inversora es mayormente local).

<sup>24</sup> El VIX norteamericano (considerado como una aproximación al apetito por riesgo a nivel global), pasó de 20% a casi 30%. Sin embargo, este nivel está muy por debajo de los picos de 2008-2009 (80%).

<sup>25</sup> Aunque se estima que las aseguradoras fuera de Japón no tenían grandes exposiciones a los riesgos de catástrofe en ese país (y que buena parte de los costos de esta última serán cubiertos por una reaseguradora semipública japonesa), las acciones de las mayores reaseguradoras a nivel global cayeron más de 10% en las primeras ruedas tras el episodio (después corrigieron parte de esta merma).



compras de *treasuries* anunciadas, los retornos a 10 años de los instrumentos del Tesoro de EEUU se ampliaron casi 100pb desde principios de noviembre hasta comienzos de febrero, acompañando el contexto de mejora relativa en las perspectivas económicas (ver Gráfico I.10). La mayor cautela reinante en febrero llevó a que más tarde los rendimientos corrigieran parte de esta ampliación. Por el contrario, los rendimientos de corto plazo continuarían en niveles casi nulos, en la medida en que la probabilidad de que EEUU comience a incrementar su tasa de referencia este año es aún incierta (ver Gráfico I.11). En tal sentido, la reacción del mercado una vez que comience a avanzarse en la estrategia de salida de las políticas de estímulo monetario dependerá de qué tan apropiado sea el contexto para comenzar este proceso (si el inicio fuese considerado prematuro podría incidir negativamente en el apetito por riesgo a nivel global).

El dólar mostró un patrón de comportamiento volátil desde mediados de 2010, si bien prevaleció la tendencia a su debilitamiento contra las principales monedas<sup>26</sup>. Desde mediados del año pasado el dólar acumula una depreciación de más de 15% contra el euro, en un contexto de merma de las posiciones especulativas en contra de la moneda europea, al tiempo que se han ido fortaleciendo las expectativas de que el Banco Central Europeo lidere el movimiento hacia un entorno de tasas de interés más altas. Si bien las proyecciones del tipo de cambio dólar/euro para 2011 se van acercando a un nivel de US\$/€1,40, la persistencia de desequilibrios macroeconómicos en las economías avanzadas seguirá tensionando la relación entre sus monedas.

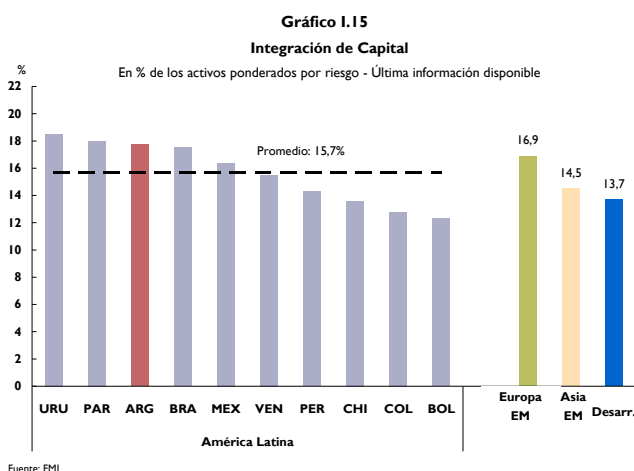
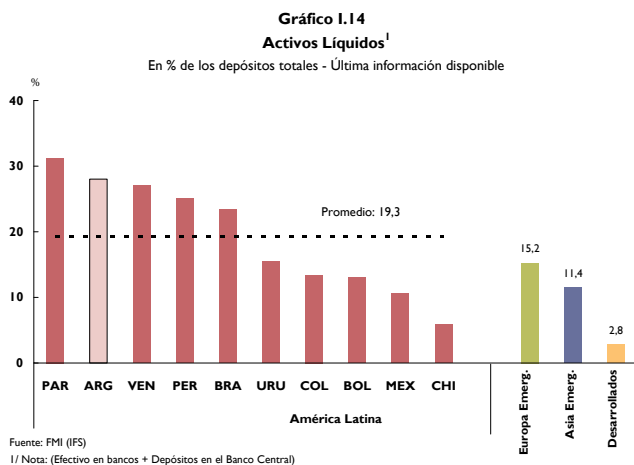
**Los activos financieros de los emergentes tendieron a apreciarse, con reciente toma de ganancias**

Los precios de las acciones de economías emergentes mantuvieron una tendencia mayormente positiva hasta principios de 2011 (el agregado de los emergentes y, en particular, América Latina finalizaron el segundo semestre de 2010 con rendimientos en dólares de casi 25%), acompañando los crecientes flujos dirigidos hacia este tipo de activos. Sin embargo, en un contexto de mayor volatilidad esperada y con flujos de portafolio cambiando de tendencia, pasó a observarse cierta toma de ganancias en lo que va de este año (con mermas de 5%).

Aunque con altibajos, los diferenciales de deuda soberana emergente sobre los bonos de referencia del tesoro de EEUU mantuvieron, para el agregado, una tendencia descendente durante la segunda mitad de 2010 (ver Grá-

<sup>26</sup> En contextos de mayor cautela, se verificó un fortalecimiento temporal del dólar en agosto (preocupaciones acerca del nivel de crecimiento global y por la situación en la eurozona) y en noviembre (crisis en Irlanda, tensiones entre Corea del Norte y del Sur).





fico I.12), mientras que desde fines de enero –en un marco de mayor cautela– los márgenes comenzaron a ampliarse<sup>27</sup>. Este patrón de comportamiento fue acompañado por los diferenciales de la deuda de América Latina. En este contexto, se verificó un repunte significativo de las emisiones de deuda de agentes de economías emergentes en los mercados internacionales durante la segunda mitad de 2010, en buena parte explicado por las colocaciones del sector corporativo<sup>28</sup> (ver Apartado 3).

En el marco de la búsqueda de mayores rendimientos y con crecientes ingresos de capitales, las monedas de economías emergentes tendieron a apreciarse contra el dólar entre junio y noviembre (ver Gráfico I.13). Así, una vez lanzada la nueva ronda de compra de títulos públicos en EEUU, diversos países pasaron a anunciar medidas para contener la apreciación de sus monedas<sup>29</sup>. La situación de mayor cautela preponderante a comienzos de 2011, permitió que la apreciación de las monedas de países emergentes se fuese frenando. No obstante, en el caso de América Latina se acumuló una apreciación de más de 6% en promedio desde fines de junio contra el dólar (8% en el caso del real brasileño).

A pesar de la menor firmeza de las cotizaciones en los últimos meses, para este año se mantienen expectativas mayormente positivas para los instrumentos financieros de economías emergentes, siempre y cuando no se verifiquen fuertes cambios en el apetito por riesgo. Dado que se mantienen diversos focos de tensión a nivel global (incertidumbre con respecto a los efectos de la tragedia en Japón, la situación en Medio Oriente y la crisis de la deuda en Europa), no se descarta que puedan observarse nuevos episodios de creciente volatilidad.

## I.2 Sistemas bancarios de Latinoamérica

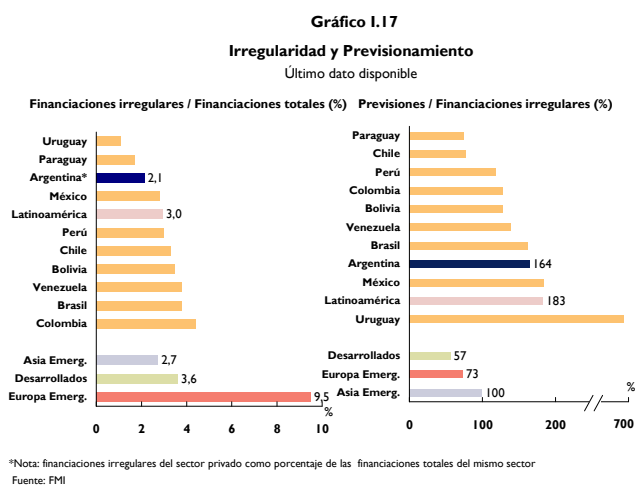
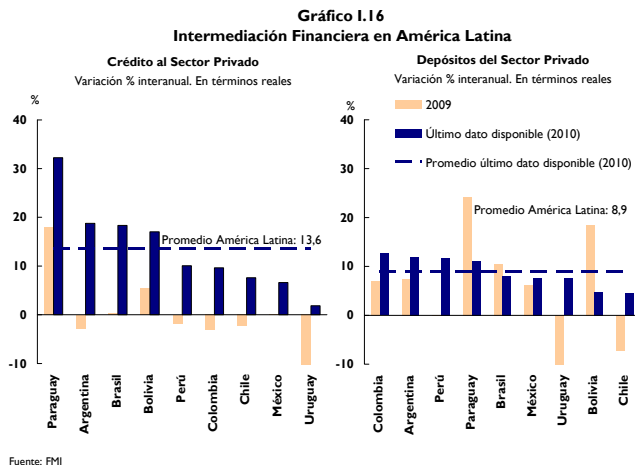
*La actividad de intermediación financiera de los bancos con el sector privado mostró un renovado dinamismo en la región*

Aunque en los mercados financieros internacionales sigue habiendo factores que generan volatilidad y hacen que se mantenga cierta cautela, los sistemas financieros latinoamericanos continuaron mostrando una posición sólida, en un escenario en el que las economías continuaron recuperándose de los efectos de la crisis internacional a un mejor ritmo que el de otras regiones. En este

<sup>27</sup> Los rendimientos de los bonos soberanos en moneda local también se recortaron entre julio y octubre de 2010, tendencia que se revirtió posteriormente.

<sup>28</sup> Para la deuda soberana se destaca que durante la segunda mitad del año hubo varias colocaciones denominadas en moneda local (representan más del 10% del total colocado por soberanos en el segundo semestre). Por otra parte, los fondos de inversión especializados en instrumentos de deuda registraron entradas récord en 2010, con alta ponderación de los flujos a los que invierten en bonos en moneda local.

<sup>29</sup> Esto generó temores de que se desatará una “guerra de divisas”.



sentido, los sólidos fundamentos macroeconómicos y financieros de los países de la región, sumados a un adecuado manejo de los instrumentos de política monetaria, permitieron mantener altos niveles de liquidez y solvencia, por encima de los de otras regiones emergentes y desarrolladas (ver Gráficos I.14 y I.15).

A lo largo de 2010 los países latinoamericanos recibieron un importante flujo de capitales que permitió incrementar la liquidez de los mercados locales y flexibilizar, en cierta medida, las condiciones para la obtención de fondeo. Estos flujos implican un riesgo importante por su carácter transitorio, pudiendo desencadenar un efecto desestabilizador (por ejemplo en el mercado cambiario) si se revirtiesen de manera abrupta como ocurrió a mediados de 2008. A fin de administrar este riesgo, los países de la región han ido implementado proactivamente medidas destinadas a mitigar eventuales efectos de las entradas de capital sobre la estabilidad macroeconómica y financiera<sup>30</sup>.

La actividad de intermediación financiera con el sector privado continuó recuperándose. Luego de los mínimos relativos observados al cierre de 2009, el ritmo de expansión del crédito al sector privado se incrementó significativamente en casi todos los países de la región a lo largo de 2010 (ver Gráficos I.16). De manera similar, en general los depósitos del sector privado verificaron un crecimiento mayor que el observado en 2009.

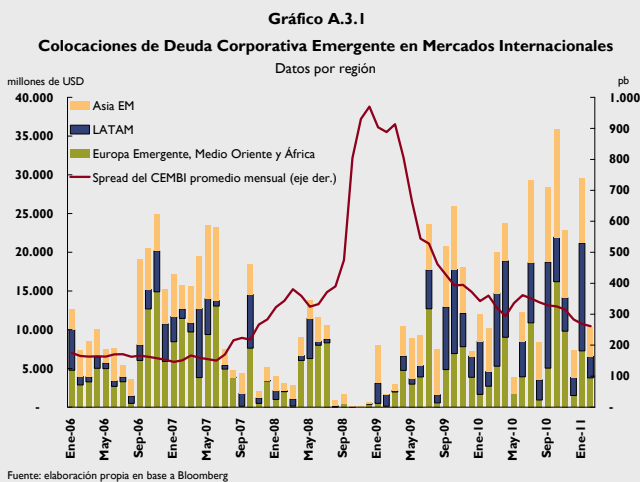
En 2010 se registró una disminución en el riesgo de crédito que enfrentan los sistemas financieros latinoamericanos que, de esta manera, continuó en niveles acotados tanto desde una perspectiva histórica como respecto a otras regiones emergentes (ver Gráfico I.17). Los elevados ratios de cobertura de los créditos irregulares con provisiones siguieron reflejando la robusta posición patrimonial de los bancos de América Latina frente al riesgo de crédito.

La rápida recuperación de las economías de la región a lo largo de 2010, conjuntamente con la solidez de los fundamentos macroeconómicos y financieros, permiten pronosticar que la actividad de intermediación de los bancos latinoamericanos con el sector privado continuaría mostrando un sostenido dinamismo a lo largo de 2011.

<sup>30</sup> Entre estas medidas se pueden mencionar tanto políticas convencionales como políticas macro-prudenciales: intervenciones cambiarias esterilizadas (reflejado en un incremento sustancial de las reservas internacionales), impuestos a las rentas de capital, límites a las posiciones de cambio en moneda extranjera, aumento de los encajes y liberalización de inversiones domésticas en el exterior, entre otros.

## Apartado 3 / Colocaciones de Deuda Corporativa de Economías Emergentes en los Mercados Internacionales

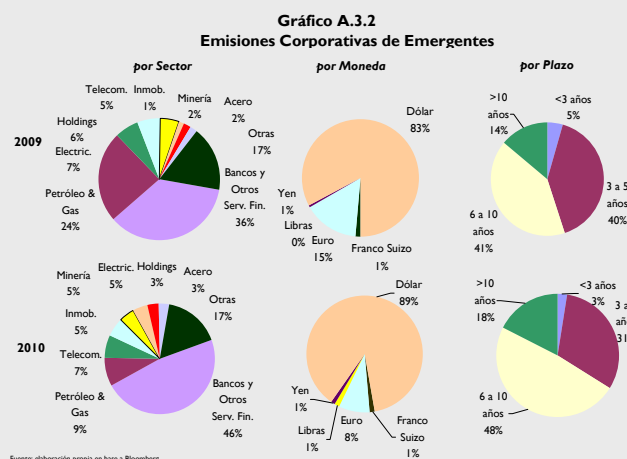
Durante el último semestre de 2010 se mantuvo el impulso de las colocaciones de deuda de empresas de economías emergentes en los mercados globales, cerrando el año con un monto total de operaciones incluso superior al observado en los años previos a la crisis internacional. Este acceso a nuevo financiamiento (que se da en el marco de una creciente entrada de capitales a los emergentes, con presión a la apreciación de las monedas locales), incluye a las empresas de Latinoamérica, sobresaliendo las colocaciones corporativas de Brasil. En el caso de Argentina, una vez cerrado el canje de deuda soberana se observa un incipiente retorno de las empresas a los mercados internacionales, aunque la importancia relativa de los montos implicados es menor a la observada en otras economías de la región



En un contexto marcado por la mayor solidez relativa de los fundamentos macro de las economías emergentes y la sostenida búsqueda de rendimientos más atractivos desde las economías desarrolladas, las colocaciones de deuda de empresas del arco emergente en los mercados internacionales mantuvieron una tendencia claramente positiva (ver Gráfico A.3.1). En la segunda mitad de 2010 las empresas de economías emergentes colocaron deuda en los mercados internacionales por US\$132.000 millones<sup>31</sup>, con un incremento semestral de 60% y un avance interanual cercano a 30%. Así, el 2010 finalizó con operaciones de este tipo por casi US\$215.000 millones, muy por encima de los niveles observados antes de la crisis inter-

<sup>31</sup> Estadísticas elaboradas en base a información de Bloomberg y Reuters. Corresponden a operaciones llevadas a cabo (total o parcialmente) en los mercados internacionales. Se trata de fondeo bruto, sin corregir por la erogación de fondos que implica el vencimiento de deuda preexistente.

nacional (en 2006 y 2007 este tipo de colocaciones ascendió a unos US\$150.000 millones por año en promedio).



Este avance se dio en un contexto de rendimientos decrecientes para los bonos corporativos de emergentes denominados en dólares, aunque los *spreads* se mantienen por encima de lo observado antes de la crisis<sup>32</sup>. Las colocaciones en dólares explicaron casi el 90% del financiamiento conseguido por empresas en 2010, una ponderación aún más alta que la observada en los años previos<sup>33</sup>. Esto acompaña el avance en el porcentaje explicado por las colocaciones de Latinoamérica y Asia Emergente luego de la crisis 2008-2009, en detrimento de las de Europa Emergente, Medio Oriente y África (región conocida como EMEA, por sus siglas en inglés)<sup>34</sup>. Se destaca que las operaciones de empresas latinoamericanas, que venían explicando menos del 20% del total, pasaron a representar casi el 30% durante los últimos dos años<sup>35</sup>. Finalmente, en lo que respecta a los sectores que consi-

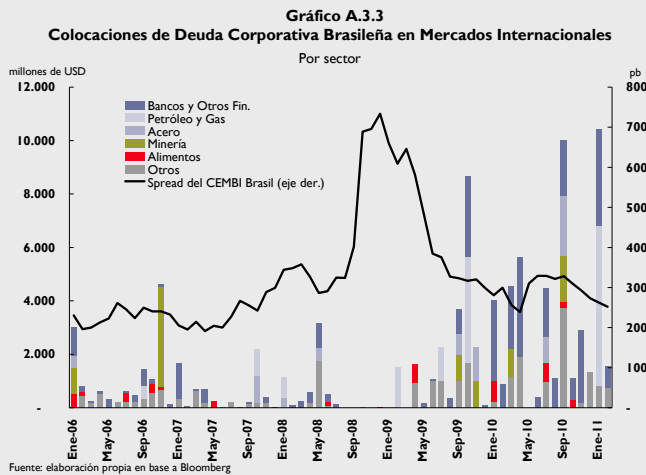
<sup>32</sup> El *spread* de las cotizaciones en los mercados secundarios de títulos corporativos en dólares con alta liquidez, tal como se ve reflejado en el *Corporate Emerging Markets Bond Index* de JP Morgan, promedió unos 330pb en 2010 (contra 500pb y 600pb de 2008 y 2009, respectivamente). Antes de la crisis los *spreads* eran menores a 200pb.

<sup>33</sup> Del resto, 8% fue en euros, mientras que hubo algunas operaciones -por montos marginales- en yenes y en francos suizos. A diferencia de lo observado para las colocaciones soberanas, en este caso no se observan operaciones en moneda local. Durante los cuatro años anteriores las colocaciones en dólares explicaron entre 70%-85% del total, mientras que las colocaciones en euros explicaban en promedio cerca del 15%.

<sup>34</sup> Las empresas de Brasil, Rusia, México, Corea, Hong Kong, China e India fueron las principales emisoras en los mercados internacionales en 2010 (explicando 2/3 del total de deuda corporativa colocada).

<sup>35</sup> Una ponderación similar a la de las colocaciones de EMEA en 2010, cuando esta región explicaba el 50% de las colocaciones totales en los años previos a la crisis internacional.

guieron financiamiento en los mercados (ver Gráfico A.3.2), el financiero (bancos y otros servicios financieros) explicó casi la mitad de los montos en 2010 (con un incremento anual cercano al 100%), seguido por los sectores de petróleo / gas y telecomunicaciones (ambos con ponderaciones menores al 10%<sup>36</sup>).



El avance de las colocaciones de deuda de empresas latinoamericanas en los mercados internacionales durante 2010 estuvo liderado por las empresas brasileñas y, en menor medida, mexicanas<sup>37</sup>. En el caso específico de las firmas de Brasil, éstas llevaron a cabo colocaciones récord por casi US\$36.400 millones en los mercados internacionales, con un incremento de casi 70% con respecto a 2009 (e importantes avances con respecto a los montos pre-crisis internacional<sup>38</sup>), en un contexto en el cual el promedio anual de los *spreads* de estos bonos en el mercado secundario se recortó casi un tercio<sup>39</sup> (ver Gráfico A.3.3). El dólar sigue siendo la principal moneda de emisión para las colocaciones de empresas brasileñas, aunque se destaca que en 2010 hubo colocaciones en euros (que explican más del 10% del monto total colocado en el año). Con respecto a los plazos, el promedio ponderado de 2010 estuvo levemente por encima de los 10 años, lo que implica un retroceso con respecto a lo observado antes de la crisis internacional<sup>40</sup>. En términos sectoriales,

se destaca en 2010 el protagonismo de los bancos y otras entidades del sector financiero (llegan a representar casi la mitad del monto colocado por firmas brasileñas en los mercados internacionales durante ese año, la ponderación más alta de los últimos cinco años<sup>41</sup>), mientras que el sector de petróleo y gas (que tuvo una ponderación significativa los años anteriores) no se mostró activo en materia de colocaciones<sup>42</sup>.

En el caso argentino, tras dos años prácticamente sin operaciones de financiamiento corporativo en los mercados internacionales, en 2010 se verificó una incipiente recuperación. Durante el año varias empresas de diferentes sectores (energía, transportes, alimentos y bebidas, etc.) llevaron a cabo operaciones de deuda que, según los anuncios realizados por los emisores una vez cerradas las transacciones, fueron destinadas (aunque sea parcialmente) a inversores del exterior. Se destaca que este tipo de emisiones se dieron mayormente en los últimos meses, una vez llevado a cabo el canje de deuda soberana.

En los primeros meses de 2011 la dinámica de las colocaciones de empresas de economías emergentes fue dispar, con una fuerte actividad en enero y una clara contracción en febrero (en un contexto ya marcado por los conflictos en Medio Oriente y el Norte de África). A pesar de la mayor cautela observada en los mercados internacionales recientemente, para el año se mantienen perspectivas mayormente favorables (siempre y cuando no se verifique un cambio drástico en la situación de los mercados a nivel global); según las estimaciones de diferentes bancos de inversión, las colocaciones corporativas seguirían por encima de los US\$200.000 millones este año, con participación similar de las diferentes regiones. Si bien el acceso a nuevo financiamiento conlleva beneficios, este fenómeno se da en un contexto marcado por los desafíos que implica la administración de la entrada de capitales financieros en términos de política económica, dada la presión existente a la apreciación de las monedas domésticas.

<sup>36</sup> En términos de montos, mientras que las colocaciones del sector de petróleo y gas muestran una merma anual de casi 45%, el sector de telecomunicaciones registra un incremento del 100%. Adicionalmente, con ponderación relevante y fuerte crecimiento de los montos en 2010, sobresalen sectores como la minería y el inmobiliario.

<sup>37</sup> Los principales colocadores de deuda corporativa de la región en 2010 fueron Brasil (más de la mitad del total colocado por empresas de Latinoamérica), México (28%) y Chile (8%).

<sup>38</sup> En 2006 y 2007 las empresas brasileñas realizaron operaciones de deuda en los mercados internacionales por casi US\$13.600 millones y US\$6.400 millones, respectivamente.

<sup>39</sup> El *spread* del CEMBI brasileño pasó de un promedio de casi 450pb en 2009 a uno levemente menor a 300pb en 2010.

<sup>40</sup> Para 2010 no se incluye en el cálculo la emisión de perpetuidades (4 operaciones por US\$1.450 millones), un tipo de operaciones que no se

habían visto en los cuatro años anteriores. Por su parte, en 2006 y 2007 los plazos (promedio ponderado) fueron de 19 años y 15 años, respectivamente.

<sup>41</sup> Entre 2006 y 2009 la ponderación del sector financiero sobre el monto total de deuda colocado en los mercados internacionales estuvo en un rango de 20%-35%.

<sup>42</sup> Aunque en los primeros dos meses de 2011 este último sector pasó a explicar casi el 50% del total colocado.

## II. Entorno Local

### Síntesis

Durante 2010 la economía argentina volvió a exhibir un fuerte crecimiento, superior a 9% interanual (i.a.), dejando atrás los efectos locales de la crisis internacional (ver Gráfico II.1). El avance fue explicado principalmente por el consumo, aunque la inversión fue el componente de la demanda que presentó mayor dinamismo. De esta manera, el gasto en capital finalizó el año en torno a 23% del PIB, nivel similar al registrado en 2008. Se espera que a lo largo de 2011 se mantenga el sendero de expansión económica.

El crecimiento del consumo privado fue apuntalado por el alza del empleo y de los salarios, los mayores niveles de crédito así como por el incremento de las transferencias gubernamentales, entre las que se destacaron la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y los pagos a jubilados y pensionados.

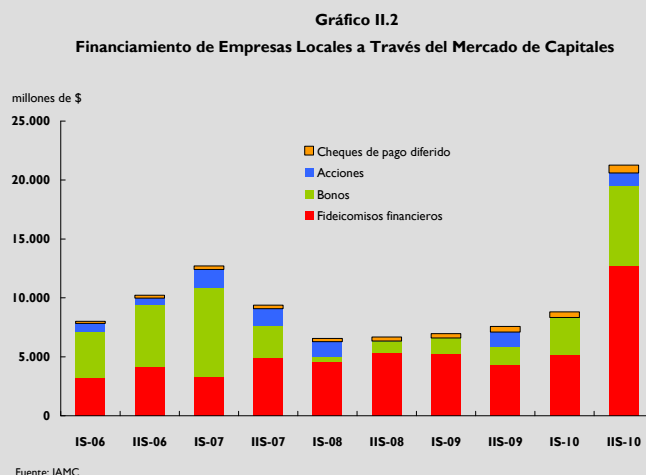
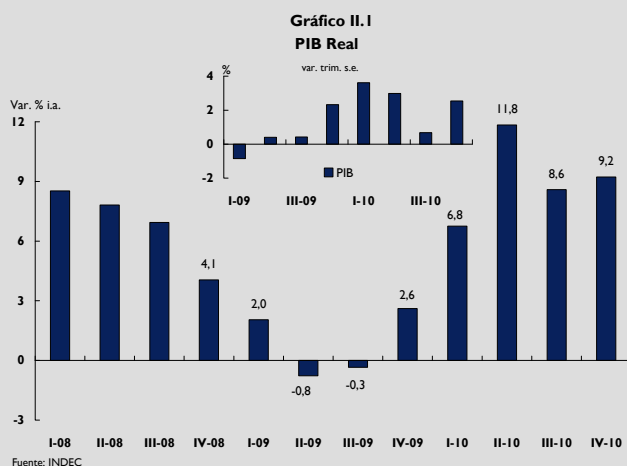
A lo largo de 2010 se registró una dinámica de precios superior a la de 2009, donde el aumento de los precios de los alimentos fue mayor al del resto de los rubros. No obstante, los precios moderaron su ritmo de crecimiento durante el segundo semestre de 2010, trayectoria que en parte se mantuvo a principios de este año. En tanto, las exportaciones e importaciones continuaron creciendo a buen ritmo, cerrando 2010 con superávit comercial que superó los US\$12.000 millones.

El Banco Central sostuvo su política consistente en moderar los factores de oferta monetaria (principalmente neutralizando la emisión primaria), de forma tal que sean compatibles con el aumento de la demanda de dinero y del crédito, en un contexto de estabilidad cambiaria y de expansión del nivel de actividad, el empleo y los ingresos. El total de los medios de pago en pesos (M2) se ubicó en la segunda parte de 2010 dentro de los límites establecidos en la actualización del Programa Monetario (PM), al

tiempo que se elaboró un PM para 2011 que estipula, en su escenario base, una variación interanual promedio para el M2 en el mes de diciembre de 2011 de 27,9%. La evolución de este agregado hacia fines de marzo está en línea con el PM.

Los mercados locales de renta fija y variable tendieron a mejorar en el segundo semestre de 2010 tanto en términos de precios como de volúmenes, como resultado tanto del contexto local positivo como de la búsqueda de mayores rendimientos por parte de los inversores internacionales. Así, los spreads de la deuda soberana se redujeron hasta niveles que no se observaban desde comienzos de 2008 (en un contexto marcado por la implementación de diversas medidas con el objetivo de normalizar la situación de la deuda), mientras que el Merval marcó nuevos máximos históricos. Pese a que el contexto de mayor cautela a nivel internacional repercutió negativamente sobre los activos financieros de la Argentina en los primeros meses de 2011, se mantienen las perspectivas mayormente positivas para 2011, sujetas a que no se verifique un cambio profundo de corte negativo en la situación global.

Durante la segunda mitad de 2010 se observó un fuerte crecimiento en el financiamiento obtenido por empresas a través de los mercados de capitales, que se suma al sostenido crecimiento de los préstamos a este sector (ver Capítulo IV). El financiamiento mediante mercados alcanzó un monto que más que duplicó al observado en el primer semestre de 2010, en buena parte debido al incremento en los fideicomisos financieros (con importante volumen vinculado a obras de infraestructura) y, en menor medida, las colocaciones de obligaciones negociables, que en este período volvieron a niveles similares a los observados antes de la crisis internacional.



## II.1 Coyuntura nacional

**A lo largo de 2010 el crecimiento de la actividad económica recobró un fuerte dinamismo y finalizó el año con un aumento superior a 9%**

La mejora de la actividad económica local se afianzó en la segunda mitad de 2010, con tasas de crecimiento similares a las registradas en el ciclo expansivo de 2003-2008, previas a la crisis financiera internacional (ver Gráfico II.3). El consumo de los hogares volvió a ser el principal sostén de la demanda agregada, a lo que se sumó el aporte positivo de la inversión que evidenció un importante crecimiento. La expansión de la actividad resultó más balanceada entre los sectores productores de bienes y servicios en la segunda parte de 2010 respecto al primer semestre del año. De esta forma, 2010 finalizó con un crecimiento de la actividad superior a 9% interanual (i.a.).

La estabilidad y las buenas perspectivas macroeconómicas impulsaron a las familias a elevar su consumo. Esta situación se vio favorecida por las mejoras del empleo, de los salarios, del crédito disponible (ver Capítulo IV), como así también por el incremento de las transferencias gubernamentales, entre las que se destacaron la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH) y los pagos a jubilados y pensionados, actualizados de acuerdo a la Ley de Movilidad Previsional (ver Gráfico II.4).

La inversión se incrementó fuertemente en 2010, direccionada en su mayor parte a la adquisición de equipo durable destinado a elevar la capacidad productiva de las empresas. Por su parte, el gasto en construcción también se recuperó, aunque con una expansión más moderada. Así, la tasa de inversión finalizó 2010 en torno a 23% del PIB, cercana al máximo de las últimas dos décadas (ver Gráfico II.5). En el comportamiento de la inversión influyeron tanto los incentivos que ofrecen la mayor actividad como los otorgados por el Gobierno, entre los que se encuentran la Ley de Promoción de Inversiones en Bienes de Capital y el lanzamiento del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario a mediados de 2010, con las líneas de préstamos que subasta el Banco Central.

El mercado laboral continuó reflejando los efectos del crecimiento económico. La tasa de desocupación se ubicó a fines de 2010 en 7,3% de la Población Económicamente Activa (PEA), mismo nivel que el alcanzado en el cuarto trimestre de 2008. Así, a lo largo de 2010 la tasa de desocupación se redujo en 1,1 puntos porcentuales (p.p.), destacándose el incremento del trabajo registrado.

Gráfico II.3

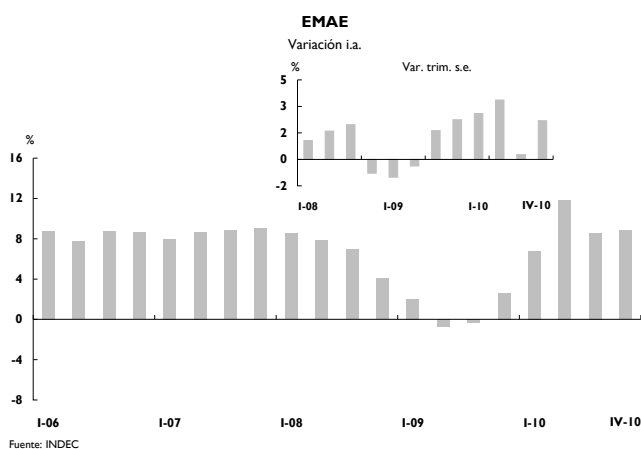


Gráfico II.4  
Crecimiento del Consumo  
Variación i.a.

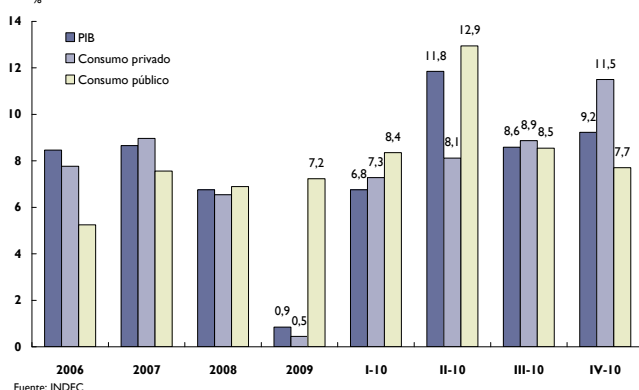
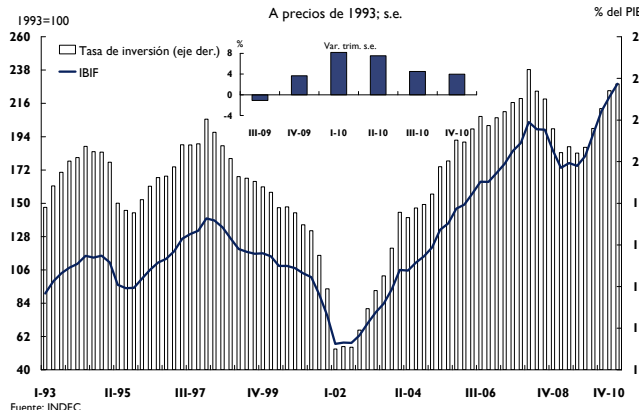
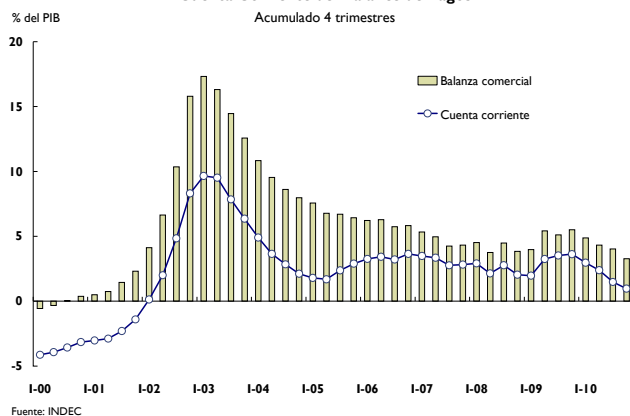


Gráfico II.5  
Inversión Bruta Interna Fija  
A precios de 1993; s.e.



**Gráfico II.6**  
Cuenta Corriente del Balance de Pagos  
Acumulado 4 trimestres

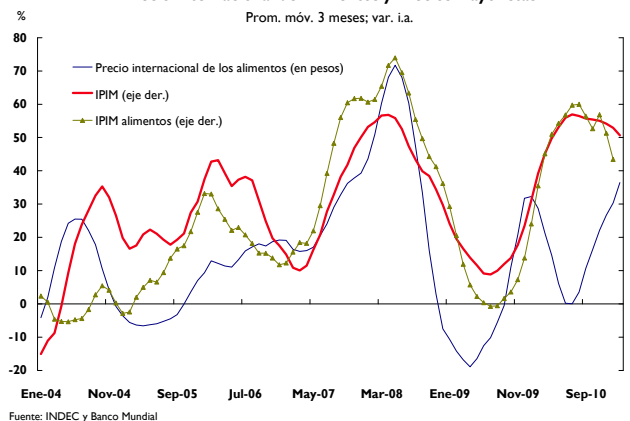


Las exportaciones continuaron creciendo en el segundo semestre del año, lideradas por el sostenido aumento de las ventas industriales, que finalizaron el año con un incremento de 28% i.a. También se destacó el aporte de las ventas externas agrícolas por el importante aumento de la cosecha, luego de una campaña afectada en cierta medida por la sequía. Las importaciones, por su parte, se elevaron a un ritmo mayor, en buena medida por las compras de bienes de capital, insumos industriales y energía. En 2010 el saldo comercial ascendió a US\$12.057 millones (menor al registrado en 2009 aunque elevado en términos históricos), lo que permitió alcanzar un resultado de Cuenta Corriente positivo por noveno año consecutivo (ver Gráfico II.6).

Los diversos indicadores de precios de la economía mostraron un menor ritmo de aumento en el segundo semestre de 2010 respecto a la primera mitad del año. La trayectoria de los precios estuvo influida en buena medida por la suba de las cotizaciones internacionales de las materias primas, especialmente agropecuarias. De esta manera, los alimentos fueron el principal componente del alza en los precios internos, explicando en 2010 aproximadamente 40% del aumento de los precios minoristas (ver Gráfico II.7).

***El BCRA continuó con su política consistente en moderar los factores de oferta monetaria, de forma tal que resulten compatibles con el aumento de la demanda de dinero, en un contexto de estabilidad cambiaria y de crecimiento del nivel de actividad, empleo e ingresos***

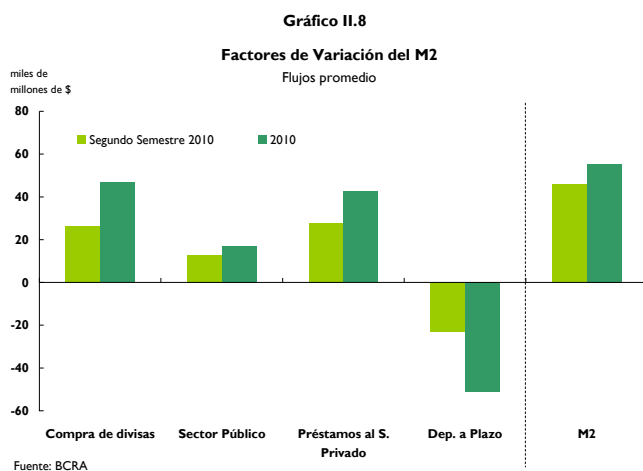
**Gráfico II.7**  
Precio Internacional de Alimentos y Precios Mayoristas  
Prom. móv. 3 meses; var. i.a.



El total de los medios de pago en pesos (M2), se ubicó en el segundo semestre de 2010 dentro de los límites establecidos en la actualización del Programa Monetario, y en diciembre registró un saldo promedio mensual de \$252.050 millones (con un crecimiento de 28,1% i.a.). Por su parte, los medios de pago del sector privado (M2 privado), alcanzaron en diciembre un saldo promedio de \$220.520 millones (33,1% i.a.), aproximadamente 2,5% por encima del límite superior estipulado en el Programa Monetario (\$215.200 millones) para este agregado.

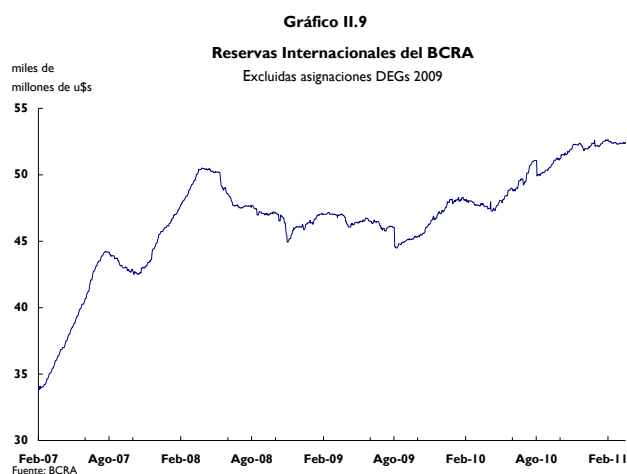
En el segundo semestre de 2010, los préstamos crecieron vigorosamente y la contribución de la creación secundaria de dinero al aumento de los agregados monetarios superó a la proveniente de las compras de divisas del Banco Central (ver Gráfico II.8).

En el contexto del régimen de flotación administrada del tipo de cambio y de la política prudencial de acumulación de reservas, las compras de divisas del Banco Central fue otro de los principales factores de expansión de



los medios de pago, tanto en el semestre como en 2010. De este modo, aún luego de aplicar parte del saldo de reservas internacionales a los pagos de deuda pública en moneda extranjera, de acuerdo a lo dispuesto por los Decretos 297 y 298/2010, las reservas internacionales acumularon un aumento de US\$4.222 millones en 2010. En los primeros meses de 2011 los activos externos del Banco Central continuaron creciendo y al 18 de marzo alcanzaron a US\$52.400 millones (ver Gráfico II.9). En lo que va de 2011 ya se ha implementado el mecanismo de pagos de deuda pública en moneda extranjera dispuesto mediante los Decretos 2054/10 y 276/11 que, nuevamente, prevén el uso de reservas internacionales para este fin durante el año en curso.

La demanda de dinero no sólo evidenció un fortalecimiento en sus componentes transaccionales sino también en aquellos más asociados al ahorro. De este modo, los depósitos a plazo absorbieron parte del efecto expansivo sobre el M2 generado por los factores mencionados (aumento del crédito, compra de divisas y, en menor medida, las operaciones del sector público). El agregado en pesos más amplio (M3), registró durante el segundo semestre de 2010 un crecimiento de 20,5% y un aumento de 35,6% i.a.

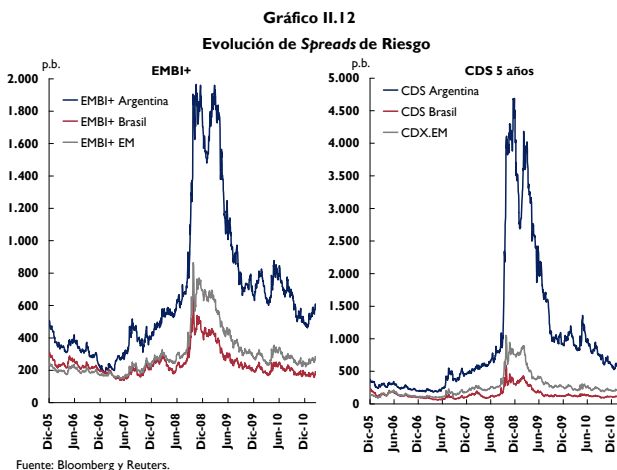
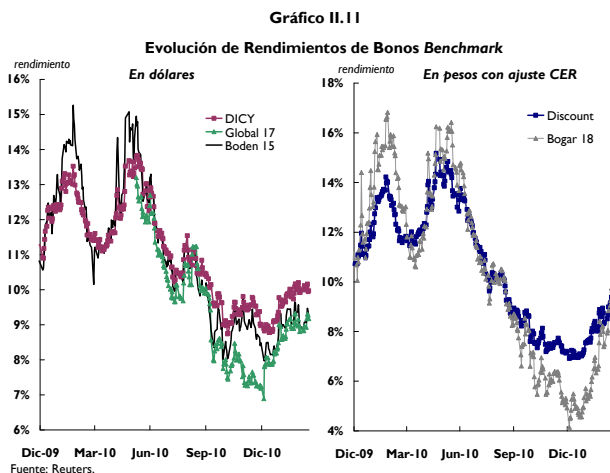
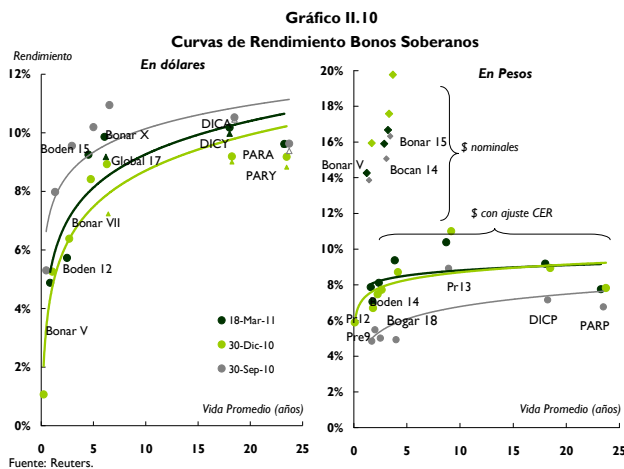


Durante 2010 el Banco Central mantuvo las tasas de interés de referencia de sus operaciones de pasas en los mismos niveles vigentes desde octubre de 2009 (en 9,0% y 9,5% la de los pasas pasivos a 1 y 7 días de plazo, y en 11,0% y 11,5% las de sus pasas activos a 1 y 7 días de plazo, respectivamente). Las subastas semanales de LEBAC del Banco Central registraron caídas en las tasas de interés de corte, acumulando una disminución de 1,5 p.p. en 2010.

En diciembre de 2010 el BCRA elaboró su Programa Monetario 2011 que estipula, en su escenario base, una variación promedio para el M2 y el M2 Privado de 27,9% y 29,2% interanual, respectivamente. Esta expansión en la cantidad de dinero se explica por las proyecciones en materia de aumento del crédito al sector privado (cercano a los \$65.000 millones), compras de divisas por parte de la autoridad monetaria en el mercado cambiario (por US\$12.500 millones), y transferencias de utilidades del Banco Central al Tesoro Nacional y otorgamiento de Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional por un monto inferior al de 2010. Para mantener el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero, se estima una esterilización equivalente al 60% de las compras de divisas en el mercado cambiario.

***Se mantienen perspectivas macroeconómicas positivas para 2011, con menores presiones sobre los***





### *precios locales, si bien en parte supeditados a la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas*

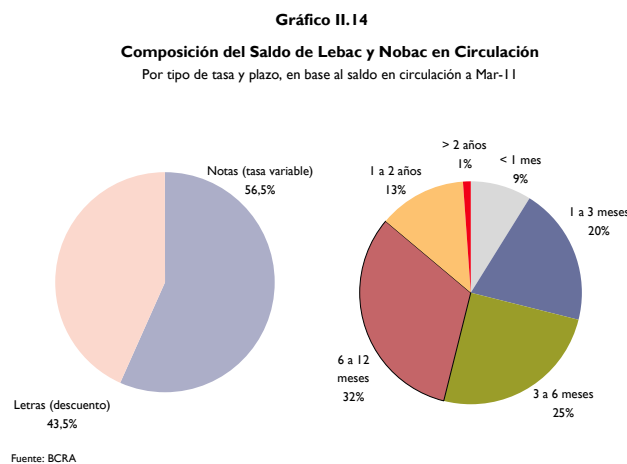
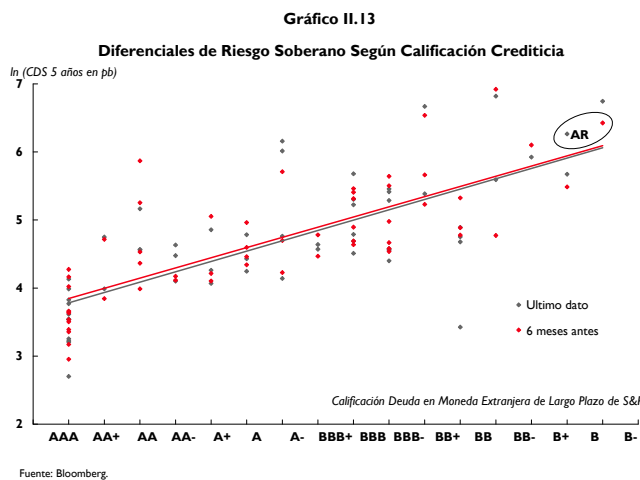
Para 2011 se espera que el nivel de actividad económica continúe en ascenso, dada la consolidación del mercado interno, aunque registrando cierta moderación en el ritmo de crecimiento. Entre otros factores, la desaceleración reflejaría la menor tasa de expansión de nuestros principales socios comerciales, la reducción del aporte del sector agropecuario y la mayor base de comparación que representa el 2010. También se prevé una disminución en el ritmo de aumento de los precios en la medida que no se repitan los *shocks* de oferta evidenciados en 2010. No obstante, dada su correlación, el comportamiento de los precios domésticos quedará condicionado a la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas.

## II.2 Mercado de Capitales

### *Con sostenido apetito por activos de emergentes a nivel global y factores positivos a nivel local, mejoraron las cotizaciones de los títulos públicos, aunque recientemente se observa una toma de ganancias*

En los últimos meses las cotizaciones de los activos locales mejoraron en forma generalizada, impulsadas por el sostenido apetito por activos de emergentes (en un contexto de solidez relativa de los fundamentos macro), fenómeno que se potencia en el caso argentino en función de factores de carácter local (buenas perspectivas macroeconómicas, mejora en la calificación soberana, concreción de nuevas operaciones de canje, inicio de las negociaciones con el Club de París, pago de deuda con reservas internacionales, etc.). Aunque el saldo en materia de precios y volúmenes es positivo, ciertos factores relacionados con los mercados financieros internacionales (incertidumbre sobre la situación de ciertos países de la Eurozona, aumento en las tasas de interés en ciertas economías emergentes de gran tamaño y, más recientemente, tensiones sociopolíticas en Medio Oriente y la catástrofe en Japón) continuaron imprimiendo volatilidad en los mercados, lo que afectó el comportamiento de los activos locales en los primeros meses de este año. Para el 2011 se mantienen expectativas más bien favorables, aunque condicionadas por los desarrollos en los mercados internacionales.

La mejora en las cotizaciones de los bonos implicó una contracción en los rendimientos desde fines de septiembre, aunque estos avances fueron limitados parcialmente por un cambio de tendencia en los precios durante los



últimos meses. Desde septiembre se registran recortes en los rendimientos de más de 100 p.b. en promedio para los bonos en dólares<sup>43</sup> (ver Gráfico II.10), unos 20 p.b. para aquellos en pesos con CER, y 200 p.b. en el caso de los instrumentos en pesos nominales. Se destaca que el rendimiento del Global 17 en dólares, emitido en el canje de mayo del año pasado (bono *benchmark* de emisión), llegó a estar cerca de un nivel de 7% a fines del año pasado, aunque posteriormente evidenció cierto deterioro en un contexto de mayor volatilidad en los mercados internacionales (ver Gráfico II.11).

En línea con la suba de las cotizaciones de los bonos soberanos en dólares con legislación internacional, los *spreads* de riesgo de la Argentina tuvieron un recorte significativo, alcanzando en enero niveles que no se observaban desde inicios de 2008<sup>44</sup>, aunque posteriormente esta mejora se corrigió parcialmente (ver Gráfico II.12). Así, el *spread* del EMBI+ para Argentina y la prima del contrato a 5 años de *credit default swaps* (CDS) sobre su deuda soberana se ubican actualmente en torno a 590 p.b. y 640 p.b., respectivamente (tras haber promediado casi 700 p.b. y 900 p.b. en 2010). En términos relativos, los diferenciales de la deuda argentina con respecto a los bonos de referencia entre los países emergentes verificaron una contracción (en un rango de 80 a 140 p.b. en los títulos de corto plazo). Por otra parte, luego de la mejora en la calificación soberana<sup>45</sup>, se dio un ajuste en los indicadores de riesgo relativo de Argentina, al contraerse el *spread* en comparación con el de otros países con *rating* similar (ver Gráfico II.13).

En los últimos meses el Gobierno continuó financiándose en forma directa intra sector público, mediante la renovación y colocación de letras de corto plazo y, en menor medida, bonos. En relación a las primeras, el saldo en circulación se incrementó un 49% durante 2010, alcanzando los \$15.600 millones a fin de año<sup>46</sup>. En cuanto a bonos, en los últimos meses se colocaron aproximadamente \$2.260 millones de Descuento en dólares con legislación local al FGS. Por otra parte, recientemente se colocaron al BCRA Letras Intransferibles por un total aproximado de US\$9.800 millones, como contrapartida del pago con reservas de libre disponibilidad de la mayor parte de los servicios de deuda pública de 2011<sup>47</sup>. Así, la

<sup>43</sup> La misma fue más pronunciada para los bonos más cortos.

<sup>44</sup> La caída en los *spreads* de Argentina se dio en un contexto en el cual los rendimientos de los *Treasuries* de EEUU se ampliaron, para retroceder parcialmente luego (al incrementarse la volatilidad en los mercados internacionales). Como resultado de las colocaciones de deuda internacional vinculadas al canje de deuda con *holdouts* se verificó un ligero incremento en la ponderación de la deuda argentina en los índice EMBI de JP Morgan (para el EMBI+ EM ésta pasó de 2,19% en abril a 2,45% en octubre).

<sup>45</sup> Luego del canje de deuda soberana finalizado en junio, las agencias Fitch Ratings y Standard&Poor's elevaron a "B" la nota para la deuda de largo plazo en moneda extranjera (en julio y septiembre, respectivamente). En ambos casos desde 2008 la nota anterior era un escalón menos ("B-").

<sup>46</sup> Última información disponible.

<sup>47</sup> Decretos 2.054/2010 y 276/2011.

deuda pública ascendía a diciembre de 2010<sup>48</sup> a US\$164.330 millones, saldo que incluye la totalidad de los bonos emitidos con motivo del canje con *holdouts* realizado a mediados de año (por US\$7.831 millones)<sup>49</sup>. Se destaca que a fines de 2010 el Gobierno realizó dos nuevas operaciones de canje, que buscaban ampliar el monto de deuda con *holdouts* regularizado. Se trató de una operación destinada a tenedores de bonos Brady (deuda no considerada en junio de 2010, por un valor elegible de aproximadamente US\$331 millones) y una reapertura del canje de junio de 2010. Considerando estas dos operaciones y las realizadas en 2005 y junio de 2010, la regularización de la deuda ascendería al 92% del monto elegible.

### Se recortan las tasas de corte y se incrementan los plazos de colocación de instrumentos del BCRA

El Banco Central garantizó el equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero, esterilizando los potenciales excedentes, principalmente a través de la colocación de Lebac y Nobacs en el mercado primario. En consecuencia, el saldo en circulación de letras y notas ascendía a casi \$84 mil millones hacia mediados de marzo, con un incremento superior a 17% en los últimos 6 meses. En el mercado primario se verificó un gradual aumento en la demanda de Nobacs desde mediados de 2010, que implicó una mayor ponderación de éstas en el saldo de letras y notas en circulación (permitiendo un gradual incremento en los plazos de colocación). Así, en la actualidad más de la mitad del saldo corresponde a Nobacs (57%), mientras que en septiembre del año pasado apenas representaban 16% (ver Gráfico II.14). En materia de tasas, se observó una contracción superior a los 100 p.b. en las Lebac (ver Gráfico II.15), al tiempo que los plazos de colocación se mantuvieron relativamente homogéneos. En el caso de las Nobacs, hubo adjudicaciones de notas a plazos más largos (de más de 800 días), con *spreads* de corte que reflejaron cierta contracción respecto a los vigentes en septiembre<sup>50</sup>. Respecto al mercado secundario, aunque parte del apetito por notas se tradujo en un creciente dinamismo en el mercado de Nobacs, las operaciones con letras continuaron teniendo mayor protagonismo. En el caso de los dos tipos de instrumentos se observó una mayor diversidad de especies transadas. En relación a los rendimientos, para las Lebac se verificó un aplanamiento en la curva (por aumento en los retornos de corto plazo y, en menor medida, recortes de las tasas más largas), al tiempo que para las Nobac también se

Gráfico II.15

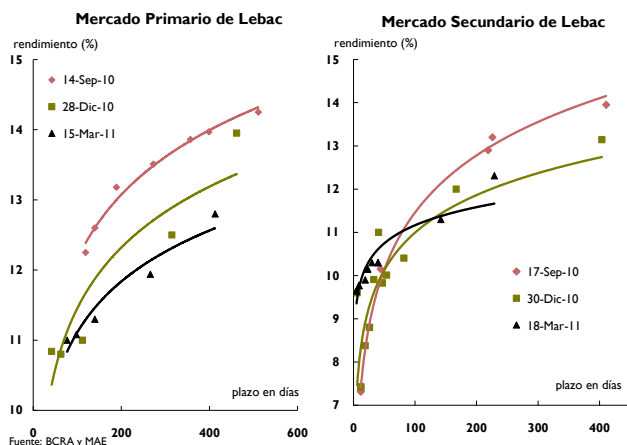
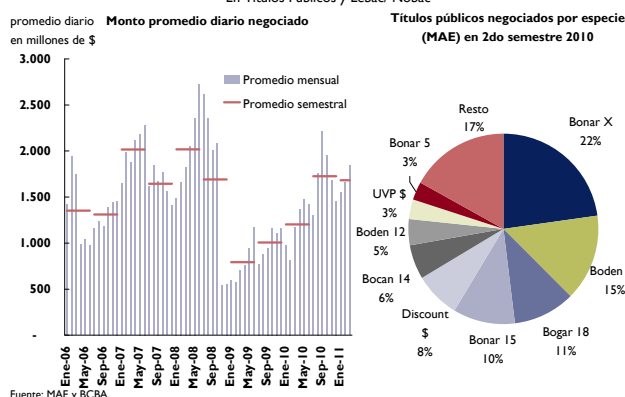


Gráfico II.16  
Montos Negociados Renta Fija  
En Títulos Públicos y Lebac/ Nobac



<sup>48</sup> Última información disponible.

<sup>49</sup> Si se adiciona al saldo total *performing* el correspondiente a la deuda en *default* no canjeada en 2005 y a mediados de 2010 por US\$11.218 millones, el total de la deuda asciende a US\$175.549 millones.

<sup>50</sup> En términos de rendimientos, la reducción es considerablemente menor debido a un incremento en la tasa de referencia Badlar.

evidenció cierta contracción en los *spreads* sobre Badlar<sup>51</sup>.

### Los montos negociados de instrumentos de renta fija en el mercado local tendieron a subir

Los montos operados en instrumentos de renta fija (incluyendo instrumentos del BCRA) en las plazas locales (BCBA y MAE) mostraron un fuerte incremento semestral en la segunda mitad de 2010 (de casi 45%), evidenciando que el recorte en los rendimientos se dio en un contexto de flujos cada vez más significativos. Si bien en los primeros meses de 2011 se observó un cierto retroceso (que se vincula a un comportamiento estacional), en términos interanuales el incremento en el volumen de negocios fue de casi 80% (ver Gráfico II.16). Las especies más operadas en bonos soberanos en el segundo semestre de 2010 fueron, en base a datos del MAE, el Boden 15 y Bonar X en dólares, destacándose además el mayor interés de los inversores por Bonar 15 (bono en pesos que devenga interés en base a Badlar).

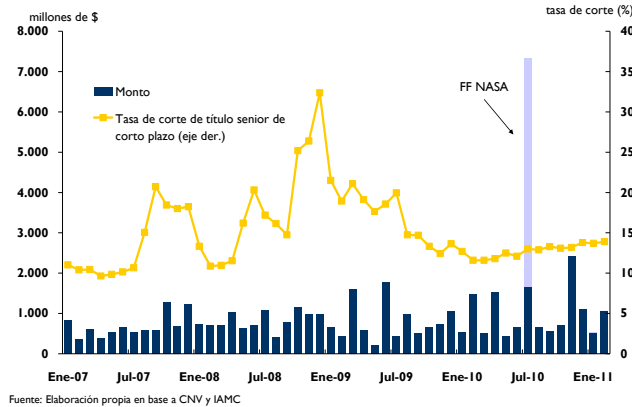
### Se amplía el financiamiento al sector privado a través del mercado de capitales

En la segunda mitad del año hubo un fuerte crecimiento del financiamiento obtenido por el sector privado a través del mercado de capitales, que totalizó \$21.300 millones (ver Gráfico II.2). Dicho monto representó un incremento de 142% en términos semestrales, en buena parte explicado por las financiaciones de obras de infraestructura y por el aumento de las colocaciones de bonos en el ámbito local e internacional.

El fideicomiso financiero continuó siendo el principal instrumento de fondeo a través del mercado de capitales local, con un notable incremento semestral en los montos en la segunda mitad del año (ver Gráfico II.17), al tiempo que en las primeras semanas de 2011 las colocaciones continuaron a buen ritmo. El mayor porcentaje de titularización de activos correspondió a emisiones vinculadas a la realización de obras públicas (con una operación específica de gran envergadura<sup>52</sup>), seguido por aquellas con activos subyacentes relacionados con el consumo (préstamos personales y cupones de tarjeta de crédito). Por otro lado, en el último semestre del año pasado se evidenció un aumento del costo de financiamiento en comparación con lo observado previamente en el año y en igual periodo de 2009. Más recientemente, en febrero se verificó un leve incremento en las tasas de los títulos *senior*.

Gráfico II.17

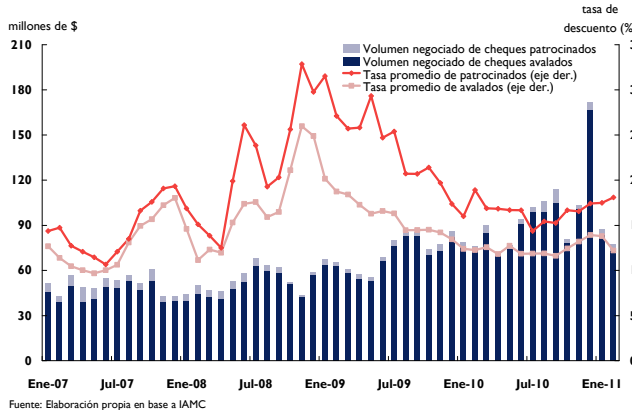
Emisión de Fideicomisos Financieros



Fuente: Elaboración propia en base a CNV y IAMC

Gráfico II.18

Negociación de Cheques de Pago Diferido

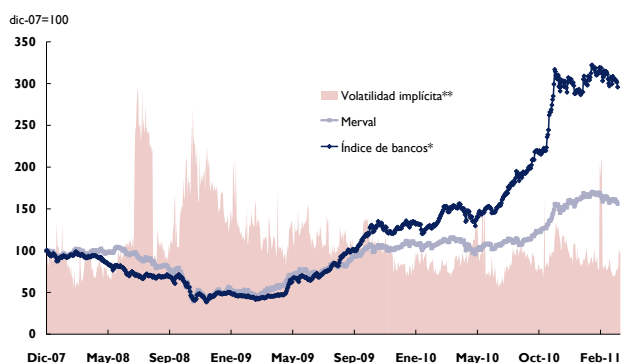


Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

<sup>51</sup> No obstante, la escasa actividad durante septiembre de 2010 dificulta una comparación más detallada.

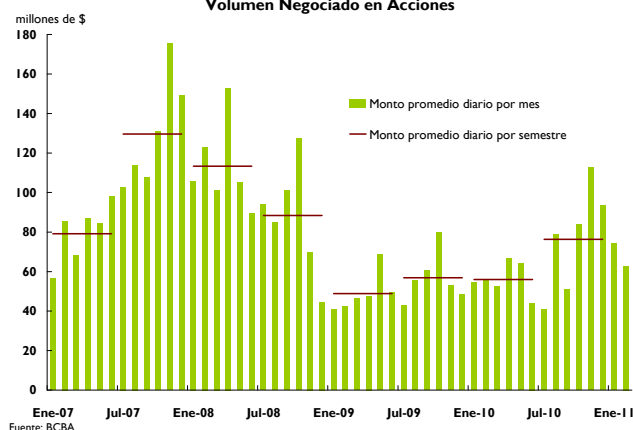
<sup>52</sup> Se trató de una emisión lanzada en julio para la concreción de un proyecto de energía nuclear.

**Gráfico II.19**  
Evolución del Mercado Local de Acciones



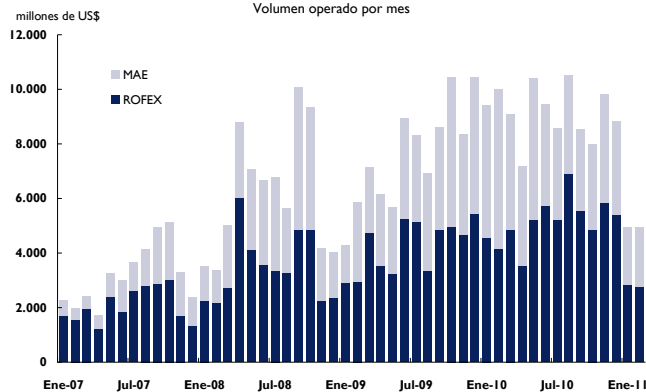
(\*) Promedio ponderado en base a capitalización bursátil  
(\*\*) Promedio simple de las volatilidades implícitas en opciones de las principales 3 acciones domésticas del índice  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

**Gráfico II.20**  
Volumen Negociado en Acciones



Fuente: BCBA

**Gráfico II.21**  
Futuros de Dólar  
Volumen operado por mes



Fuente: ROFEX y MAE

Las empresas también se hicieron de fondos mediante la colocación de bonos (obligaciones negociables), prácticamente alcanzando en el segundo semestre los niveles pre-crisis internacional. En efecto, el clima en los mercados locales e internacionales permitió acelerar la recuperación de las financiaciones, ya observada en la primera mitad del año. Se distinguieron varias colocaciones en los mercados locales e internacionales (ver Apartado 3) por montos de magnitud y, en muchos casos, con el objetivo de mejorar el perfil de endeudamiento de las emisoras. Esta situación se repetía también en enero. En materia de costos, las tasas de corte en pesos registraron incrementos en el semestre, mientras que las tasas en dólares se redujeron<sup>53</sup>.

El monto de las financiaciones de corto plazo a través de la negociación de cheques de pago diferido (instrumento fuertemente vinculado a las PyMEs), evidenció un importante aumento desde junio (ver Gráfico II.18), alcanzando nuevos máximos mensuales. En términos de plazos negociados, si bien se observaron máximos a mediados del año pasado, en los meses subsiguientes (incluyendo los primeros de 2011) los mismos disminuyeron paulatinamente. El costo de financiamiento experimentó un leve aumento, especialmente a partir del último trimestre del año, tanto para los cheques avalados como los patrocinados.

### ***El Merval alcanza máximos históricos en dólares y en pesos***

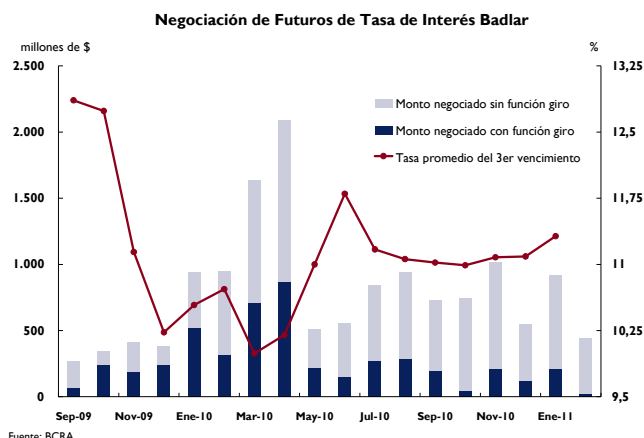
Luego de la fuerte suba registrada por el índice Merval en la segunda mitad de 2010 (61%) (ver Gráfico II.19), a comienzos de 2011 alcanzó nuevos máximos en moneda local y superó por primera vez su récord en dólares de junio de 1992, aunque desde principios de febrero se registra una tendencia negativa (acompañando al contexto internacional menos favorable)<sup>54</sup>. La mejora en el índice hasta febrero se dio de la mano de un incremento en el volumen de negociación, alcanzando niveles próximos a los vigentes al momento del cambio en el sistema de jubilaciones y pensiones. Así, en la segunda mitad del año el promedio diario negociado en acciones fue de \$77 millones, frente a \$56 millones en el primer semestre (ver Gráfico II.20).

Las acciones del sector financiero se destacaron entre las que más se apreciaron en el segundo semestre, prácticamente duplicando su valor en el período. El impulso estuvo dado por un mejor contexto local e internacional, el crecimiento de los créditos y depósitos presentado en los últimos balances de los bancos y la mejora en los precios

<sup>53</sup> Ello podría vincularse a la concreción del canje de deuda soberana a mediados de 2010.

<sup>54</sup> Entre principios de febrero y mediados de marzo el Merval se contrajo un 10% tanto en pesos como en dólares.

Gráfico II.22



de los títulos públicos (incluyendo las especies con CER), tras la concreción del canje de deuda soberana.

En lo que respecta al mercado primario, dos empresas realizaron Ofertas Públicas Iniciales (OPI) por \$385 millones y tres suscribieron nuevas acciones por \$668 millones<sup>55</sup> en la segunda mitad de 2010, cuando en el primer semestre no se habían registrado suscripciones.

### ***El mercado local de derivados de tipo de cambio mantiene su dinamismo***

En la segunda mitad del año pasado prácticamente se mantuvieron los niveles de negociación local en derivados de tipo de cambio en términos semestrales (ver Gráfico II.21), alcanzándose en agosto un volumen mensual récord. Por su parte, el ritmo de negociación de futuros de Badlar Bancos Privados (un mercado mucho más acotado) disminuyó en el segundo semestre, aunque continuó la tendencia de concreción de operaciones sin la intervención del BCRA (ver Gráfico II.22). En lo que respecta a las tasas pactadas en los contratos a futuro, se registró una suba en los precios de los futuros en los últimos meses, acompañando el incremento de la Badlar en el mercado *spot*.

<sup>55</sup> En 2010 dos nuevas empresas también comenzaron a negociar acciones en el mercado secundario.

### III. Situación de Deudores

#### Síntesis

La actividad económica local finalizó 2010 con una tasa de crecimiento elevada, impulsada por la expansión del mercado interno y la recuperación de la demanda del exterior, retomando la tendencia observada entre 2003 y 2008. La expansión económica, combinada con los moderados niveles de endeudamiento de empresas y familias (más allá de la recuperación del dinamismo del crédito en la segunda parte del año), tendió a mejorar la posición patrimonial de los deudores, revirtiendo así el período de mayor tensión evidenciado en 2009.

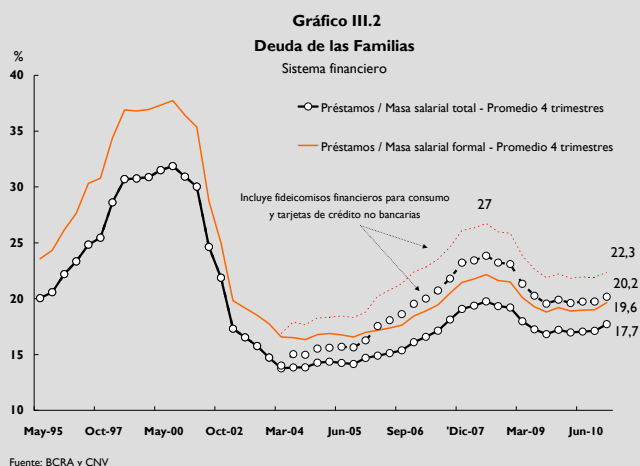
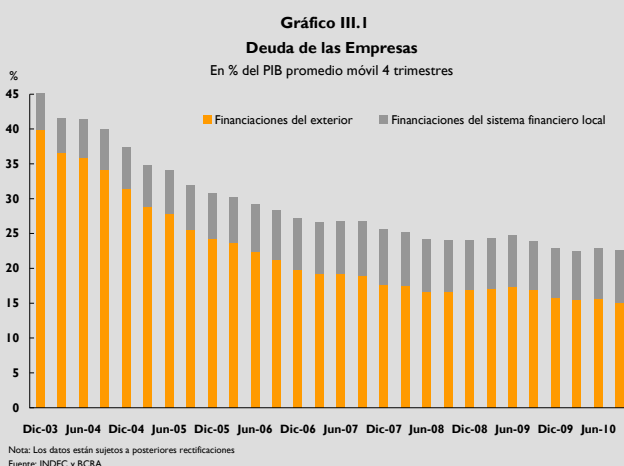
El incremento de los niveles de actividad fue generalizado a lo largo de 2010, destacándose el sólido desempeño de los sectores productores de bienes. La producción industrial mantuvo un elevado ritmo de expansión en el segundo semestre de 2010, observándose en igual período una estabilización de los niveles de endeudamiento de las empresas del sector así como una menor utilización de los recursos de no residentes.

La actividad agrícola moderó su ritmo de aumento en el cierre de 2010, luego del fuerte crecimiento del primer semestre. El inicio de un ciclo de retención de animales condujo a un proceso de inversión del sector pecuario. Cabe destacar que el endeudamiento de las firmas del sector primario comenzó a reducirse en términos de su producto, luego del incremento observado en 2009. En este contexto, la situación financiera de estas empresas gradualmente se fue consolidando, dinámica que se espera continúe a lo largo de 2011 en parte como resultado del incremento de los precios internacionales de las materias primas y la revalorización de los stocks pecuarios.

El crecimiento del consumo de las familias siguió repercutiendo favorablemente en la demanda de generación de servicios. Los servicios públicos mantuvieron una elevada dinámica en el segundo semestre del año, alcanzando nuevos niveles récord de consumo. También la venta de bienes durables se ubicó en valores máximos, reflejada por la mayor actividad del comercio. El endeudamiento de ambos segmentos siguió manteniéndose por debajo del promedio (en el orden de 17% de su producto sectorial). La actividad de la construcción, sector de relativamente bajo endeudamiento (13% de su producto), se recuperó significativamente en 2010, como consecuencia del aumento tanto de la obra pública como de la privada.

En los últimos meses de 2010, las familias mantuvieron sin grandes cambios los indicadores relacionados con su capacidad de pago, recogiendo la suba de los ingresos disponibles como resultado de las mejoras en el mercado laboral, y de las mayores transferencias del sector público. Este contexto positivo se dio en paralelo a un incipiente incremento en el nivel de endeudamiento total de los hogares (especialmente en términos de las líneas vinculadas al consumo), si bien aún se mantiene en un valor reducido en relación a otras economías emergentes y desarrolladas.

A lo largo de 2011 se prevé que el PIB continúe en expansión, impulsado principalmente por el aumento del mercado interno. Las sólidas condiciones macroeconómicas de la economía local en conjunto con la expectativa de crecimiento de la región sostendrían el aumento de la demanda de los distintos sectores productivos tanto de bienes como de servicios, aunque probablemente a un ritmo inferior al registrado en 2010.



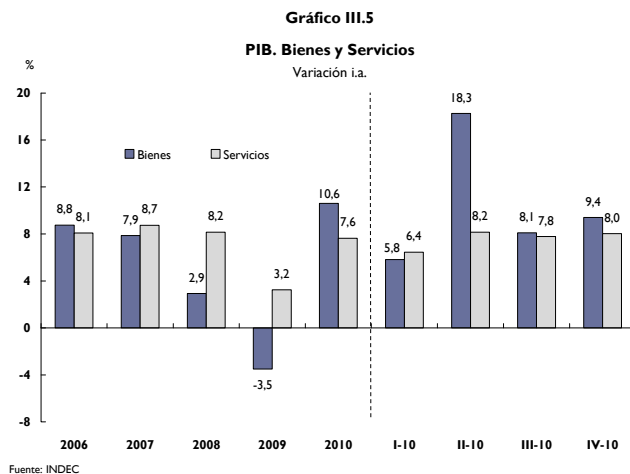
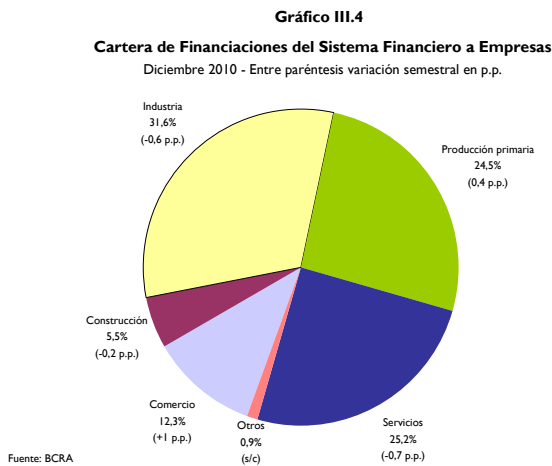
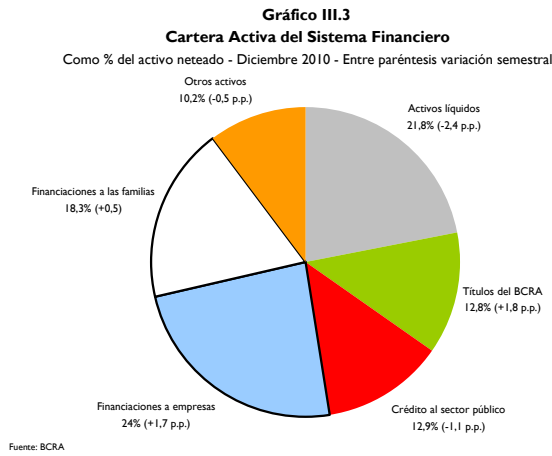
### III.1 Deudores del sistema financiero

*En el cierre de 2010 tomó mayor impulso el crecimiento del crédito al sector privado, canalizado tanto a las empresas como a las familias*

Luego de la desaceleración evidenciada tras los efectos locales de la crisis internacional, en el segundo semestre de 2010 se observó una notable recomposición en la canalización de recursos financieros de los bancos al sector privado. Como resultado, a fines de año poco más de 42% de los activos bancarios estaban destinados al financiamiento del sector corporativo y de los hogares (ver Gráfico III.3) (casi 2 p.p. más que a mediados de año), volviendo a los niveles observados a mediados de 2009, recuperándose así de la caída verificada por el impacto de la crisis internacional. Cabe considerar que los préstamos a las empresas presentaron un dinamismo relativo mayor, incrementando su participación hasta alcanzar 24% de los activos bancarios.

Las entidades redujeron levemente su liquidez precautoria en los últimos meses de 2010, existiendo aún un margen considerable para continuar desarrollando el financiamiento a todos los segmentos del sector privado en los próximos años. Por su parte, el crédito al sector público siguió perdiendo ponderación.

El incremento de los recursos bancarios se volcó a la mayoría de los segmentos productivos en el cierre de 2010, especialmente a las firmas comerciales y a la producción primaria (ver Gráfico III.4). Por su parte, el financiamiento a las familias comenzó a recuperarse en el segundo semestre del año, incrementando su ponderación en los activos bancarios.



### III.2 Empresas

*La posición financiera del sector corporativo mejoró en el cierre de 2010, de la mano del desempeño de la actividad económica*

El PIB finalizó el segundo semestre de 2010 con un elevado nivel de crecimiento (ver Capítulo II), recogiendo principalmente los mayores niveles de gasto interno y el aumento de la demanda del exterior, que favorecieron el alza de la producción tanto de bienes como de servicios. El efecto positivo de la cosecha de granos, que impactó fundamentalmente en la primera mitad de 2010, se fue diluyendo. Sin embargo, la producción de bienes continuó creciendo a tasas superiores que las de los servicios, a partir del fuerte impulso que tuvo la industria y la



construcción. Los servicios mantuvieron un incremento elevado y sostenido, alentado por el aumento del gasto interno y la recuperación del turismo (ver Gráfico III.5).

El nivel de endeudamiento de las empresas se mantuvo durante 2010 en alrededor de 23% de su producto sectorial, por debajo de años anteriores (ver Gráfico III.1). Las fuentes externas de recursos continuaron disminuyendo su participación hasta aproximadamente dos terceras partes del total, con una caída de más de 10 puntos porcentuales en los últimos 5 años, a pesar del incremento observado en el tipo de cambio nominal. En el caso particular de las compañías que actúan en el Mercado de Valores, sus niveles de apalancamiento se mantuvieron estables entre puntas de 2010, si bien con cierta variabilidad entre trimestres.

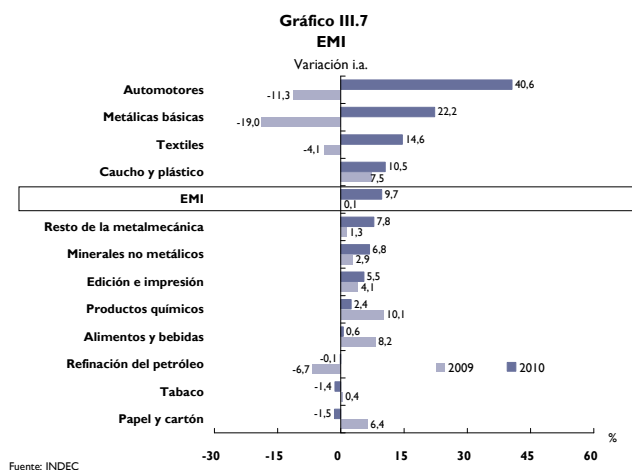
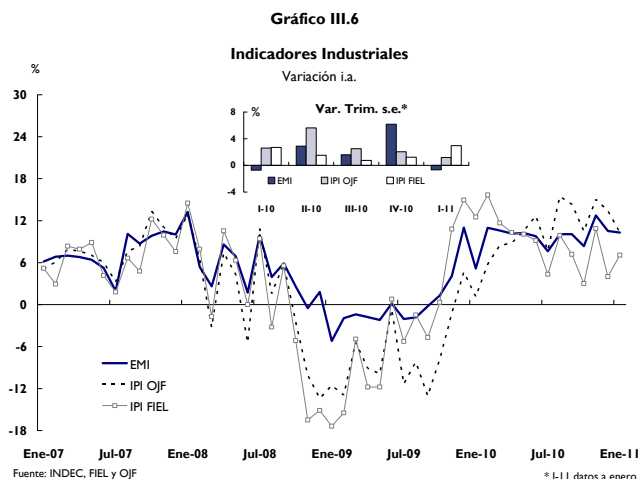
Estos moderados niveles de endeudamiento de las empresas, sumados a la gradual reconfiguración de las fuentes de recursos y al incremento de la actividad económica esperado para 2011, contribuyen a consolidar la capacidad de pago del sector.

### Sectores productivos

*Las firmas del sector industrial evidencian un elevado crecimiento y una estabilización de su endeudamiento, factores que se reflejaron positivamente en su posición financiera*

La industria incrementó sus niveles de actividad en el cierre de 2010, incluso a un ritmo levemente mayor que el observado en la primera mitad del año (ver Gráfico III.6). El crecimiento estuvo impulsado por el mercado local así como por el alza de las exportaciones manufactureras.

En la segunda parte de 2010 se observó una mayor difusión de la contribución al crecimiento entre las distintas ramas industriales. El sector automotriz y las metálicas básicas siguieron liderando el crecimiento. La producción de autos se vio favorecida por la demanda interna y el alza de la demanda externa, logrando en el año recuperar el terreno perdido en 2009 e incluso superar los registros de 2008, alcanzando un nuevo récord histórico. Estos avances, conjuntamente con la recuperación de los restantes segmentos de bienes de consumo durable y maquinarias, impulsaron al aumento de las metálicas básicas y de los productos de caucho y plástico (ver Gráfico III.7). Por su parte, el aumento de la inversión en construcción generó una suba en la demanda de cemento y otros materiales, determinando mayores cantidades producidas. El incremento de la materia prima disponible tras la entrada de la nueva cosecha, permitió que las



empresas aceiteras y lácteas procesaran cantidades superiores a las del año previo.

Acompañando el aumento de la actividad, la utilización de la capacidad instalada continuó elevándose a lo largo de 2010, en conjunto con la mayor cantidad de horas trabajadas. El incremento en la intensidad del uso de los factores productivos, en un marco de perspectivas favorables, elevó en cierta medida la demanda de crédito por parte de las empresas a fin de incrementar la capacidad instalada disponible.

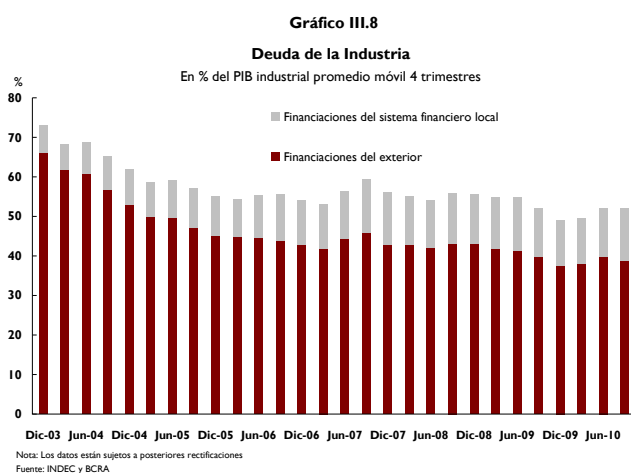
El endeudamiento estimado de las firmas industriales se estabilizó en poco más de la mitad del producto del sector en el segundo semestre (ver Gráfico III.8), por debajo de años anteriores. En la segunda parte de 2010 los recursos de no residentes representaban casi tres cuartas partes del endeudamiento total, por debajo de años anteriores (en 2005 alcanzaban más del 80%). Para lo que resta del año, el aumento del consumo y de las inversiones seguiría determinando un incremento de la producción de bienes industriales, aportando a cierta consolidación de la situación financiera del sector.

***El fuerte incremento de los precios de las materias primas, en un contexto de elevada producción agrícola y menores niveles de endeudamiento, permite prever que continuará mejorando la situación financiera de las empresas del sector***

Luego del fuerte repunte de la cosecha 2009/2010, se prevé que la actual campaña vuelva a registrar una expansión, ya que el importante incremento en la producción de trigo (cerca de 70%) y de otros cereales, compensaría los descensos esperados en las cosechas de maíz y soja. La falta de lluvias durante los últimos meses de 2010 y hasta mediados de enero del corriente año, afectó el desarrollo de parte de los cultivos, principalmente de maíz, previéndose caídas de rindes. En el caso de la soja, la normalización de las precipitaciones permitió que los cultivos se vieran menos afectados (ver Tabla III.1).

Luego del retroceso de la actividad del sector pecuario durante 2010, principalmente dada la necesidad de recomposición de *stocks*, se espera que este año la faena se estabilice, aprovechando el marcado aumento del precio internacional de la carne y su correlato en el mercado local.

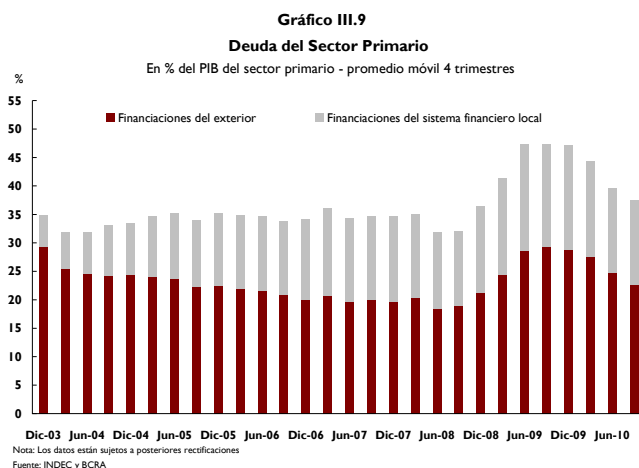
El endeudamiento de las empresas del sector primario comenzó a disminuir en la segunda parte de 2010 en términos de su producto sectorial, hasta aproximadamente 38% del mismo. Esta evolución compensó en cierta medida el aumento observado a lo largo de 2009,



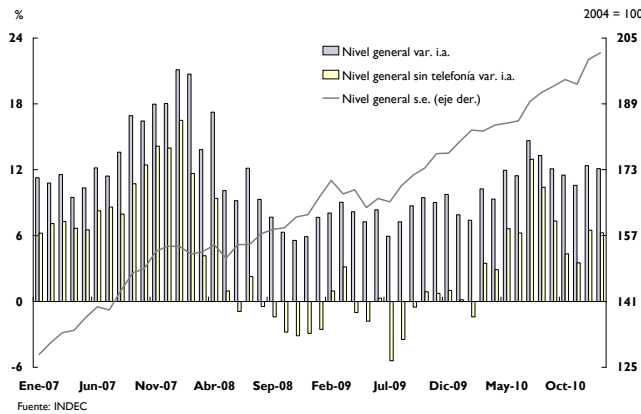
**Tabla III.1**  
**Producción Agrícola**

	2008-09 miles tns	2009-10 miles tns	2010-11 miles tns (Preliminar)	Var % 2010-11 vs. 2009-10	Dif. en miles de tns 2010-11 vs. 2009-10
<b>Cereales</b>	<b>26.740</b>	<b>38.027</b>	<b>44.600</b>	<b>17,3</b>	<b>6.573</b>
Maíz	13.121	22.680	20.500	-9,6	-2.180
Trigo	8.373	8.750	14.720	68,2	5.970
Sorgo granífero	1.752	3.630	3.300	-9,1	-330
Otros	3.494	2.967	6.080	104,9	3.113
<b>Oleaginosas</b>	<b>34.222</b>	<b>55.744</b>	<b>54.571</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1.173</b>
Soja	31.000	52.700	50.000	-5,1	-2.700
Girasol	2.450	2.320	3.700	59,5	1.380
Otros	772	724	871	20,4	147
<b>Algodón</b>	<b>389</b>	<b>760</b>	<b>841</b>	<b>10,7</b>	<b>81</b>
<b>Total</b>	<b>61.351</b>	<b>94.531</b>	<b>100.013</b>	<b>5,8</b>	<b>5.481</b>

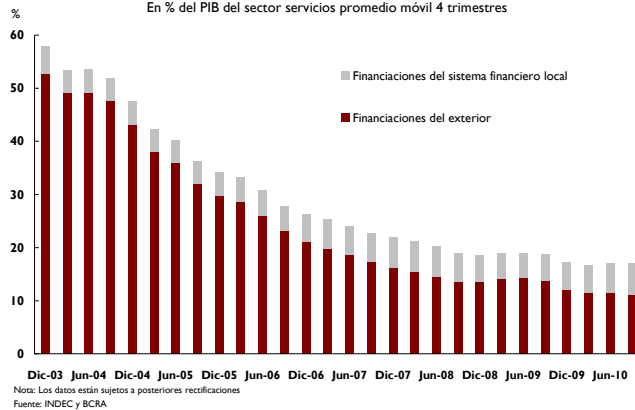
Fuente: Elaboración propia en base a datos de MAGyP



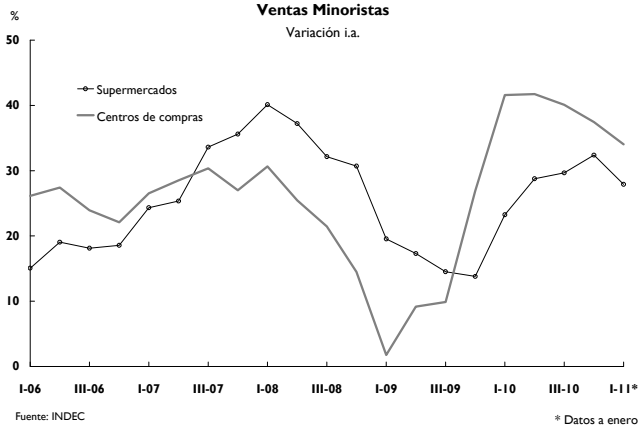
**Gráfico III.10**  
**Indicador Sintético de los Servicios Públicos**



**Gráfico III.11**  
**Deuda del Sector Servicios**  
En % del PIB del sector servicios promedio móvil 4 trimestres



**Gráfico III.12**  
**Ventas Minoristas**  
Variación i.a.



momento en que había alcanzado un nivel de casi 47% (ver Gráfico III.9), principalmente de la mano del endeudamiento con no residentes. En un contexto en el que la producción de la campaña agrícola de 2010/2011 sería superior a la anterior y aún se espera que la producción pecuaria evidencie una estabilización, se prevé que la situación financiera de las empresas del sector continúe mejorando, recogiendo los menores niveles de endeudamiento observados así como el importante aumento de los precios internacionales de las materias primas.

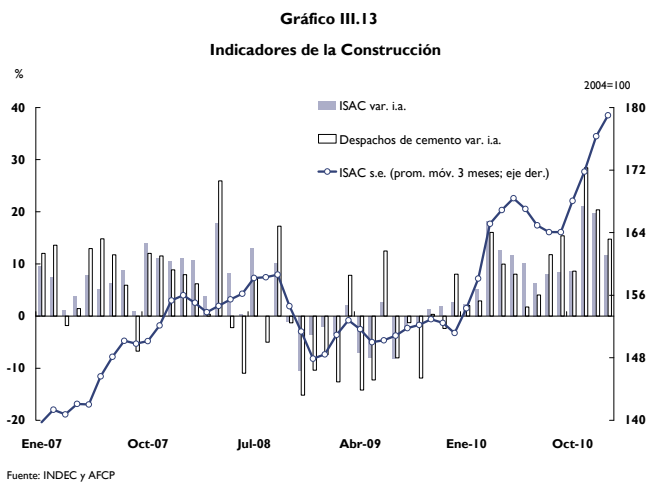
***La capacidad de pago de las empresas de servicios continuaría mejorando, apuntalada por una demanda sostenida***

El consumo de servicios públicos creció fuertemente durante 2010, en un escenario de expansión en la producción de bienes y de aumento del gasto de las familias. (ver Gráfico III.10). El incremento fue generalizado entre los distintos sectores, destacándose el de telefonía (especialmente la móvil) al igual que en los últimos años. El transporte de cargas se recuperó considerablemente en 2010 (tras la caída verificada en 2009), recogiendo el fuerte incremento del sector agrícola y de la industria. Por su parte, el transporte de pasajeros aumentó como resultado del mayor turismo nacional e internacional, previéndose que esta tendencia se mantenga en 2011 ante el nuevo calendario de feriados nacionales.

Mientras que el endeudamiento total de las empresas de servicios se ubicó en aproximadamente 17% de su producto sectorial (ver Gráfico III.11), levemente por debajo de períodos anteriores, se continuó observando un cambio en su composición. Así, mientras que en el cierre de 2008 casi tres cuartas partes del mismo estaba denominado en moneda extranjera, sobre fines de 2010 este nivel se había reducido a dos tercios. Esta evolución, sumada al positivo desempeño esperado para las empresas de servicios a lo largo de 2011, contribuye a su solidez financiera.

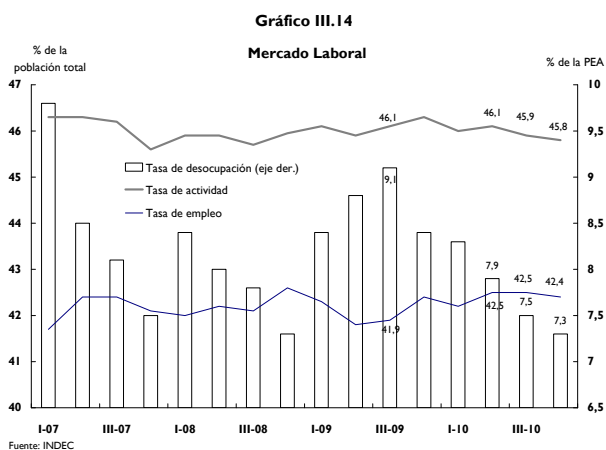
***El sector comercial mostró un desempeño muy favorable en 2010, consolidando la capacidad de pago de las compañías del segmento***

Las ventas en supermercados y en los centros de compra mostraron una importante aceleración en relación a 2009 (ver Gráfico III.12). El desempeño positivo estuvo influido por las promociones y los planes de financiación impulsados conjuntamente por las entidades financieras, las empresas de tarjetas de crédito, los supermercados y los comercios en general. El incremento de los ingresos de la población, junto con la mejora en la con-

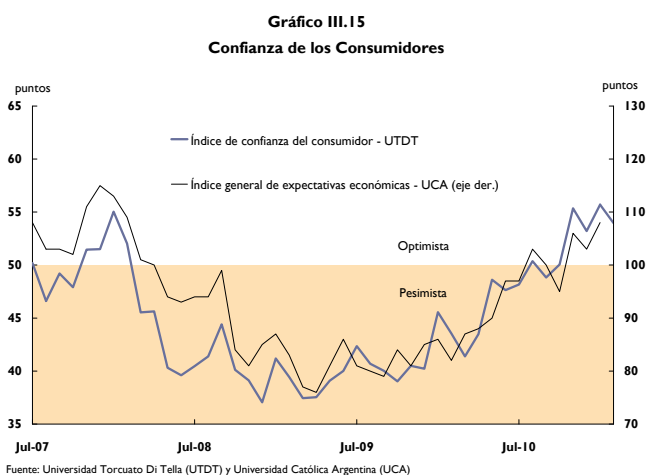


fianza de los consumidores se reflejó en un aumento en la adquisición de bienes durables. Así, las ventas de automóviles al mercado interno se elevaron fuertemente en 2010, luego de la caída del año anterior, y alcanzaron un nuevo récord histórico. Por su parte, el comercio minorista exhibió una marcada expansión en 2010, dado el sostenido incremento del gasto de las familias. Este escenario contribuyó a que las empresas del sector comercial incrementen gradualmente sus niveles de endeudamiento en el segundo semestre de 2010 (hasta aproximadamente 17% del producto), principalmente de la mano de los recursos provenientes del sistema financiero local. Este contexto permitió sostener la ya buena posición financiera de estas firmas, evolución que probablemente continúe consolidándose dadas las perspectivas positivas para 2011.

**La actividad de la construcción se incrementó marcadamente en 2010, manteniendo las firmas bajos niveles de endeudamiento**



La construcción se expandió a tasas elevadas en 2010, luego de haber mostrado un retroceso el año anterior (ver Gráfico III.13). El crecimiento del sector fue generalizado, aunque se destacó el fuerte repunte de las obras petroleras tras la caída que habían exhibido en 2009. Tanto la construcción pública como privada mostraron un desempeño favorable durante 2010, apreciándose hacia el segundo semestre una aceleración de las obras viales de infraestructura. Las empresas de la construcción siguieron presentando los menores niveles de endeudamiento (local y con no residentes), totalizando aproximadamente 13% de su producto, valor en línea con los de los últimos años. Probablemente estos niveles de endeudamiento seguirán siendo bajos en los próximos meses, en un contexto de sostenidos niveles de actividad del sector, con un mayor incremento de las obras públicas por sobre las privadas.

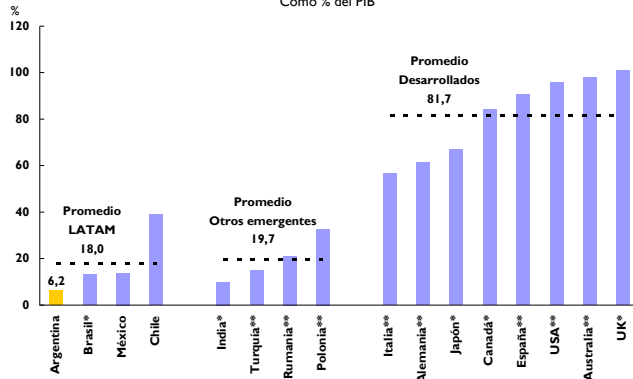


### III.3 Familias

**Mejora la capacidad de pago de los hogares, recogiendo un mercado laboral más robusto y el efecto de las políticas públicas**

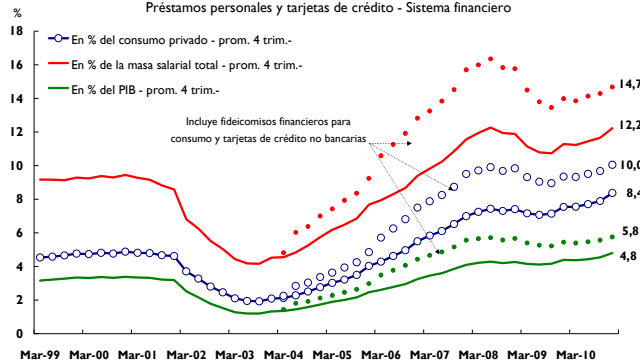
El sostenido crecimiento económico, la mejora del mercado laboral y el impacto de las políticas públicas (tanto laborales como de transferencias a los sectores más vulnerables), impulsaron un incremento del ingreso disponible de los hogares. El empleo se elevó a lo largo de 2010 (ver Gráfico III.14), destacándose la mejora en la calidad de la ocupación, con más puestos de tiempo completo y un descenso en la subocupación.

**Gráfico III.16**  
**Deuda de las Familias**  
Como % del PIB



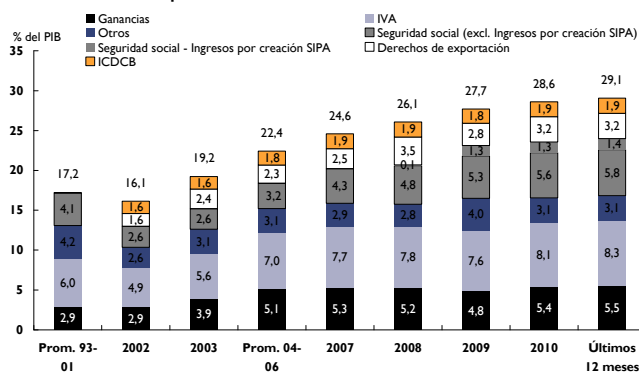
Fuente: \*McKinsey Global institute (año 2008). \*\*FMI (último dato disponible). El resto corresponde a los Reportes de Estabilidad

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



Nota: Se incluye datos de tarjetas no bancarias a partir de marzo de 2004 y de fideicomisos financieros con préstamos al consumo como activos subyacentes a partir de marzo de 2006  
Fuente: BCRA y CNV

**Gráfico III.18**  
**Composición de la Recaudación Tributaria Nacional**



\* Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC

Ante una situación económica cada vez más robusta que se refleja en el mercado laboral, siguió en alza la confianza de los consumidores, reflejándose en una mejora de las expectativas futuras (ver Gráfico III.15). Este proceso se dio en un contexto de incrementos salariales y mayores transferencias gubernamentales, incluyendo el incremento y la ampliación de la cobertura de la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH), la suba del Salario Mínimo Vital y Móvil y el aumento del haber mínimo jubilatorio.

Estas mejoras en el flujo de ingresos de las familias, en un contexto de recuperación del dinamismo del crédito del sistema financiero hacia este sector (ver Capítulo IV), ha dado lugar a que los hogares muestren un incipiente incremento en sus niveles de endeudamiento total en el cierre de 2010 (ver Gráfico III.2). Cabe considerar que estos niveles se ubican por debajo de los observados antes de la crisis global, y siguen siendo reducidos desde una perspectiva internacional (ver Gráfico III.16).

En un contexto de recuperación de los ingresos de las familias, el endeudamiento mediante líneas mayoritariamente destinadas al consumo ha evidenciado un mayor incremento relativo (ver Gráfico III.17), especialmente en el segundo semestre de 2010, volviendo a ubicarse en niveles similares a los de 2008, en un escenario de bajos niveles de morosidad de los hogares, evidencia de la buena capacidad de pago del sector (ver Capítulo V).

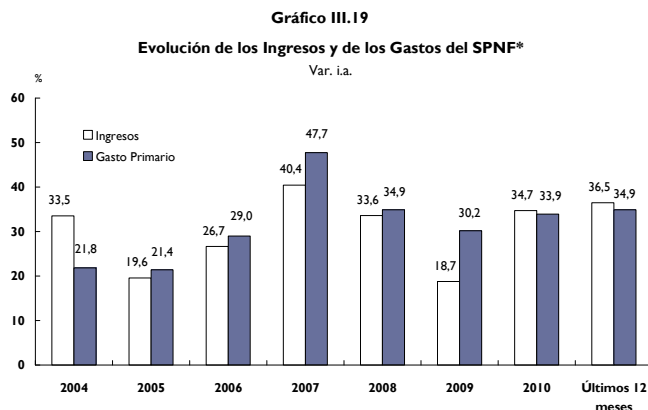
Las positivas señales del mercado laboral, sumadas a la profundización de las políticas públicas de transferencias a los hogares y a los moderados niveles de endeudamiento, contribuirían al incremento de los ingresos de los hogares en 2011 y al sostenimiento de su capacidad de pago.

### III.4 Sector público

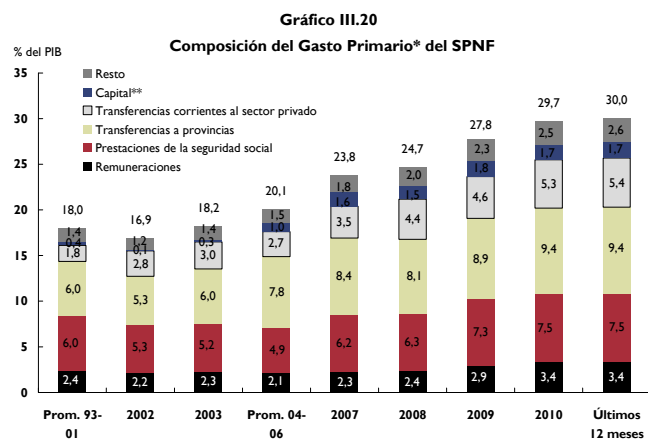
**Los ingresos tributarios y el gasto primario continuaron creciendo a tasas elevadas, observándose una recuperación del resultado primario**

La recaudación mostró elevadas tasas de crecimiento en la segunda mitad de 2010 e inicios de 2011, en un marco de significativo dinamismo de la actividad económica<sup>56</sup>. La suba anual fue impulsada por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la seguridad social, el impuesto a las ganancias y los derechos sobre el comercio exterior. Así, los recursos tributarios se incrementaron 34% interanual (i.a.) en 2010, alcanzando un nuevo

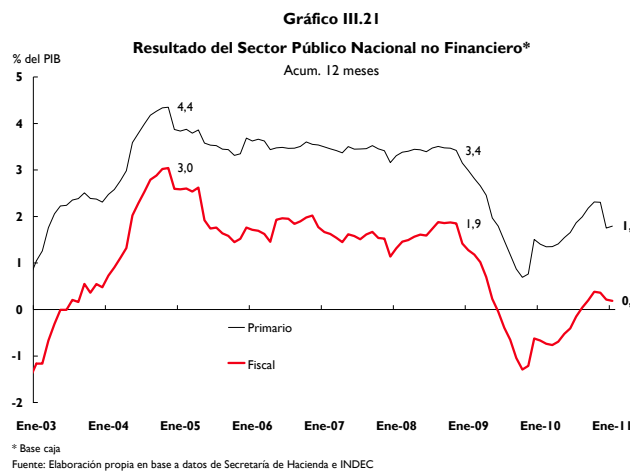
<sup>56</sup> Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del Sector Público ver los Informes de Inflación del cuarto trimestre de 2010 y primer trimestre de 2011.



\* Sector Público Nacional no Financiero. No incluye Coparticipación Federal de Impuestos, Leyes Especiales y otros conceptos de afectación automática a provincias.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda.



\* Incluye Transfencias automáticas a provincias; \*\* No incluye Transfencias de capital a provincias  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC



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

máximo histórico en términos del PIB de 28,6% (ver Gráfico III.18).

En 2010 los ingresos del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) crecieron a un ritmo similar al del gasto primario (ver Gráfico III.19). Entre junio y diciembre de ese año se aceleró la tasa de aumento de las erogaciones, principalmente debido a las prestaciones previsionales y a las transferencias corrientes al sector privado. Considerando las transferencias automáticas de recursos a las provincias (Coparticipación federal de impuestos, Leyes especiales y otros), el nivel de gasto primario alcanzó durante el 2010 el 29,7% del producto (ver Gráfico III.20).

El resultado primario del SPNF alcanzó aproximadamente \$25.100 millones en 2010 (en torno a 1,8% del PIB), observando una mejora respecto a 2009 (tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB). Las erogaciones de intereses cayeron 10% i.a. en 2010, dado que no fue necesario efectuar el pago de los cupones ligados a la evolución del PIB al no cumplirse las condiciones necesarias<sup>57</sup>. El resultado financiero fue ligeramente positivo (0,2% del PIB) (ver Gráfico III.21).

Durante 2011 se continuaría observando un patrón similar de crecimiento de los ingresos tributarios, en tanto que las erogaciones primarias se elevarían principalmente por la movilidad prevista para las prestaciones previsionales, por las transferencias corrientes al sector privado (que contemplan, entre otros ajustes, la suba del monto de las asignaciones familiares por hijo), así como por el dinamismo proyectado del gasto de capital. En este contexto, y tras la recuperación exhibida durante 2010, este año el resultado primario del SPNF se mantendría en terreno positivo.

Los ingresos de origen subnacional y los recursos asociados a la Coparticipación Federal de Impuestos siguieron mostrando un importante dinamismo. Esto, sumado a la implementación del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas y a la ejecución del Fondo Federal Solidario (que distribuye entre las provincias 30% de los derechos de exportación de soja y sus derivados), permitieron la recuperación de las finanzas provinciales durante 2010. Para 2011 se prevé que algunos distritos continúen emitiendo deuda en los mercados internacionales (Ver Tabla III.2), lo que permitiría financiar parte de sus necesidades de recursos, junto con aquellos provenientes del Tesoro Nacional (TN) y de los organismos multilaterales.

<sup>57</sup> De acuerdo al prospecto del Canje 2005, no fue necesario efectuar el pago de este instrumento debido a que el crecimiento económico de 2009 (0,9%) no superó al del escenario base para ese año (3,29%).

## Continuó la política de desendeudamiento público, reduciendo principalmente la exposición al sector privado

**Tabla III.2**  
Colocaciones de Deuda de las Jurisdicciones Subnacionales en el Mercado  
(en millones de US\$)

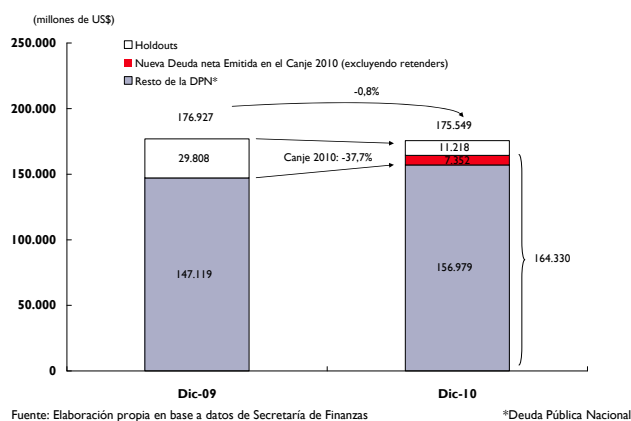
Fecha	Jurisdicción	Monto (Valor Efectivo)	Moneda	Tasa de Rendimiento Implícito Anual	Plazo (en años)	Estructura
Mar-10	Ciudad Aut. de Buenos Aires	475	US\$	12,50%	5	Bono
Ago-10	Córdoba	400	US\$	12,37%	7	Bono
Ago-10	Chubut	150	US\$	9,75%	10	Fondo Fiduciario
Sep-10	Prov. Buenos Aires	550	US\$	12,00%	5	Bono
Oct-10	Córdoba	196	US\$	11,72%	7	Bono
Oct-10	Prov. Buenos Aires	250	US\$	11,50%	5	Bono
Ene-11	Prov. Buenos Aires	750	US\$	11,25%	10	Bono

Fuente: Bloomberg

Durante 2010 el TN se financió principalmente con fuentes intra sector público, estrategia que se replicaría en el presente año. A fines de 2010 el Gobierno Nacional estableció normas complementarias a la prórroga del Presupuesto Nacional 2010, en tanto se dispuso nuevamente la integración del Fondo de Desendeudamiento Argentino<sup>58</sup> y el pago con reservas de libre disponibilidad a Organismos Financieros Internacionales<sup>59</sup>.

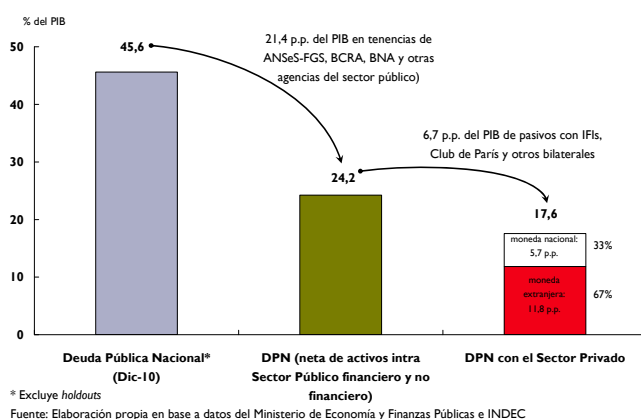
El Gobierno Nacional prosiguió con la normalización de sus pasivos, luego del Canje de la Deuda Pública Nacional (DPN) a mediados de 2010. En el último mes de 2010 se reabrió el Canje anunciado en abril<sup>60</sup>, simplificando la operatoria para favorecer la participación de tenedores minoristas. Además, se instrumentó una operación de Canje de los bonos garantizados denominados "Brady"<sup>61</sup> por un monto elegible próximo a US\$331 millones, teniendo un 80,9% de aceptación. Considerando los resultados de la reestructuración de 2005 y las diversas operaciones realizadas en 2010, la regularización de la deuda ascendería a aproximadamente 92% del monto elegible para el Canje 2005.

**Gráfico III.22**  
Deuda Pública Nacional



La DPN continuó disminuyendo en términos del PIB hasta alcanzar un nivel de 45,6%, a pesar de las colocaciones efectuadas en el marco de la reestructuración de 2010 (ver Gráfico III.22). Es importante destacar que sólo 39% de los pasivos (17,6% del PIB) corresponde a obligaciones con el sector privado (ver Gráfico III.23). El resto de las obligaciones se asocia principalmente con deuda intra sector público y con organismos internacionales, que presentan un menor riesgo de refinanciación.

**Gráfico III.23**  
Deuda Pública Nacional



<sup>58</sup> Decreto N° 2.054/2010.

<sup>59</sup> Decreto N°276/2011.

<sup>60</sup> Resolución MEyFP N° 866/2010.

<sup>61</sup> Resolución MEyFP N° 809/2010.





## IV. Sector Financiero

### Síntesis

Acompañando las buenas perspectivas económicas y financieras del entorno local, el sistema financiero continuó expandiéndose en la segunda parte de 2010. En los últimos meses del año la intermediación financiera de los bancos con el sector privado aceleró su ritmo de crecimiento, prácticamente retornando a la dinámica evidenciada previamente a la crisis internacional. Los inversores institucionales revalorizaron sus carteras, fundamentalmente por la mejora en las cotizaciones de los títulos públicos soberanos y otros instrumentos de renta fija.

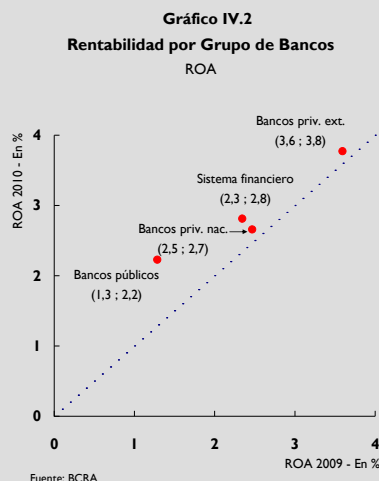
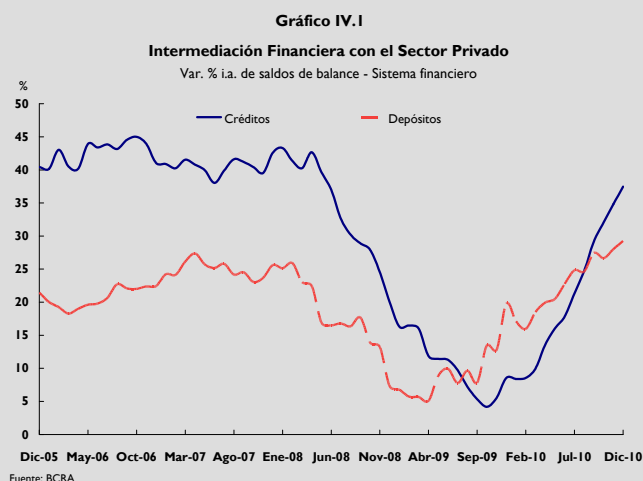
El incremento del crédito bancario al sector privado en la segunda mitad del año continuó siendo impulsado principalmente por las financiaciones al sector corporativo, canalizadas mayormente a través de bancos privados, si bien las entidades públicas mejoraron su desempeño en los últimos meses de 2010. A lo largo del año se destacó el ritmo de expansión de los préstamos a empresas vinculadas al comercio, la industria y los servicios. Por su parte, el financiamiento destinado a los hogares también creció a buen ritmo, conducido especialmente por las líneas al consumo.

Los depósitos del sector privado incrementaron su dinamismo en 2010, especialmente en el segundo semestre, de la mano de las colocaciones realizadas en moneda nacional, que más que duplicaron el ritmo de expansión observado en 2009. La tasa de crecimiento de las imposiciones del sector privado a lo largo del año fue levemente mayor en las entidades privadas nacionales y en las públicas que, de esta manera, ganaron participación en el saldo total.

Durante el segundo semestre del año el patrimonio neto del sistema financiero consolidado aumentó su dinamismo, nutriéndose fundamentalmente de las ganancias contables y, en menor medida, de los aportes de capital. El nivel de apalancamiento de todos los grupos de bancos verificó un ligero aumento a lo largo del año. La integración de capital para el sistema financiero se situó en 17,7% de los activos ponderados por riesgo, levemente por debajo de hace un año. Todos los grupos homogéneos de bancos presentaron una posición de capital significativamente excedentaria.

El sistema financiero obtuvo ganancias contables superiores a las de 2009 en todos los grupos de bancos, destacándose el desempeño de los bancos públicos. Los ingresos netos por intereses continuaron siendo la principal fuente de ingresos, en un marco de mayores niveles de intermediación y menores spreads. Los resultados por títulos valores mostraron un destacado dinamismo, de la mano de la sostenida recomposición del mercado de renta fija especialmente en la segunda parte del año. En línea con la mejora en la calidad de la cartera de préstamos del sector privado, se redujeron los cargos por incobrabilidad, especialmente en los bancos privados.

Se espera para 2011 un sostenido crecimiento de la intermediación financiera de los bancos con empresas y familias, acompañando el escenario macroeconómico. Los bancos continuarían devengando ganancias a lo largo del año, permitiéndoles mantener sus niveles de solvencia y fortalecer así el marco de creciente canalización de recursos financieros al sector privado.



## IV.1 Entidades financieras<sup>62</sup>

### Actividad

*La actividad de intermediación financiera continuó aumentando su ritmo de expansión, mostrando una dinámica similar a la observada antes de la crisis internacional*

En línea con el desempeño del contexto económico a nivel local, en los últimos meses de 2010 la actividad de intermediación de los bancos con el sector privado continuó acelerando su ritmo de crecimiento. De esta manera, tanto las financiaciones como los depósitos de las empresas y de las familias cerraron el año con tasas de expansión sustancialmente superiores a las de fines de 2009, prácticamente retornando al patrón de comportamiento evidenciado de forma previa a la crisis internacional (ver Gráfico IV.1).

El financiamiento al sector privado se incrementó 50% anualizado (a.) en el segundo semestre de 2010, 23 p.p. más que en la primera mitad del año y 40 p.p. más que en el mismo semestre del año previo. Así, el crédito al sector privado se expandió 37,5% a lo largo del último año, aumentando su participación en el activo neteado<sup>63</sup> del sistema financiero hasta 41%, 1,5 p.p. por encima de la ponderación de cierre de 2009. De esta manera, el sistema financiero mantiene la tendencia de profundización del crédito al sector privado (ver Tabla IV.1). Los activos de mayor liquidez también incrementaron su importancia relativa en el activo neteado del sistema financiero en los últimos 12 meses. Por su parte, los depósitos del sector público (considerando moneda nacional y extranjera) ganaron relevancia en el fondeo total de las entidades financieras en el año.

El crecimiento del saldo de las financiaciones al sector privado a lo largo de 2010 (sumando empresas y familias) fue generalizado entre líneas crediticias. Las financiaciones a la exportación, los documentos y las tarjetas de crédito crecieron por encima del promedio, ganando participación en el saldo total (ver Gráfico IV.3). En particular, los documentos pasaron a tener la mayor participación en la cartera de créditos al sector privado (21%), superando a los préstamos personales (20%).

Todos los grupos homogéneos de entidades financieras verificaron un incremento de las financiaciones al sector privado a lo largo de 2010. En este lapso fueron los bancos privados nacionales y extranjeros los que mostraron el mayor dinamismo y los que más contribuyeron a la

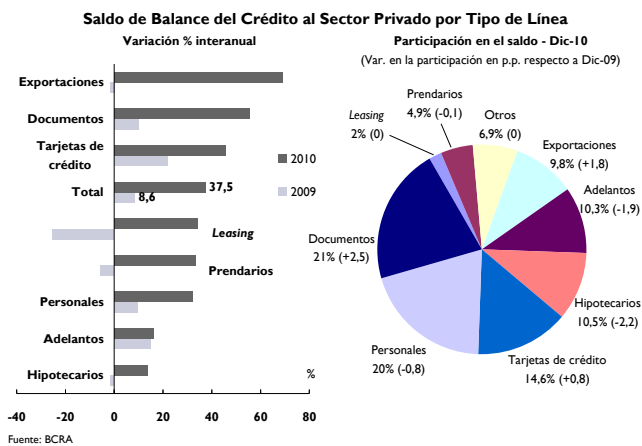
Tabla IV.1  
Situación Patrimonial

Sistema financiero - En % del activo neteado

	Dic-09	Jun-10	Dic-10	Variación en p.p.		Variación del Saldo	
				II Sem - 10	i.a.	II Sem - 10 (%a.)	Últimos 12 meses (%)
<b>Activo</b>	100	100	100				
Activos líquidos	21	24	22	-2,4	0,5	9	35
Títulos del BCRA	10	11	13	1,8	3,3	81	78
Crédito al sector público	15	14	13	-1,1	-2,5	14	11
Crédito al sector privado	41	40	42	2,1	1,4	49	37
Capitales	40	39	41	2,1	1,5	50	37
Intereses	1	1	1	0,0	-0,1	34	15
Otros activos	13	11	10	-0,3	-2,7	26	5
<b>Pasivo + Patrimonio neto</b>	100	100	100				
Depósitos del sector público	19	24	24	-0,5	5,0	29	68
Depósitos del sector privado	55	53	53	0,4	-1,3	37	29
Obligaciones con el BCRA	0	0	0	0,0	0,0	-4	-3
ON, OS y Líneas del exterior	3	2	2	-0,3	-0,9	4	-8
Otros pasivos	10	8	9	0,5	-1,5	50	13
Patrimonio neto	13	12	12	-0,1	-1,3	32	19

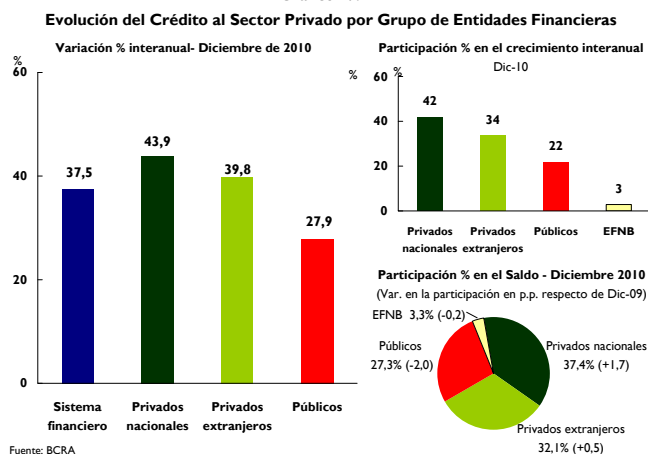
Fuente: BCRA

Gráfico IV.3



Fuente: BCRA

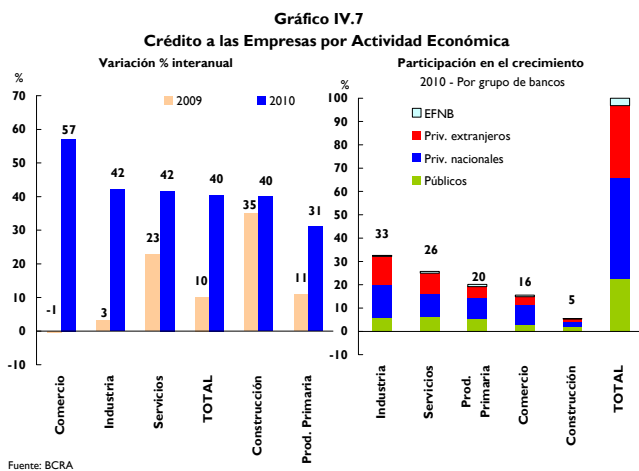
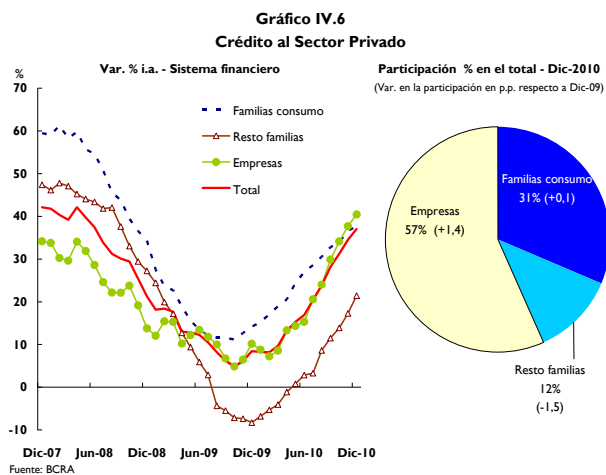
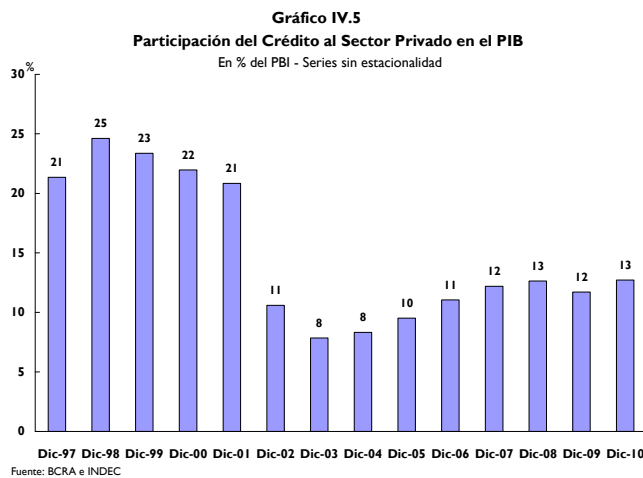
Gráfico IV.4



Fuente: BCRA

<sup>62</sup> En esta sección se incluyen en el análisis exclusivamente a las entidades financieras reguladas y supervisadas por el BCRA (Ley N°21.526).

<sup>63</sup> Se netean las duplicaciones contables por las operaciones de pase, a término y al contado a liquidar.



expansión del financiamiento (explicaron más de tres cuartas partes del mismo) (ver Gráfico IV.4), si bien en el último trimestre del año los públicos incrementaron su aporte en la oferta crediticia total. Desde una perspectiva temporal más extensa, se puede observar que la banca pública incrementó su saldo de financiaciones al sector privado casi 28% anual promedio entre 2008 y 2010, mientras que la banca privada lo hizo en casi 21%.

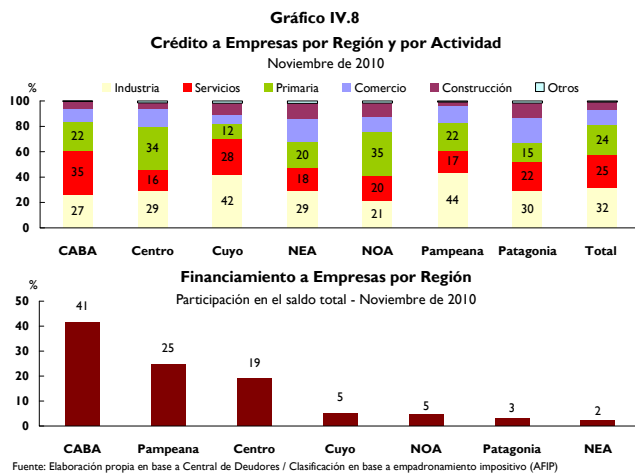
En este contexto, el crédito bancario a empresas y familias alcanzó a representar casi 13% del PIB sobre el cierre de 2010 (ver Gráfico IV.5), aproximadamente 1 p.p. por encima de fines de 2009 y 5 p.p. más que el mínimo registrado de forma posterior a la crisis de 2001-2002. No obstante, este ratio continúa siendo relativamente bajo tanto respecto de su propia historia como en una comparación con otros países emergentes, poniendo en evidencia el amplio potencial de desarrollo del financiamiento al sector privado en el sistema financiero local.

En los últimos meses las tasas de interés cobradas por los préstamos al sector privado presentaron comportamientos disímiles, con una marcada reducción en el costo de los préstamos personales y ciertos aumentos en el caso de las tarjetas de crédito, los adelantos y los préstamos hipotecarios, mientras que los documentos y los prendarios no mostraron cambios significativos. No obstante, en una comparación entre puntas del año se observó una disminución generalizada de las tasas de interés activas a fines de 2010. Entre las líneas comerciales la caída más significativa se registró en los adelantos, mientras que entre los préstamos principalmente destinados al consumo, los personales presentaron una reducción mayor. Los créditos prendarios verificaron una leve caída en sus costos, mientras que hipotecarios fue la única línea que mostró cierto incremento interanual en sus tasas de interés.

### ***Continúan acelerándose los créditos al sector privado, impulsados fundamentalmente por los créditos a empresas***

Al igual que en la primera parte del año, el financiamiento al sector privado continuó siendo principalmente impulsado por los préstamos al sector corporativo<sup>64</sup> en el cierre de 2010. A lo largo del año estas financiaciones aumentaron 40%, algo más que los préstamos totales a las familias e incluso por encima de las financiaciones al consumo de los hogares (ver Gráfico IV.6). De esta manera, el crédito a las empresas incrementó en 1,4 p.p su participación en el *stock* de crédito al sector privado en

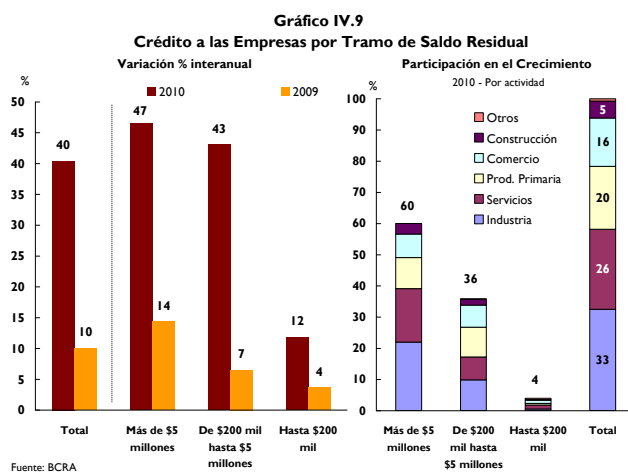
<sup>64</sup> Se consideran financiaciones a empresas a aquellas otorgadas a personas jurídicas y al financiamiento comercial otorgado a personas físicas. El resto de las financiaciones a personas físicas se agrupa dentro del concepto de familias.



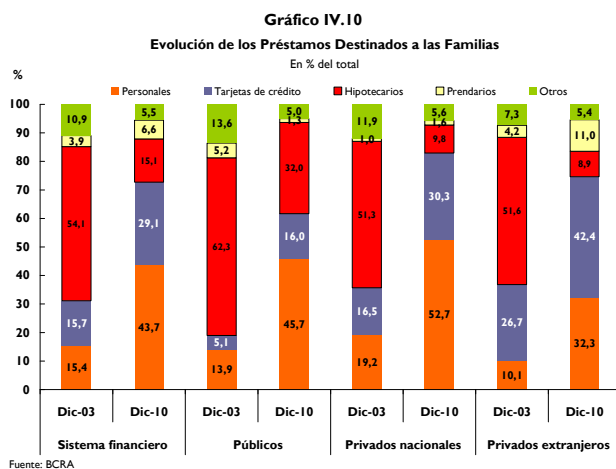
los últimos 12 meses, alcanzando a representar 57% del total.

Las financiaciones al comercio, a la industria y a los servicios fueron las más dinámicas a lo largo de 2010, en un marco en el que todos los sectores productivos mejoraron su desempeño respecto de 2009 (ver Sección III.2). A su vez, los préstamos al sector industrial y a las empresas proveedoras de servicios explicaron casi 60% del crecimiento del saldo de financiamiento a empresas a lo largo del año. Los bancos privados nacionales se destacaron como los principales oferentes de crédito en todos los sectores productivos, incluso en el caso de la construcción, en donde mostraron la mayor contribución junto con los bancos públicos (ver Gráfico IV.7).

La industria, los servicios y la producción primaria continuaron siendo las actividades con mayor participación en el saldo total de financiaciones al sector corporativo (con una proporción de 32%, 25% y 24% respectivamente, representaron en conjunto 81% del total). El crédito a la industria registra el mayor peso relativo en las regiones Pampeana, Cuyo, Patagonia y NEA. Las financiaciones al sector proveedor de servicios representan más de un tercio del total en la CABA (región que aglutina 41% del crédito total a empresas), proporción que se reduce para el resto del país (ver Gráfico IV.8). Por su parte, el financiamiento a la producción primaria es relativamente más importante en las regiones Centro y NOA.

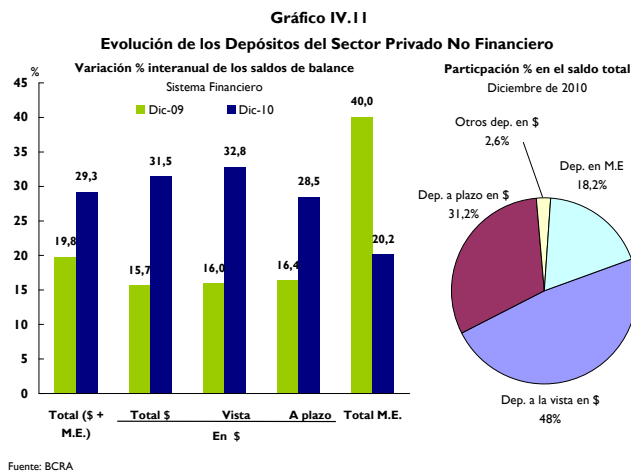


A lo largo de 2010 se observó un incremento en el ritmo de expansión de todos los tramos por saldo residual de financiaciones a empresas respecto al año anterior, destacándose relativamente la mejora en el desempeño del segmento de \$200 mil hasta \$5 millones, fundamentalmente a partir del gran dinamismo que mostró en la última parte del año (ver Gráfico IV.9). Los préstamos de mayor tamaño relativo (superiores a \$5 millones) explicaron 60% del crecimiento de las financiaciones corporativas, siendo los mismos canalizados fundamentalmente a la industria y a los servicios. El resto del incremento fue aportado por los tramos más chicos, distribuyéndose de manera más uniforme entre las distintas actividades productivas.



En el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario<sup>65</sup>, que tiene por objetivo incrementar la oferta de crédito bancario de mayor plazo en moneda nacional al sector productivo, el BCRA llevó a cabo 4 subastas de fondos hasta el momento por un monto total adjudicado de \$1.260 millones entre 9 entidades financieras (dos terceras partes del monto corresponden a

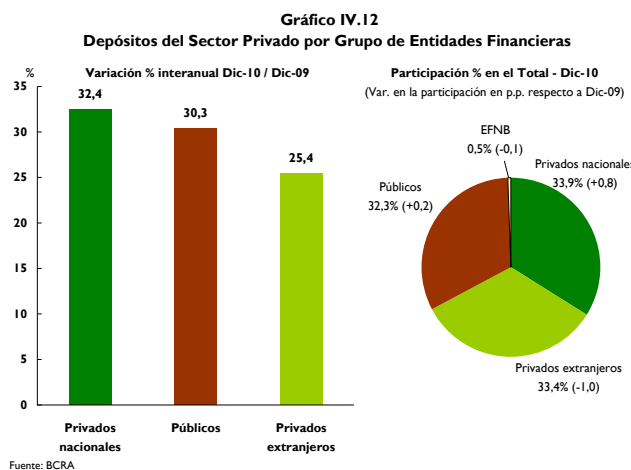
<sup>65</sup> Ver Comunicación "A" 5089.



bancos públicos), sobre un total de \$8.000 millones para el Programa. El mismo ya cuenta con unos 100 proyectos aprobados por las unidades evaluadoras de los Ministerios de Industria, de Economía y de Agricultura, destacándose el sector automotriz-autopartista, los biocombustibles, el avícola, entre otros<sup>66</sup>. En todos los casos la tasa de interés a abonar por las entidades financieras se fijó en 9% nominal anual sobre los fondos adjudicados. Con dicho fondeo, las entidades otorgarán crédito con un costo financiero total de 9,9%. Los fondos asignados a las entidades están garantizados por activos financieros cuyo deudor o garante es el Estado Nacional.

### **La cartera de créditos al consumo continuó ganando participación en el saldo total de financiaciones a las familias**

El financiamiento destinado a los hogares creció 33% en 2010 (con una aceleración sobre el cierre del año), conducido mayormente por las líneas al consumo que se incrementaron 38% (las tarjetas aumentaron 46% y los personales 32%). Los créditos con garantía real registraron una suba de 19% en el año, impulsados principalmente por los préstamos prendarios (49%), dado que los créditos hipotecarios verificaron un crecimiento más moderado (9%). Esta tendencia a un mayor peso de la cartera de consumo en el saldo de financiaciones a familias viene observándose en los últimos años en todos los grupos de entidades financieras, si bien es menos pronunciada en los bancos públicos (ver Gráfico IV.10).

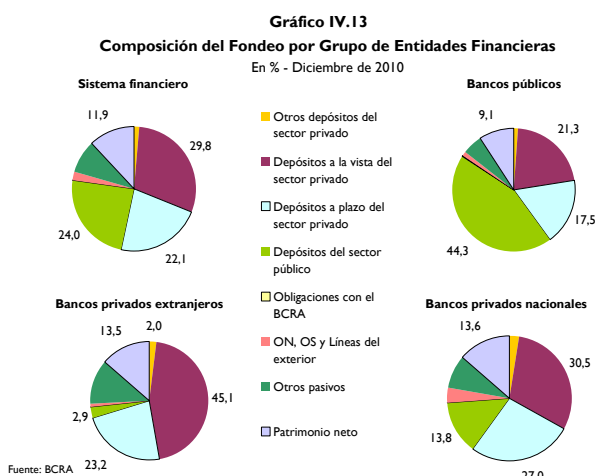


### **Cae la exposición al sector público**

Conjuntamente con el incremento de las financiaciones al sector privado, la exposición de las entidades financieras al sector público disminuyó gradualmente a lo largo de ambos semestres de 2010 hasta alcanzar 12,2% del activo total, movimiento principalmente explicado por los bancos oficiales. El saldo de los depósitos del sector público en el conjunto de entidades financieras continúa siendo superior al crédito provisto a este sector en un monto equivalente a 10,5% del activo.

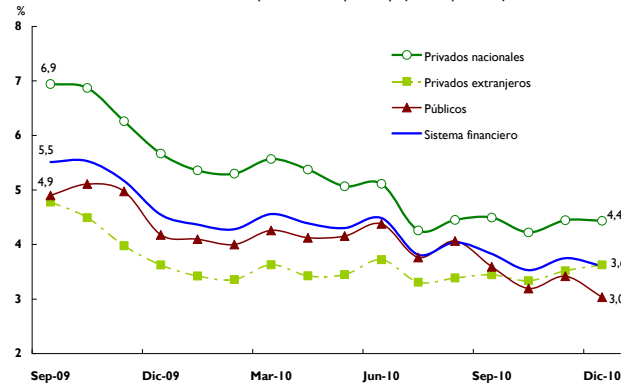
### **Los depósitos totales incrementaron su tasa de crecimiento, tanto por las colocaciones del sector público como por las del sector privado**

El saldo de balance de los depósitos totales (considerando moneda nacional y extranjera) continuó aumentando a buen ritmo en la segunda parte del año y, de esta manera, se expandió 38,4% a lo largo de 2010, 23,3 p.p. más que en el año anterior.



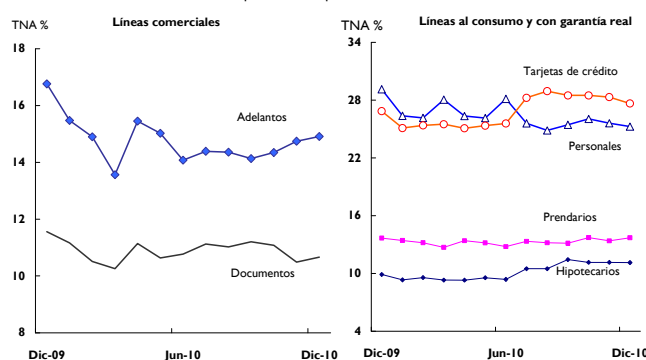
<sup>66</sup> Información según Ministerio de Industria.

**Gráfico IV.14**  
**Estimación del Costo de Fondo por Depósitos Totales en pesos**  
 Mensual - Ponderado por volumen operado y ajustado por encajes



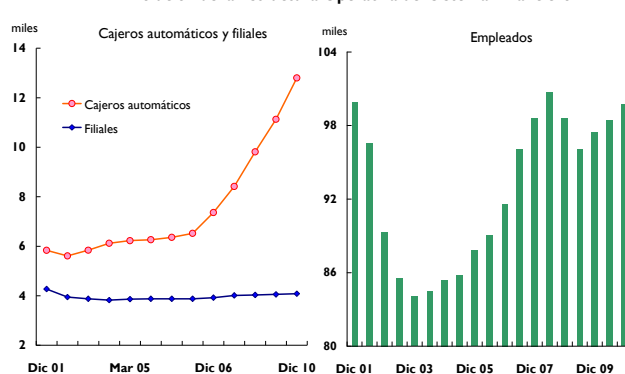
Fuente: elaboración propia en base a SisCen

**Gráfico IV.15**  
**Spread de Tasas de Interés - Crédito al sector privado**  
 Por operaciones en pesos - Sistema financiero



\* La tasa de interés de préstamos hipotecarios incluye a las operaciones concertadas a tasa fija o repactable.  
 Fuente: SISCEN, BCRA

**Gráfico IV.16**  
**Evolución de la Estructura Operativa del Sistema Financiero**



Nota: Filiales incluye casa central, casa matriz, sucursales, agencias y oficinas.  
 Fuente: BCRA

Pese a verificar una desaceleración en su ritmo de expansión en el segundo semestre del año, las colocaciones totales del sector público exhibieron relativamente un mayor dinamismo interanual (crecieron 67,7%), impulsadas tanto por las imposiciones a plazo (+78,6%) como por las cuentas a la vista (+61,8%). De esta manera, ganaron participación en el fondeo total de la banca respecto de fines de 2009. El saldo de los depósitos del sector público en pesos se expandió 56,4% en el año.

Los depósitos del sector privado aceleraron su tasa de crecimiento en los últimos meses de 2010. Así, se incrementaron 29,3% a lo largo del año, conducidos principalmente por aquellos realizados en moneda nacional. Las colocaciones a la vista y a plazo en pesos aumentaron 32,8% y 28,5% respectivamente en 2010, superando significativamente el ritmo observado en 2009 (ver Gráfico IV.11). El saldo de balance de las imposiciones realizadas en moneda extranjera registró una suba de 20,2% en los últimos 12 meses, casi 20 p.p. por debajo del año previo. Los depósitos del sector privado crecieron en todos los grupos de bancos a lo largo de 2010, destacándose el ritmo observado en las entidades privadas nacionales y en las públicas que, de esta manera, ganaron participación en el saldo total (ver Gráfico IV.12).

Las colocaciones de empresas y familias representaron 53% del activo neteado del sistema financiero al cierre 2010 (las imposiciones a la vista 29% y aquellas a plazo 22%<sup>67</sup>). Estas colocaciones constituyeron la mayor fuente de fondeo de los bancos privados (tanto nacionales como extranjeros) (ver Gráfico IV.13), mientras que los depósitos del sector público fueron el principal fondeo de las entidades públicas.

El costo de fondeo estimado por depósitos en pesos<sup>68</sup> continuó reduciéndose en la última parte de 2010, acentuando la tendencia observada en los primeros meses del año (ver Gráfico IV.14). Este movimiento fue fundamentalmente explicado por el gradual incremento en la participación de las colocaciones a la vista (que a su vez redujeron sus tasas de interés en la segunda mitad del año<sup>69</sup>) en el saldo total de depósitos, mientras que los costos de las operaciones a plazo en moneda nacional cerraron el año en valores similares a los de fines de 2009<sup>70</sup>. Esta caída del costo de fondeo a lo largo del año, combinada con una reducción aún más importante de las tasas activas de las financiaciones comerciales y de los

<sup>67</sup> La diferencia corresponde principalmente a saldos inmovilizados y a otros saldos por depósitos del sector privado no previstos en cuentas específicas.

<sup>68</sup> Ponderado por el volumen operado para el sistema financiero.

<sup>69</sup> Además, desde mayo 2010 dejó de reconocerse intereses sobre los saldos de depósitos en cuentas corrientes bancarias, sobre los saldos de depósitos especiales para personas jurídicas, y sobre las cuentas a la vista abiertas en las cajas de crédito cooperativas.

<sup>70</sup> Las tasas de intereses de las operaciones a plazo en pesos aumentaron en el segundo semestre, recuperando las caídas verificadas en la primera parte del año.

## Apartado 4 / Implementación de una Encuesta de Condiciones Crediticias en Argentina

Disponer de un adecuado análisis sobre el desempeño del mercado crediticio de una economía constituye un insumo de crucial importancia en el diseño de la política monetaria y financiera de los Bancos Centrales. En este sentido, en las últimas décadas varios países han implementado encuestas cualitativas de opinión sobre el mercado crediticio, que pasaron a constituir uno de los pilares a la hora de delinear e implementar las acciones de política. Siguiendo esta línea, recientemente el BCRA comenzó a llevar adelante una relevamiento denominado Encuesta de Condiciones de Crediticias (ECC) a un conjunto de entidades. De la misma se desprende que actualmente el mercado local tendría un sesgo hacia una mayor flexibilización de la oferta de crédito, combinada con una demanda creciente

Varias entidades monetarias de países desarrollados, como EEUU, la Unión Europea, Inglaterra y Canadá, así como de algunas economías emergentes, entre las que pueden mencionarse Chile, Hungría y Lituania, han implementado en las últimas décadas encuestas de opinión de carácter cualitativo dirigidas a los responsables de créditos de las entidades financieras. Estas encuestas buscan obtener información adicional sobre la oferta de crédito, especialmente respecto a los factores que influyen en las entidades financieras a la hora de decidir sobre la misma, así como sobre la percepción de los bancos sobre la demanda. Así, las tradicionales estadísticas con que cuentan los Bancos Centrales, se complementan con información que proviene directamente de la opinión de los actores del mercado.

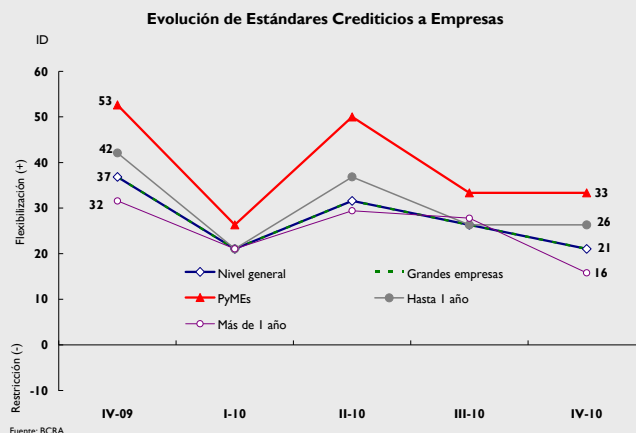
El análisis de esta información cualitativa puede contribuir al diseño, implementación y monitoreo de las políticas monetaria y financiera de los Bancos Centrales. En este sentido, permite un más rápido ajuste de las políticas públicas ante cambios en la coyuntura del mercado de préstamos, contribuye a mejorar la elaboración de pronósticos sobre la evaluación de las variables macroeconómicas, mejora el diagnóstico de la transmisión de la política monetaria a través del canal de crédito y, propende a fortalecer las herramientas disponibles para la realización de un monitoreo macro-prudencial del sistema financiero.

Considerando estas ventajas, el BCRA avanzó recientemente en el armado e implementación de una Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC) sobre el mercado financiero local, ampliando así la información disponible sobre el financiamiento canalizado al sector corporativo

(en términos de capital de trabajo y de inversión), así como aquellos destinados a cubrir las necesidades de consumo e inversión de las familias. La ECC busca obtener información sobre los cambios que introducen las entidades financieras en sus estándares crediticios (es decir, el conjunto de dimensiones que contemplan los bancos para la aprobación de préstamos), en los términos y las condiciones financieras de los préstamos (plazos, *spreads*, montos máximos, comisiones, entre otras), así como respecto a la percepción sobre el comportamiento de la demanda enfrentada. La información es relevada sobre el financiamiento a empresas separando por tamaño y plazo de otorgamiento, y a familias, con apertura por hipotecarios, prendarios, tarjetas de crédito y otros de consumo.

Participan en la ECC veinte entidades financieras (incluyendo públicas, privadas de capital nacional, extranjero y cooperativo), que representan aproximadamente 90% del mercado. La cantidad de entidades que forman la muestra no permite identificar la información de ningún banco en particular, atento a su valor en términos de estrategias de negocios. En Diciembre de 2009 se llevó adelante la primera onda trimestral de la ECC de las cinco realizadas hasta el momento, contando con una base de 18 preguntas permanentes del tipo opciones múltiples. En la mayoría de las preguntas las alternativas de respuestas van desde “Más flexible” (MF), “Moderadamente más flexible” (M+F), hasta “Moderadamente más restrictivos” (M+R) y “Más restrictivos” (MR), pasando por la opción “Sin cambios”.

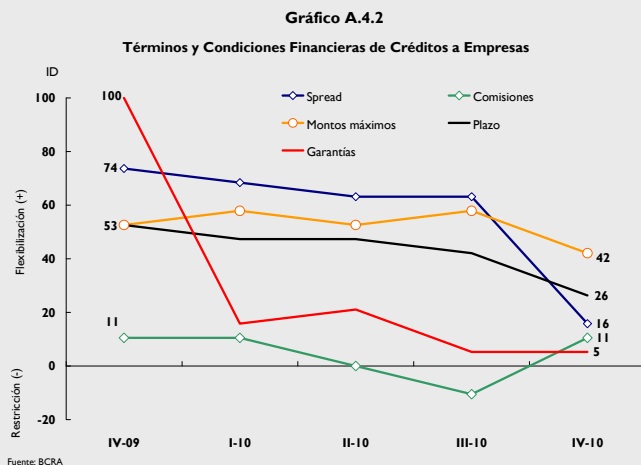
Gráfico A.4.1



En base a las respuestas obtenidas, se construyeron indicadores para captar las principales tendencias del mercado de préstamos. Así, se elabora el comúnmente denominado Índice de Difusión (ID), que constituye un indi-

cador sobre la dirección y la magnitud de la evolución global de cada aspecto encuestado. El ID se construye como la diferencia entre el porcentaje de las repuestas que muestran una mayor flexibilización en cada pregunta (opciones MF y M+F), y el porcentaje correspondiente a las repuestas en sentido opuesto (MR y M+R). El ID puede variar entre 100% y -100%, indicando al tomar valores positivos que existen evidencias sobre una tendencia hacia una mayor flexibilidad, y un sesgo hacia una mayor restricción cuando los valores son negativos.

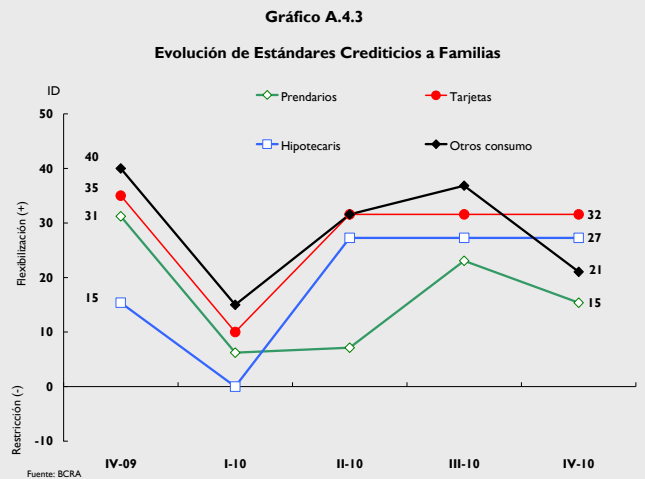
Los resultados obtenidos en la ECC respecto de las líneas a empresas muestran que en el transcurso de las cinco ondas realizadas los bancos han mantenido un sesgo, a nivel agregado, hacia una flexibilización de los estándares crediticios, situación que se refleja en ID con signo positivo (ver Gráfico A.4.1). Esta tendencia fue similar a nivel general de financiaciones, en los segmentos de grandes empresas, PYMES, así como en las líneas de corto plazo (menos de 1 año) y de largo (más de 1 año). Este movimiento es acumulativo a nivel de las entidades encuestadas, dado que las respuestas recibidas corresponden a las variaciones verificadas respecto al trimestre inmediato anterior. La flexibilización de estos estándares en el período relevado ha tendido a ser vinculada a las mejoras sectoriales y al positivo contexto macroeconómico, tomando mayor relevancia la disminución del riesgo de la cartera de financiaciones, las decisiones de expansión de los bancos y la creciente competencia. La encuesta comenzó a realizarse a fines de 2009, momento en el que el impacto local de la crisis internacional era de relevancia en la evolución de la actividad económica en general, y en el sector financiero en particular.



La mayoría de los términos y condiciones financieras aplicados a los nuevos préstamos a empresas evidenciaron, a nivel del agregado de entidades, un sesgo hacia una mayor flexibilización entre el cuarto trimestre de 2009 e igual período de 2010 (ver Gráfico A.4.2). Los *spreads* sobre el costo de fondeo verificaron una disminución, mientras que los montos máximos aumentaron, las ga-

rantías exigidas verificaron una gradual disminución y los plazos de otorgamiento se extendieron. Las comisiones han evidenciado períodos de cierta relajación (reducción de las mismas), si bien a mediados de 2010 mostraron algunos incrementos (una mayor restricción). Por su parte, los bancos observaron un generalizado aumento de la demanda de crédito de las empresas en todos los períodos relevados, reflejando las crecientes ventas de las empresas, las mayores inversiones en activos fijos y, en menor medida, las menores tasas de interés.

Los estándares crediticios de todas las líneas a las familias han registrado una mayor flexibilización en los últimos trimestres<sup>71</sup> (ver Gráfico A.4.3), recogiendo principalmente las mejoras del contexto macroeconómico y las decisiones de las entidades de incrementar su participación de mercado. Las condiciones financieras de los préstamos a hogares han registrado una mayor flexibilización, especialmente en el caso de los *spreads* (exceptuando los hipotecarios con alguna leve restricción), montos máximos y plazos, mientras que las comisiones han sido más restrictivas (especialmente en préstamos a consumo). Según la percepción de los bancos encuestados, la demanda de crédito de las familias evidenció incrementos en todas las ondas de la ECC, siendo relativamente más intensa en el caso de los créditos para consumo. Los crecientes ingresos de la población y las mejoras laborales impulsaron principalmente esta tendencia.

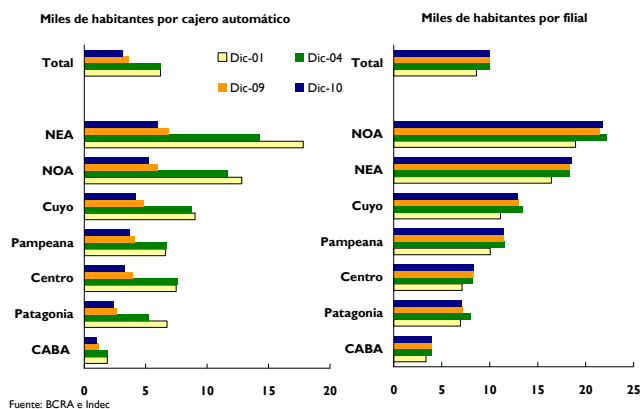


También se consulta a las entidades sobre sus perspectivas futuras. En todas las ondas se han evidenciado expectativas de mayor relajación de estándares y de incrementos de la demanda, situación que luego se corroboró, en líneas generales, con lo efectivamente observado. De esta manera, gradualmente la ECC incorpora información adicional de creciente utilidad como insumo en el armado de la estrategia financiera del BCRA.

<sup>71</sup> Sólo se han evidenciado casos aislados de entidades con mayor restricción de estándares en las primeras dos ondas de la ECC.

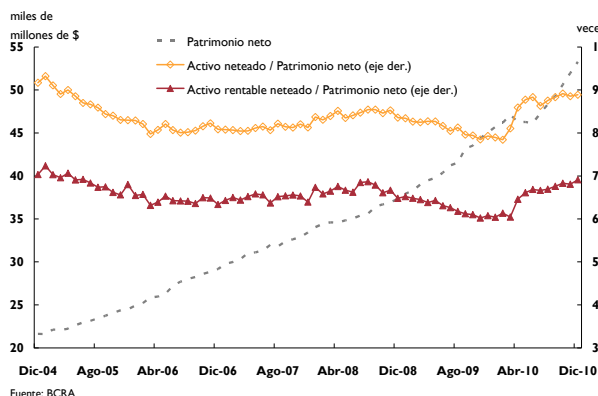


**Gráfico IV.17**  
Alcance Regional del Sistema Financiero



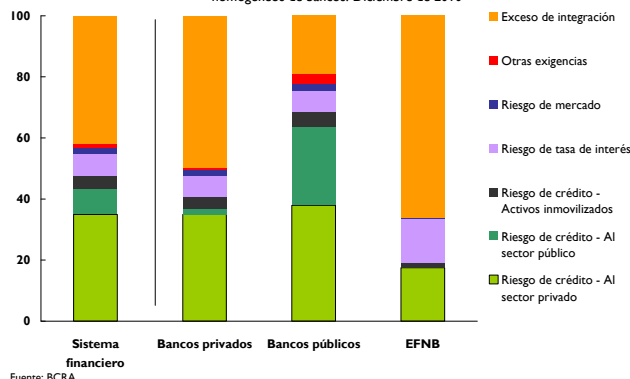
Fuente: BCRA e Indec

**Gráfico IV.18**  
Apalancamiento del Sistema Financiero Consolidado



Fuente: BCRA

**Gráfico IV.19**  
Exigencia e Integración de Capitales Mínimos



Fuente: BCRA

préstamos personales, resultó en una disminución del *spread* en estas líneas. Las tarjetas de crédito y los préstamos con garantía real verificaron reducciones más leves en sus tasas de interés entre puntas de 2010, con lo cual para estas líneas se registró cierto incremento del *spread* en el período (ver Gráfico IV.15).

Por su parte, la participación de las obligaciones negociables (ON), obligaciones subordinadas (OS) y líneas del exterior en el fondeo total del sistema financiero continuó siendo reducida y decreciente en todo 2010. Cabe la posibilidad que, en la medida en que se mantengan las buenas condiciones en los mercados de capitales locales e internacionales, esta situación comience a revertirse lentamente de la mano de las nuevas colocaciones que ya comienzan a evidenciarse en el mercado de capitales.

### **Continuó incrementándose la cobertura geográfica de la infraestructura del sistema financiero**

La evolución del empleo y de la infraestructura operativa del sistema financiero continuó acompañando al avance de la intermediación financiera y de la provisión de medios de pago. La nómina de trabajadores del sistema financiero creció 1,3% en la segunda parte del año, acumulando una suba de 2,3% en 2010, y de esta manera prácticamente retornó a los niveles verificados de forma previa a la crisis internacional. Por su parte, la cantidad de cajeros automáticos aumentó 8,4% en los últimos seis meses (15% en todo 2010), mientras que el número de filiales se mantuvo relativamente estable en el año (aumentando 0,7%) (ver Gráfico IV.16).

La disponibilidad de la infraestructura de servicios financieros entre las distintas jurisdicciones del país continúa registrando una marcada heterogeneidad (para más detalle, ver Apartado 5). Las regiones del norte (NEA y NOA) mantienen niveles de cobertura mediante sucursales y cajeros automáticos significativamente menores a los de la Ciudad de Buenos Aires y las provincias de la Patagonia (ver Gráfico IV.17). No obstante, si bien en los últimos años no se verificaron cambios significativos en la relación población/filiales, en las zonas menos abastecidas se registraron algunos avances en el indicador referido a la cobertura con cajeros automáticos. Más precisamente, en 2010 la relación habitantes por cajero automático cayó en todas las regiones del país, destacándose el progreso en las regiones del NEA y NOA. La brecha entre la región con mayor y menor cobertura alcanzó 2,5 veces, menos de la mitad del registro previo a la crisis 2001-2002.

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

	93-00	2008	2009	2010	I-10	II-10
Margen financiero	6,1	6,7	8,6	8,6	7,5	9,5
Resultado por intereses	4,9	3,1	4,3	4,3	4,3	4,3
Ajustes CER y CVS	0,0	0,9	0,4	0,6	0,5	0,6
Resultado por títulos valores	0,8	1,4	3,3	3,3	2,3	4,2
Diferencias de cotización	0,0	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5
Otros resultados financieros	0,3	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Resultado por servicios	3,5	3,6	3,9	3,8	3,8	3,9
Gastos de administración	-6,7	-6,1	-6,7	-6,8	-6,9	-6,8
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-0,9	-1,1	-0,8	-0,8	-0,8
Ajustes de activos del sector público (*)	-	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Cargas impositivas	-0,5	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0
Amortización de amparos	-	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1
Diversos	0,7	0,5	0,3	0,4	0,5	0,3
Impuesto a las ganancias	-0,3	-0,4	-1,3	-1,2	-0,8	-1,5
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>
Resultado en % del PN (ROE)	3,4	13,4	19,2	24,4	19,1	29,3
<b>Resultado ajustado (**)</b>	-	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>

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

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

Fuente: BCRA

El Banco Central viene impulsando un conjunto de medidas que están en línea con el objetivo de seguir promoviendo la extensión de la bancarización de la población, en especial en regiones con escaso o insuficiente abastecimiento de servicios financieros (ver Apartado 5 para un mayor detalle).

### Posición de capital

#### Durante la segunda parte del año se aceleró el ritmo de crecimiento del patrimonio neto del sistema financiero

El patrimonio neto del sistema financiero consolidado se expandió 18,2% en 2010, observando un mayor dinamismo sobre el segundo semestre, en parte dado que durante la primera parte del año se distribuyeron dividendos en algunos bancos privados. El patrimonio neto se nutrió fundamentalmente de las ganancias contables devengadas a lo largo de 2010 y, en menor medida, de nuevos aportes de capital que totalizaron \$135 millones.

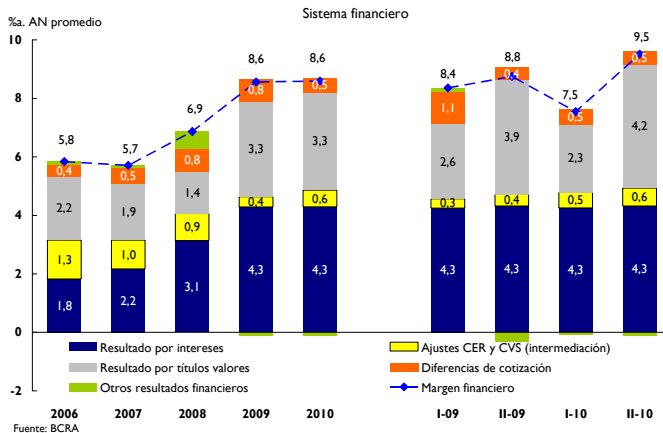
El nivel de apalancamiento del sistema financiero aumentó levemente en los últimos meses, recogiendo el mayor dinamismo del crédito al sector privado (ver Gráfico IV.18). De esta forma, el activo neteado alcanzó a representar aproximadamente 9 veces el patrimonio neto para el sistema financiero. Todos los grupos homogéneos de entidades financieras presentaron una suba en su nivel de apalancamiento.

El ratio de integración de capital permaneció estable durante la segunda parte del año, si bien observó una ligera reducción en el acumulado de 2010, situándose en 17,7% de los activos ponderados por riesgo (APR). El marco de profundización del crédito a los hogares y empresas (especialmente en el segundo semestre), combinado con un año en el cual se distribuyeron dividendos superiores a los períodos anteriores, se reflejó en una leve disminución en el ratio de integración de capital, principalmente en los bancos privados. Sin embargo, todos los grupos homogéneos de bancos presentaron un exceso de integración de capital por sobre la exigencia (ver Gráfico IV.19).

#### Todos los grupos homogéneos de bancos observaron una mejora en su rentabilidad

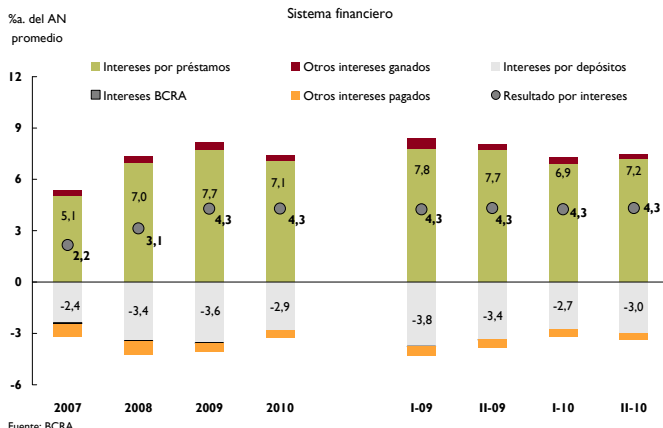
En la segunda parte de 2010 las ganancias contables del sistema financiero alcanzaron \$7.350 millones, 66% por encima del registro del primer semestre, cerrando el año en \$11.750. El ROA de los bancos totalizó 3,3% en el segundo semestre, 1 p.p. más que en los primeros 6 meses, en parte explicado por la recomposición de los resul-

**Gráfico IV.20**  
**Composición del Margen Financiero**  
Sistema financiero

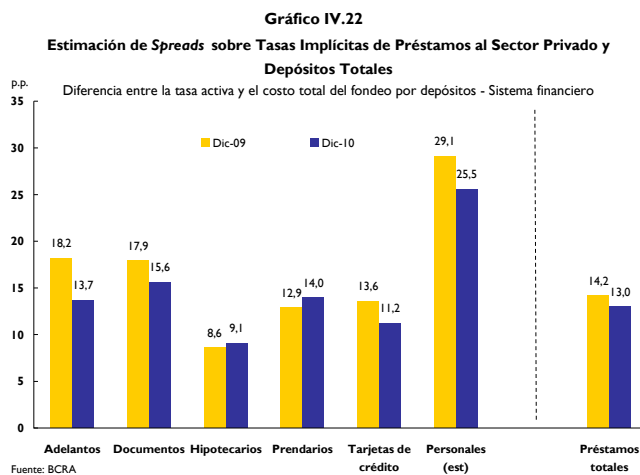


Fuente: BCRA

**Gráfico IV.21**  
**Resultados por Intereses**  
Sistema financiero



Fuente: BCRA



tados por títulos valores (ver Tabla IV.2). De esta manera, el sistema financiero finalizó 2010 con un ROA de 2,8%, registrando un incremento interanual de 0,5 p.p. del activo. El incremento interanual en las ganancias se verificó en todos los grupos de bancos, destacándose la mejora en los bancos públicos (ver Gráfico IV.2).

**Los resultados por intereses del sistema financiero no presentaron cambios en el semestre, en un marco de mayores niveles de intermediación financiera y menores spreads**

El margen financiero de los bancos se ubicó en 9,5% del activo en los últimos 6 meses del año, registrando un aumento semestral de 2 p.p. (ver Gráfico IV.20). Sin embargo desde una perspectiva anual el margen financiero se mantuvo estable, con una disminución en los bancos privados (tanto nacionales como extranjeros) que fue compensada por el aumento que verificaron los bancos públicos.

**Tabla IV.3**  
**Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos**  
2010 - Indicadores en % del activo neteado promedio

	Bancos privados			Bancos públicos	EFNB
	Total	Nacionales	Extranjeros		
Margen financiero	9,3	8,8	9,9	7,2	39,5
Resultado por intereses	5,5	5,0	6,0	2,2	37,4
Ajustes CER y CVS	0,1	0,1	0,1	1,2	0,0
Resultado por títulos valores	3,2	3,4	2,9	3,6	1,0
Diferencias de cotización	0,6	0,5	0,8	0,3	1,8
Otros resultados financieros	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	-0,7
Resultado por servicios	4,8	4,9	4,8	2,4	12,6
Gastos de administración	-8,0	-8,0	-8,1	-5,1	-24,5
Cargos por incobrabilidad	-1,0	-1,0	-0,9	-0,4	-9,4
Ajustes de activos del sector público (*)	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Cargas impositivas	-1,2	-1,4	-1,0	-0,6	-4,0
Amortización de amparos	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Diversos	0,6	0,6	0,6	0,1	3,5
Impuesto a las ganancias	-1,2	-1,0	-1,4	-1,1	-6,5
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>2,2</b>	<b>11,2</b>
Resultado en % del PN (ROE)	24,6	21,3	28,1	25,5	31,1
<b>Resultado ajustado (**)</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,5</b>	<b>11,2</b>

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

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

Fuente: BCRA

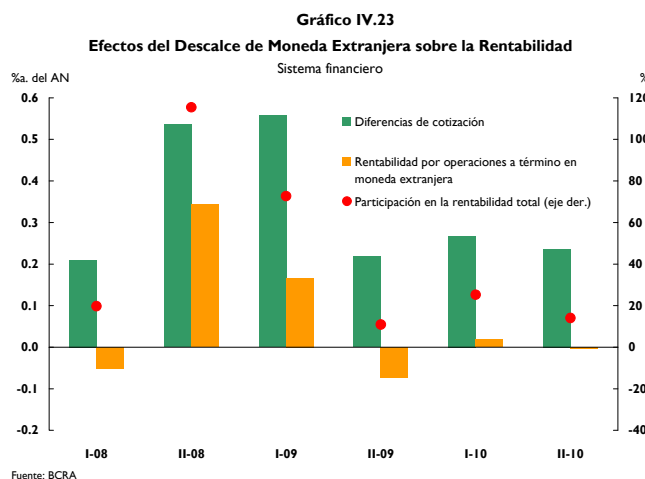
Los ingresos netos por intereses continuaron siendo la principal fuente de ingresos de los bancos. En el segundo semestre del año estos resultados representaron 4,3% del activo, permaneciendo en un nivel similar al de la primera mitad de 2010 (ver Gráfico IV.21). En un marco de profundización del nivel de intermediación financiera con el sector privado, se evidenciaron menores niveles de *spreads* de tasas de interés implícitas<sup>72</sup> (ver Gráfico IV.22). En particular, a lo largo de 2010 se observó una merma en la tasa de interés implícita de casi todas las líneas de crédito al sector privado. Esta reducción fue superior a la registrada en el costo total de fondeo por depósitos. Cabe mencionar que los ingresos netos por intereses presentaron cierto incremento en el conjunto de bancos privados mientras que en los bancos públicos disminuyeron levemente, ubicándose los primeros por encima de los segundos (ver Tabla IV.3).

El resultado por títulos valores se mantuvo relativamente alto en 2010 (3,3% del activo), especialmente en el marco de la sostenida recomposición del mercado de renta fija en la segunda parte del año (ver Sección II.2). Los bancos públicos impulsaron este incremento, si bien este concepto de resultados fue relevante en todos los grupos de entidades financieras.

**En un escenario de baja volatilidad cambiaria y un menor descalce de moneda extranjera, se regis-**

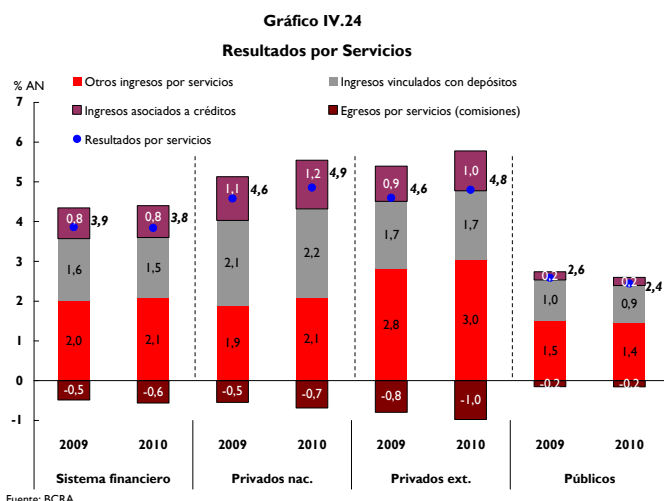
<sup>72</sup> La tasa activa implícita para cada una de las líneas de crédito se calcula como los ingresos devengados por intereses en el acumulado del año, sobre el saldo de préstamos de cada línea en situación regular. El costo de fondeo implícito para depósitos se calcula como los egresos devengados por intereses por depósitos en el acumulado del año, sobre el saldo de depósitos totales netos del encaje regulatorio. El *spread* se calcula como la diferencia entre ambas tasas.

**tró una leve disminución en los resultados por diferencias de cotización**



En un contexto en el cual el descalce de partidas de balance ajustables por CER se redujo levemente en términos del patrimonio neto (ver Sección V.4), estos ingresos observaron un ligero incremento en el año, en línea con la evolución del coeficiente. Así, los ajustes por CER alcanzaron 0,6% del activo en 2010, levemente por encima del registro de un año atrás, dinámica que estuvo explicada mayormente por los bancos públicos. Por su parte, los resultados acumulados por diferencias de cotización en 2010 fueron menores a los del año pasado (ver Gráfico IV.23), en parte por los menores descalces de moneda extranjera y la acotada volatilidad del tipo de cambio (ver Sección V.3), efecto más relevante en los bancos públicos.

Los resultados por servicios se redujeron levemente en el año, principalmente producto de mayores egresos vinculados a comisiones<sup>73</sup>. Los ingresos por servicios crecieron a un ritmo menor, siendo impulsados principalmente por aquellos asociados a créditos y a otros ingresos<sup>74</sup>. Los bancos públicos explicaron la caída interanual de los resultados por servicios, que fue compensada parcialmente por los bancos privados (tanto nacionales como extranjeros) que mostraron leves ascensos (ver Gráfico IV.24).



**Los gastos de administración continuaron creciendo, al tiempo que los bancos devengaron menores egresos por cargos por incobrabilidad**

Los gastos de administración aumentaron moderadamente a lo largo de 2010, con un ritmo de crecimiento similar en ambos semestres. El incremento fue conducido por los bancos privados nacionales y extranjeros, mientras que los bancos públicos redujeron gradualmente su ponderación de estos egresos en relación a sus activos. El aumento en estos egresos fue impulsado principalmente por los gastos en personal<sup>75</sup>, que representan más del 60% de los mismos. Así, los gastos de administración alcanzaron 6,9% del activo para 2010. No obstante el incremento en estas erogaciones, los ingresos más estables (por intereses y por servicios) continúan superando a los gastos de administración (119%).

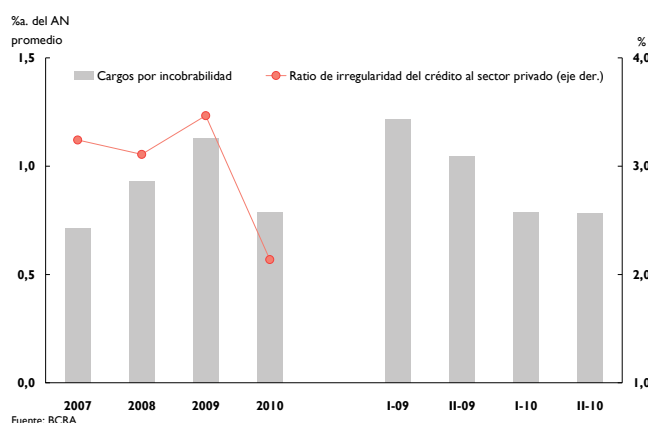
En un contexto de mejora de la calidad de la cartera crediticia, los cargos por incobrabilidad fueron perdiendo peso a lo largo de todo el año. Si bien la reducción se produjo en todos los grupos de bancos, se debió espe-

<sup>73</sup> Las comisiones por servicios se canalizan mayormente hacia las redes proveedoras de cajeros automáticos, entre otros.

<sup>74</sup> El subrubro "otros ingresos" se nutre en parte de ingresos vinculados con la venta de seguros y emisión de tarjetas de crédito.

<sup>75</sup> Gastos en personal incluye los conceptos de remuneraciones y cargas sociales.

**Gráfico IV.25**  
**Cargos por Incobrabilidad**



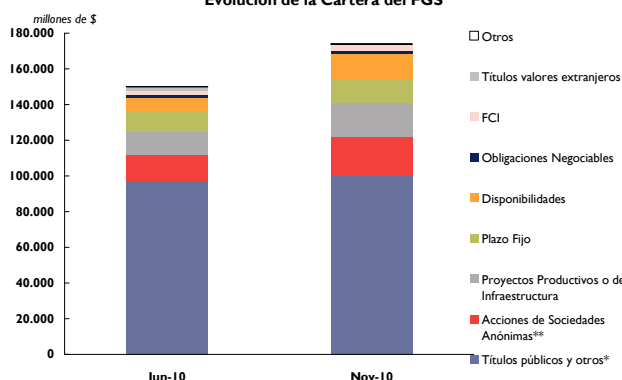
cialmente a las entidades financieras privadas (nacionales y extranjeras), en un marco en el cual los bancos públicos ya tenían bajos niveles de estas erogaciones. Así, los cargos por incobrabilidad disminuyeron 0,3 p.p. del activo en la primera mitad de 2010 hasta 0,8%, manteniéndose sin cambios en el cierre del año (ver Gráfico IV.25).

Las erogaciones en concepto de impuestos se redujeron levemente en 2010, fundamentalmente en los bancos privados. Por su parte, la amortización de amparos y los ajustes por préstamos al sector público (rubros que recogen el efecto de la crisis 2001-2002) representaron conjuntamente 0,3% del activo, similar registro al de un año atrás.

**Con proyecciones favorables en el nivel de intermediación financiera, se estima que el sistema financiero comience 2011 consolidando sus niveles de solvencia**

En un escenario con perspectivas de profundización de la actividad bancaria, se prevé que los bancos inicien 2011 con ganancias contables que les permitan robustecer sus niveles de solvencia. Se esperaría que la mayor actividad de intermediación se refleje en un aumento de resultados por intereses y por servicios. A su vez, de acuerdo al desempeño de la calidad de la cartera de los préstamos al sector privado, los cargos por incobrabilidad permanecerían en niveles acotados. Por su parte, frente a un marco de expansión de los recursos y servicios del sector bancario, los gastos de administración podrían verificar un gradual incremento.

**Gráfico IV.26**  
**Evolución de la Cartera del FGS**



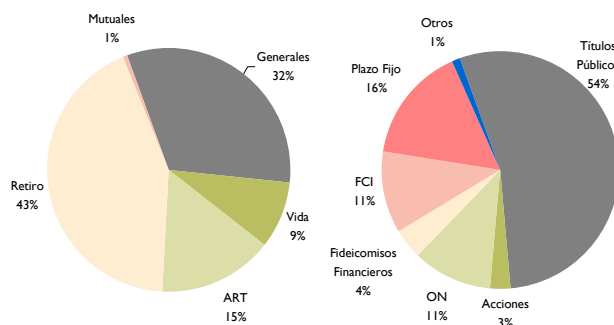
(\*) Incluye Títulos empresas estatales, FF estructurados y Futuros y Opciones.  
(\*\*) Incluye Acciones de Empresas Privatizadas.  
Fuente: elaboración propia en base a datos del FGS.

Se estima que las entidades financieras probablemente efectúen nuevos pagos de dividendos a lo largo de 2011, si bien la reciente implementación por parte del BCRA de un ratio de conservación de capital permitiría continuar consolidando la solidez del sistema financiero. A su vez, con el objetivo de simplificar los criterios de valuación de los instrumentos de deuda del sector público y de regulación monetaria del BCRA, en marzo de 2011 entrará en vigencia una nueva normativa que se encuentra en línea con las recomendaciones internacionales en la materia, buscando propiciar la reducción de las diferencias de valuación contable de estos activos respecto de sus precios de mercado.

## IV.2 Inversores institucionales

**Continúa mostrando dinamismo la cartera de los inversores institucionales, impulsada por la mejora en los precios de los títulos públicos**

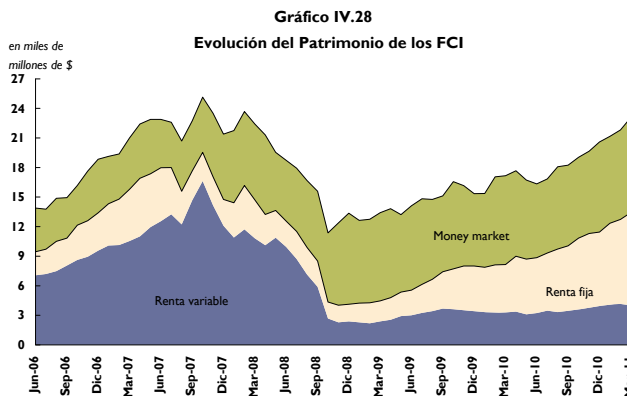
**Gráfico IV.27**  
**Composición de la Cartera de Compañías de Seguros**  
 Sobre un total de inversiones de \$47.501 millones a Sep-10, por rama y tipo de activo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SSN.

Las inversiones de los tres principales grupos de inversores institucionales a nivel local, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), las compañías de seguros y los fondos comunes de inversión (FCI), siguieron creciendo en los últimos meses, hasta alcanzar un monto agregado estimado en \$244 mil millones a diciembre de 2010<sup>76</sup>. En términos nominales, el valor de las inversiones muestra un crecimiento respecto de junio del mismo año de 16% y de 21% interanual<sup>77</sup>. Gran parte del desenvolvimiento de la cartera agregada de los inversores institucionales en el período se explica por la evolución de las cotizaciones de los instrumentos de renta fija<sup>78</sup>, que representan en torno al 60% del total.

En lo que respecta a la cartera administrada por el FGS, el principal inversor institucional local luego del cambio del régimen previsional en octubre de 2008, con información a noviembre de 2010<sup>79</sup> la misma asciende a \$174.015 millones y muestra una mejora de 16% respecto de junio de 2010 (ver Gráfico IV.26) y de 24% desde fin de 2009. Al igual que para los otros inversores institucionales, gran parte de la revalorización de la cartera del FGS en 2010 se relaciona con el incremento en las cotizaciones de los títulos públicos soberanos y otros instrumentos de renta fija, que explican el 59% del total. Las acciones locales (el segundo rubro más importante de las inversiones por el equivalente al 13% del total de la cartera), cuyos precios experimentaron una importante suba, colaboraron con el crecimiento de la cartera. En tanto las inversiones en proyectos productivos y de infraestructura, que actualmente son el tercer rubro en orden de importancia y que representan el 11% del total de la cartera, tuvieron un incremento desde junio de 2010 de 47% y 122% desde fin de 2009, explicado por los nuevos desembolsos en proyectos mayormente en curso. Durante 2010 el FGS llevó a cabo una política de desarme de posiciones en activos extranjeros<sup>80</sup> en favor de las inversiones en proyectos productivos y de infraestructura, de plazos fijos y de disponibilidades<sup>81</sup>.



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

Los activos de las compañías de seguros (CS) totalizaban \$67.600 millones a diciembre de 2010 (último dato disponible). Su cartera de inversiones representa el 73% de los activos totales de las CS, manteniendo la relación cartera a activos prácticamente estable a lo largo de 2010. Respecto de mediados de 2010 se observa un crecimiento en la cartera mayor a 10% (21% interanual), explicado

<sup>76</sup> O última disponible. En términos brutos (sin consolidar).

<sup>77</sup> El crecimiento también se dio en términos del PBI, ya que la cartera agregada representaba 14% del PBI a junio de 2010 y 15,5% a fin de ese año.

<sup>78</sup> Como referencia, las paridades de los títulos públicos soberanos crecieron en promedio en torno al 30% en el segundo semestre de 2010 y más de 20% en el año.

<sup>79</sup> Última disponible.

<sup>80</sup> Los mismos pasaron a representar 4,8% de la cartera en diciembre de 2009 a 0,3% en noviembre de 2010.

<sup>81</sup> Estos dos últimos rubros acumularon incrementos respecto a junio de 10% y 110%, respectivamente (desde fines de 2009 el avance fue de 42% y 242% interanual, respectivamente).

en el caso de las inversiones por un crecimiento de 22% en las participaciones de los FCI y por un incremento de \$1.850 millones (equivalente a un crecimiento de 8%) en títulos públicos. En lo que respecta a la composición de las inversiones según la rama de la actividad, para este período las firmas relacionadas con los seguros de Riesgos del Trabajo (ART) muestran el comportamiento más dinámico (crecieron 23%). No obstante ello, considerando el desempeño de la cartera agregada, el mismo está explicado fundamentalmente por el incremento en la rama de seguros generales (ver Gráfico IV.27), que aumentó más de \$1.700 millones.

En el caso de los FCI, el patrimonio conjunto totalizaba a fines del año pasado casi \$20.600 millones, mostrando un incremento del 26% respecto de fines de junio (34% en términos interanuales), continuando con la tendencia positiva que tuvo lugar a lo largo de 2010. Se destaca la creciente ponderación que fueron ganando los fondos de renta fija desde fines de 2008, que en el segundo semestre de 2010 representaron en promedio el 37% del total del patrimonio conjunto de los FCI (ver Gráfico IV.28). De esta manera, acompañando la mejora en las cotizaciones, el incremento de los fondos de renta fija desde junio (superior al 30%) explica más del 40% del aumento patrimonial conjunto de los FCI. Por su parte, los fondos destinados a *money markets* continúan cediendo participación sobre el total, pese a evidenciar un crecimiento superior a 22% respecto de junio del año pasado.





# V. Riesgos del Sistema Financiero

## Síntesis

El sistema financiero continuó manteniendo exposiciones acotadas a los principales riesgos que le son intrínsecos, junto con niveles importantes de cobertura. En este marco, se observaron altos niveles de los principales indicadores de solidez, evidencia de la robustez sistémica. En línea con la marcha favorable de la economía local, el conjunto de entidades sostuvo su senda de crecimiento en la actividad de intermediación, si bien prevalecen aún bajos niveles de profundidad financiera.

A pesar de registrar una leve reducción de los indicadores de liquidez en la segunda mitad del año, el sistema financiero siguió conservado elevadas reservas de activos líquidos. Los mercados interfinancieros incrementaron gradualmente su profundidad, manteniéndose una acotada volatilidad de las principales tasas de interés de la economía. De esta manera, las entidades financieras conservan una posición adecuada frente al riesgo de liquidez enfrentado.

Fundamentalmente a partir de la dinámica evidenciada en la segunda parte del año, en 2010 aumentó la exposición del sistema financiero al sector privado, al tiempo que continuó reduciéndose el nivel de morosidad de las líneas de crédito. Las entidades financieras conservaron una importante cobertura con provisiones de los préstamos en situación irregular. La positiva evolución de la economía real impactó favorablemente sobre la capacidad de pago de las empresas y de los hogares, al tiempo que el endeudamiento del sector privado se mantuvo en niveles moderados. Estos factores contribuyeron a man-

tener el riesgo de crédito asumido por los bancos en niveles bajos.

El conjunto de bancos sigue presentando un riesgo de moneda reducido. En 2010 cayó el descalce que enfrenta el sistema financiero entre el activo y el pasivo en moneda extranjera, incluyendo las operaciones con derivados de moneda. Esta evolución, combinada con una volatilidad cambiaria que se mantuvo en niveles moderados, disminuyó la exposición de los bancos al riesgo de moneda.

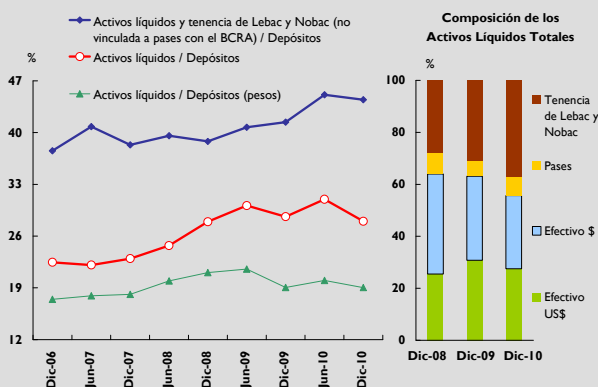
La moderada variabilidad que vienen presentando las tasas de interés colabora en el mantenimiento de una baja exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés. Por su parte, la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado aumentó moderadamente en 2010, a partir de la mayor importancia relativa de los activos con cotización de mercado en cartera de los bancos. Sin embargo, el riesgo de mercado sigue teniendo una baja participación en el balance de riesgos del sistema financiero.

En líneas generales se sostiene un cambio marginal favorable en la configuración global de riesgos enfrentados por el sistema financiero. El contexto macroeconómico local positivo esperado para los próximos meses, la holgada cobertura de los bancos a partir de provisiones contables, sumada a los niveles de solvencia del sector, generan una perspectiva de mayor fortaleza relativa del conjunto local de bancos.

Gráfico V.1

### Liquidez

Sistema financiero

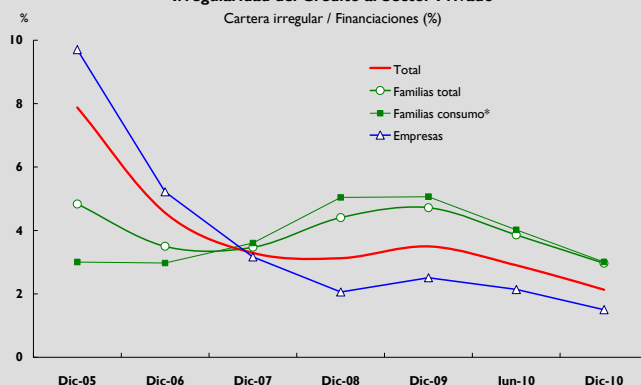


Fuente: BCRA

Gráfico V.2

### Irregularidad del Crédito al Sector Privado

Cartera irregular / Financiaciones (%)



\*Nota: incluye personales y tarjetas de crédito.

Fuente: BCRA

## V.1 Riesgo de liquidez

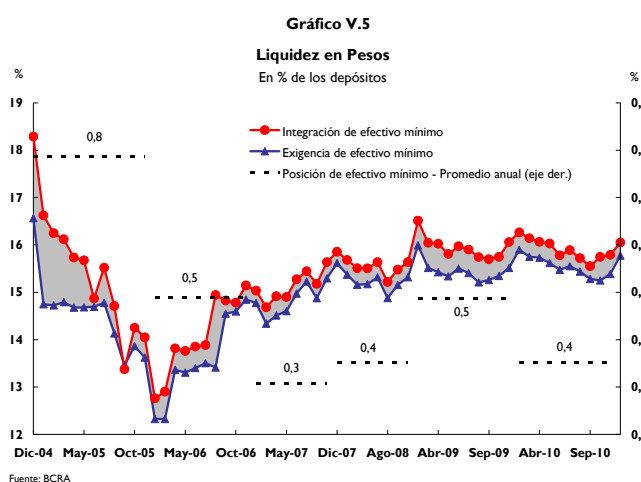
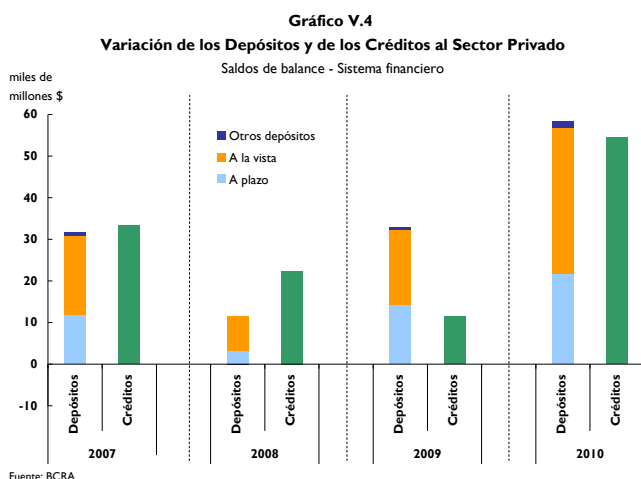
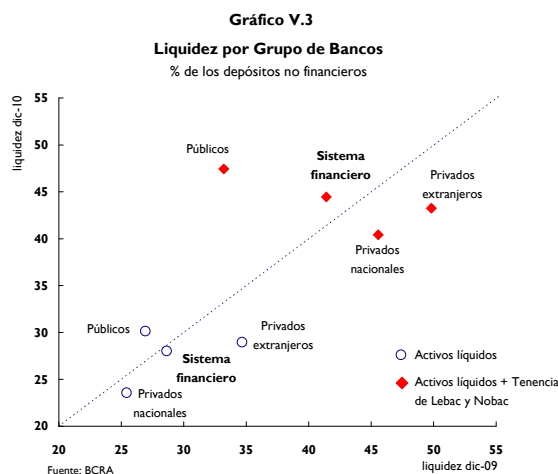
### *El sistema financiero mantiene su posición frente al riesgo de liquidez*

A lo largo de 2010, en un contexto de estabilidad macroeconómica, con baja volatilidad de las tasas de interés y del tipo de cambio, el sistema financiero mantuvo una sólida cobertura del riesgo de liquidez. Los bancos continuaron disponiendo de instrumentos para desarrollar la administración del riesgo de liquidez enfrentado, al tiempo de evidenciar una expansión de la intermediación financiera con el sector privado. Adicionalmente, cabe considerar que el BCRA posee plenas facultades para, eventualmente, desempeñar su rol como prestamista de última instancia, según lo establecido en el marco legal y normativo vigente.

Los activos líquidos<sup>82</sup> en moneda nacional y extranjera del sistema financiero se redujeron levemente en términos de los depósitos totales en el año hasta un nivel de 28%<sup>83</sup>, principalmente por el desempeño evidenciado en la segunda parte del año. En líneas generales, estos registros del indicador de liquidez están en línea con el promedio de la región (ver Página 23). Teniendo en cuenta las tenencias de Lebac y Nobac no vinculadas a operaciones de pase con esta Institución, a pesar de la disminución registrada en los últimos meses, en el año aumentó la liquidez total del conjunto de entidades financieras, hasta 44,4% de los depósitos. De esta manera, las tenencias de letras y notas del BCRA ganaron participación entre los activos de mayor liquidez relativa (ver Gráfico V.1).

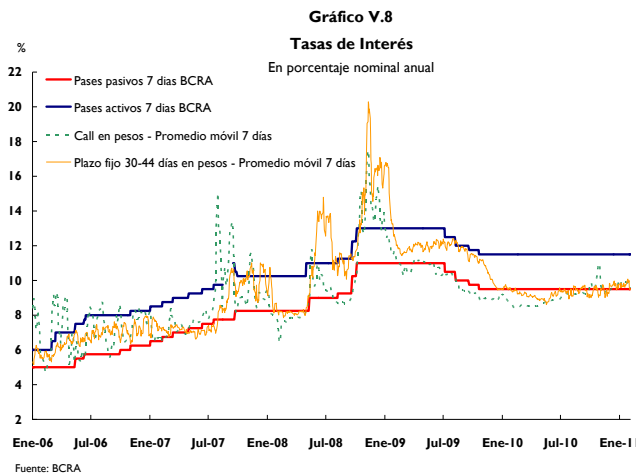
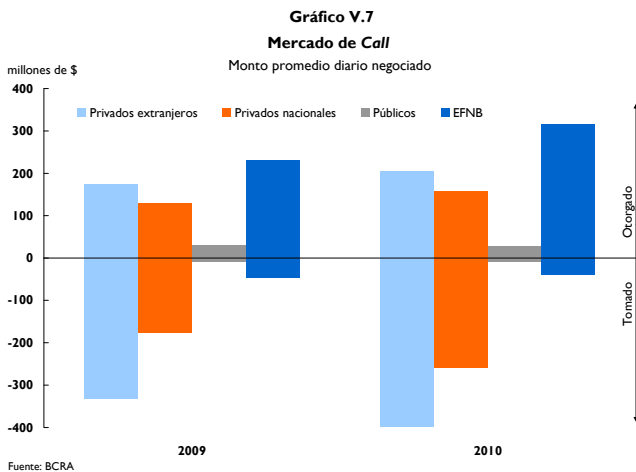
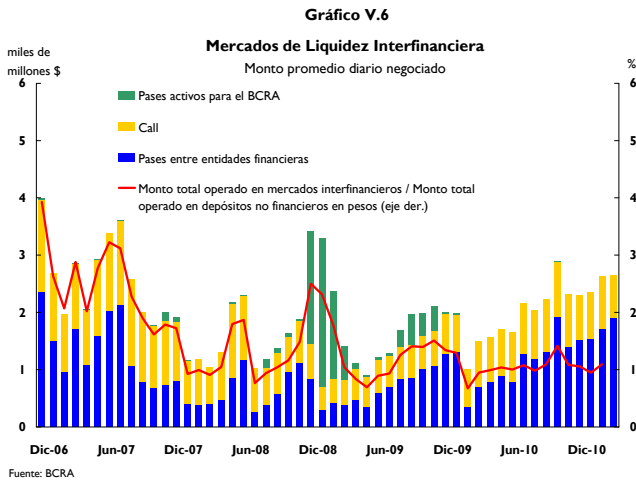
Las entidades financieras privadas, tanto nacionales como extranjeras, redujeron levemente sus indicadores de liquidez en el año, mientras que los bancos públicos los incrementaron (ver Gráfico V.3). Los desempeños diferenciados por grupos de entidades se vincularon, en cierta medida, con la aceleración del crecimiento del crédito a las empresas y familias evidenciada en 2010. En el segundo semestre del año, el indicador de liquidez se redujo en todos los grupos homogéneos de bancos.

Los depósitos del sector privado continuaron consolidándose como la principal fuente de fondeo para el sistema financiero, evidenciando un destacado incremento en 2010 que abasteció la mayor demanda de crédito del sector privado (ver Gráfico V.4).



<sup>82</sup> Incluyendo efectivo, cuentas corrientes en el BCRA y pases netos con Lebac y Nobac con el BCRA.

<sup>83</sup> La liquidez del sistema financiero en moneda nacional llegó a 19,1% de los depósitos en pesos a fines de 2010, niveles similares a los del cierre del año anterior.



En líneas generales, el fondeo bancario por captación de depósitos experimentó un leve acortamiento de su madurez en el año. Las colocaciones a la vista del sector privado llegaron a representar 56% de las imposiciones totales del sector sobre el cierre del año, incrementando levemente su participación con respecto a 12 meses atrás. Esta suba fue parcialmente compensada por una ligera extensión de la madurez de los depósitos a plazo fijo.

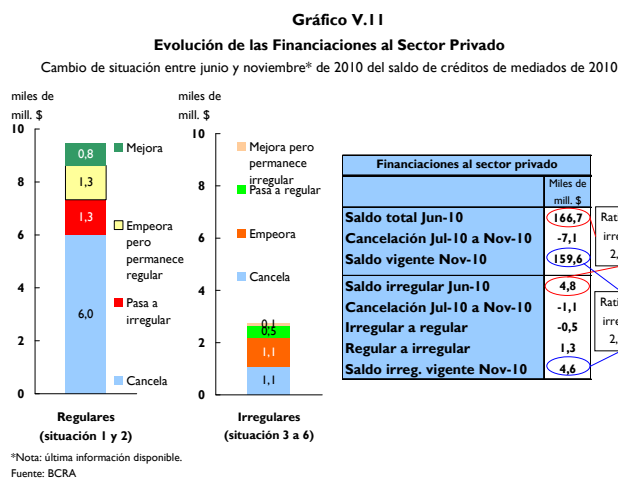
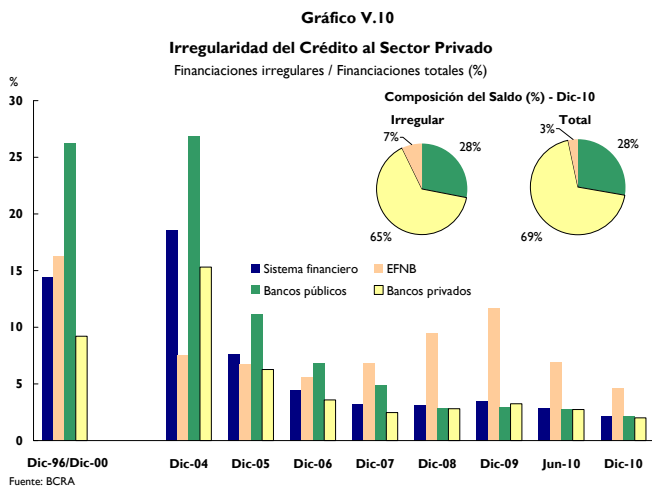
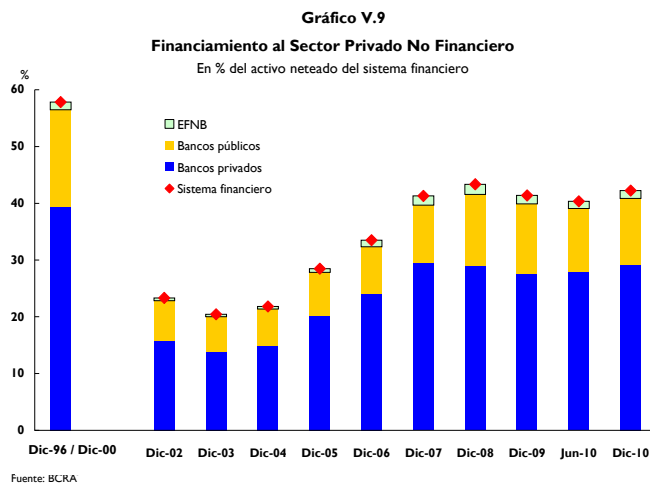
El sistema financiero continuó cubriendo holgadamente las exigencias normativas de liquidez. En el segmento en moneda nacional, a fines de 2010 las entidades financieras verificaron una integración que implicó un excedente de 0,5% de los depósitos sobre los requisitos de Efectivo Mínimo, levemente menor que el evidenciado sobre el cierre del año anterior (ver Gráfico V.5). El exceso de integración sobre las colocaciones en moneda extranjera cerró el año en 48% de los depósitos en esta moneda, reduciéndose producto del mayor ritmo de expansión de los créditos con respecto a los depósitos.

***Siguió creciendo el monto operado en el mercado interfinanciero de pases***

A lo largo del año, continuó aumentando el volumen operado en los mercados interfinancieros, movimiento especialmente conducido por las transacciones de pase entre bancos (ver Gráfico V.6). Las EFNB y los bancos públicos siguieron posicionándose como oferentes netos de fondos en el mercado de *call* durante 2010, mientras que los bancos privados se mantuvieron como demandantes de recursos (ver Gráfico V.7). A pesar del leve incremento evidenciado en la segunda mitad de 2010, las tasas de interés presentaron una acotada volatilidad, ubicándose a fines del año en niveles inferiores a los evidenciados en 2009 (ver Gráfico V.8). En 2010, las tasas de interés de los pases pasivos y activos en los que opera el BCRA no se modificaron.

***Manteniéndose la cobertura del riesgo de liquidez, se prevé una gradual disminución de los activos líquidos del sistema financiero, movimiento consistente con el creciente dinamismo del crédito al sector privado***

Se espera cierta disminución de los activos líquidos en 2011, a partir del gradual incremento de los recursos destinados a financiar al sector privado. Se considera que la fortaleza del conjunto de bancos frente al riesgo de liquidez no se verá afectada. En este sentido, en el marco de las políticas macroprudenciales desarrolladas por el BCRA, la estrategia cambiaria elegida de flotación administrada genera las condiciones para evitar una excesiva volatilidad del tipo de cambio nominal y, de esta



manera, colabora en el mantenimiento de la senda expansiva de los depósitos en moneda nacional en el sistema financiero.

## V.2 Riesgo de crédito

### V.2.1 Sector privado

**Aumentó la importancia relativa del crédito al sector privado, manteniéndose en niveles bajos el riesgo de crédito asumido por los bancos**

La exposición del sistema financiero a las empresas y familias cerró el año en un nivel superior al de 2009 (ver Gráfico V.9), fundamentalmente a partir de la aceleración en el crecimiento del financiamiento al sector privado evidenciada en el segundo semestre de 2010. Este desempeño resultó fundamentalmente conducido por los bancos privados, si bien la banca pública mostró un creciente desempeño en el cierre del año. La expansión sostenida de la actividad económica, entre otros factores, explicó la mejora evidenciada en la capacidad de pago del sector privado, lo que fortaleció la posición de las entidades financieras frente al riesgo de crédito asumido. En este marco, en 2010 aumentó la actividad de intermediación bancaria simultáneamente con una reducción de los préstamos en situación irregular.

**La morosidad del financiamiento al sector privado se redujo en 2010 en todos los grupos de entidades financieras**

El ratio de irregularidad de las financiaciones al sector privado se ubicó en 2,1% a fines de 2010. A lo largo del año el nivel de morosidad exhibió un descenso de 1,4 p.p. respecto al cierre de 2009 (0,7 p.p. de la caída corresponden al segundo semestre), alcanzando a todos los grupos homogéneos de entidades financieras (ver Gráfico V.10). La mejora en la calidad de la cartera se observó de forma generalizada entre las líneas de crédito a empresas y a familias<sup>84</sup>, con una destacada contribución del desempeño de los préstamos para consumo (ver Gráfico V.2).

Las financiaciones vigentes a mediados de 2010 mantuvieron estable su situación en la segunda parte del año. El ratio de irregularidad de estas financiaciones se ubicó en 2,9% hacia noviembre (última información disponible), similar al registro de junio de 2010 (ver Gráfico V.11). Se estima que, cuanto más reciente era la generación de los créditos al sector privado que estaban vigentes a fines de 2010, menor era el ratio de morosidad (ver

<sup>84</sup> Ver nota 64.

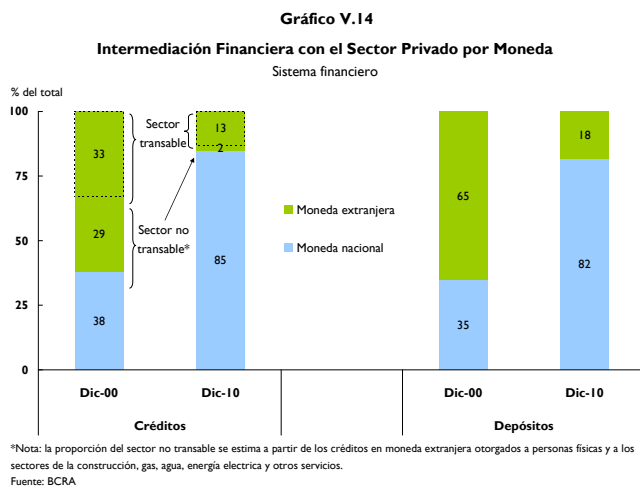
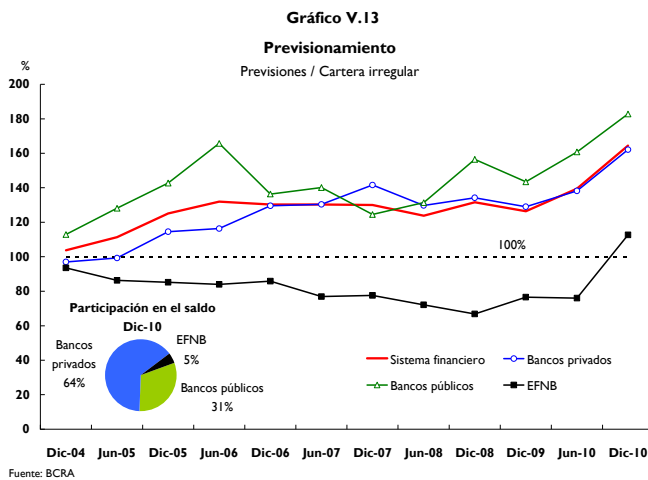
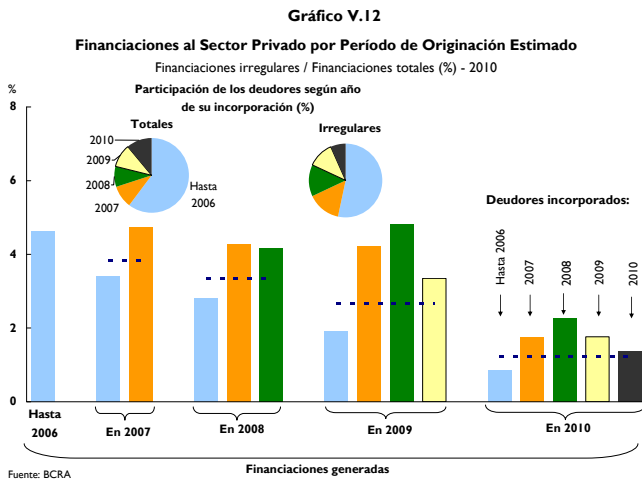


Gráfico V.12). Por su parte, los deudores que ingresaron al sistema financiero durante los años de la reciente crisis financiera internacional, presentarían una irregularidad relativamente mayor a los que se incorporaron antes de 2006 y en 2010.

A lo largo del año siguió incrementándose la cobertura de las financiamientos irregulares con provisiones. El indicador de cobertura mejoró en todos los grupos de entidades financieras, superando el 100% en todos los casos (ver Gráfico V.13).

Entre las fortalezas del sistema financiero local, cabe destacar la sólida posición frente al riesgo de crédito que podría originarse a partir de la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar. El crédito al sector privado denominado en moneda extranjera permaneció en niveles moderados, siendo canalizados a los sectores que cuentan con ingresos en divisas (ver Gráfico V.14). Cabe considerar que este riesgo está acotado en el sistema financiero a partir de la normativa prudencial vigente que restringe el otorgamiento de créditos en moneda extranjera principalmente a sectores con ingresos correlacionados positivamente a la evolución del tipo de cambio.

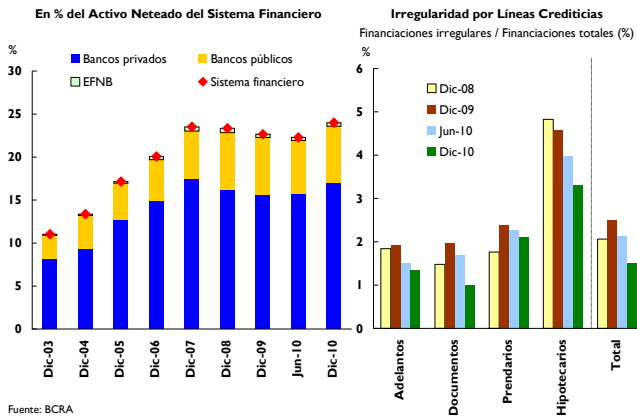
**Se espera que el financiamiento al sector privado siga incrementado gradualmente su importancia relativa, manteniéndose una sólida posición del sistema financiero para enfrentar el riesgo de crédito**

Las positivas perspectivas macroeconómicas generan un entorno propicio para el desarrollo paulatino del mercado crediticio en los próximos meses, previéndose un aumento de la profundidad del financiamiento en el activo total del sistema financiero, en el marco del mantenimiento de la capacidad de pago de los deudores. El potencial de desarrollo del mercado crediticio para 2011, en parte puede inferirse a partir del crecimiento esperado de la demanda agregada combinado con los moderados niveles de endeudamiento de las familias y de las empresas. Estas perspectivas son concordantes con las expectativas del mercado que surgen de los relevamientos efectuados por el BCRA en el marco de la Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC) (ver Apartado 4). En este escenario, se espera que el conjunto de bancos mantenga una favorable posición frente al riesgo de crédito.

## Empresas

**El crédito a las empresas lideró el aumento de la exposición de los bancos al sector privado, reduciendo la morosidad de su cartera de créditos**

**Gráfico V.15**  
**Financiaci3nes a Empresas**

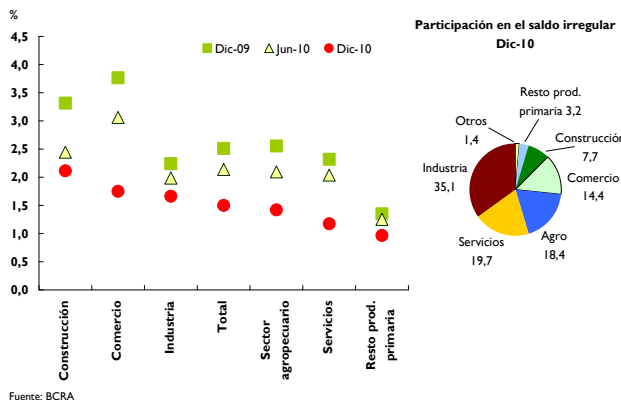


El sector corporativo impuls3 la aceleraci3n del crecimiento crediticio evidenciada en el a3o, llevando a que el sistema financiero incremente su exposici3n a las empresas fundamentalmente en el segundo semestre de 2010 (ver Gráfico V.15). A nivel agregado, este sector mantuvo moderados niveles de endeudamiento, en un contexto en el que el positivo desempe3o de la econom3a local (ver Secci3n III.2) condujo a una mejora en la capacidad de pago del conjunto de firmas.

La irregularidad de las financiaci3nes al sector corporativo se ubic3 en 1,5% a fines de 2010, reduci3ndose 1 p.p. en t3rminos interanuales principalmente por el desempe3o evidenciado en la segunda parte del a3o. La mejora anual en la calidad de la cartera result3 generalizada entre las l3neas de cr3dito a empresas, manteniendo los documentos y los adelantos los mejores desempe3os relativos. La reducci3n de la morosidad tambi3n se observ3 en todas las ramas productivas (ver Gráfico V.16), con una destacada ca3da en el comercio y en la construcci3n.

**Gráfico V.16**

**Irregularidad del Cr3dito a las Empresas por Sectores Econ3micos**

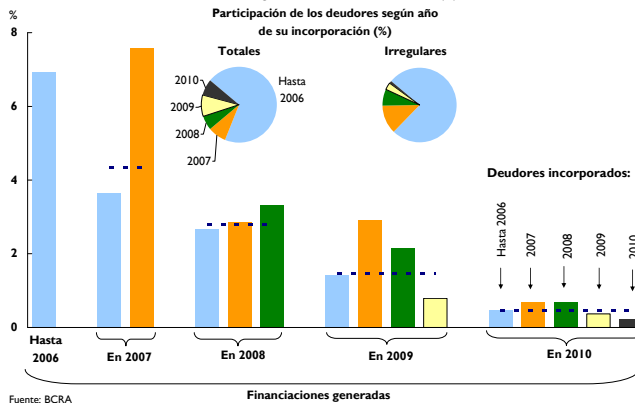


Se estima que los pr3stamos destinados a empresas vigentes al cierre del a3o verificar3an una irregularidad m3s alta mientras m3s lejos haya sido su momento de otorgamiento. Los cr3ditos otorgados a las firmas hasta 2006 alcanzar3an una morosidad por encima del promedio (ver Gráfico V.17), si bien representan menos de 10% del stock total de pr3stamos a este segmento.

**Manteniendo un reducido riesgo de contraparte, se prev3 que el conjunto de entidades financieras locales siga aumentando su exposici3n a las empresas**

**Gráfico V.17**

**Financiaci3nes al Sector Corporativo por Per3odo de Origenaci3n Estimado**

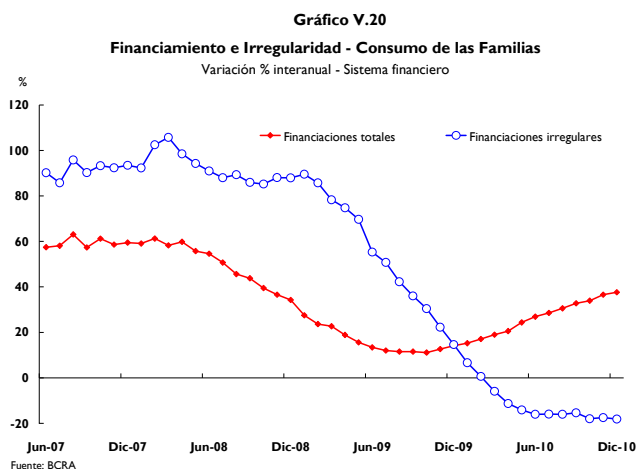
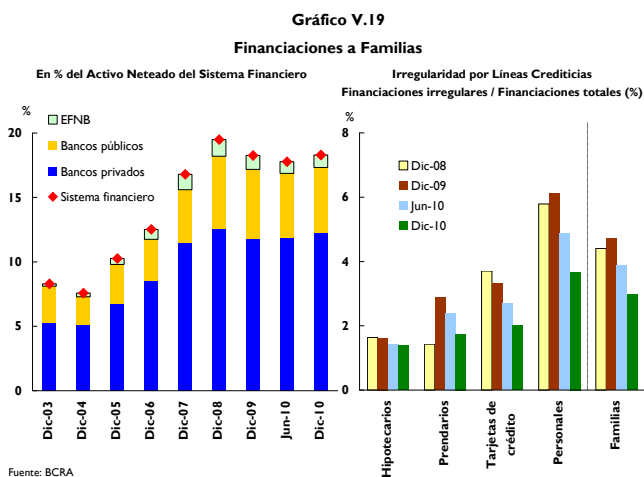
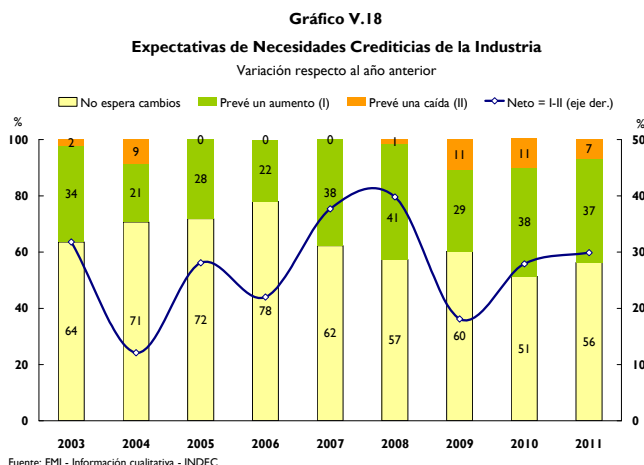


Para 2011 se esperan incrementos sostenidos en los niveles de actividad de los distintos sectores productivos. Se estima que las empresas aumentar3n la obtenci3n de recursos a trav3s del sistema financiero (ver Gráfico V.18), aunque seguir3an manteniendo moderados niveles de endeudamiento total. En particular, para lo que resta del a3o, si bien desde niveles a3n bajos, se prev3 una creciente exposici3n crediticia del sistema financiero a las PyMES.

## Familias

**Sigui3 reduci3ndose la morosidad de la cartera y aument3 levemente la exposici3n del sistema financiero a las familias**

La exposici3n del sistema financiero a las familias cerr3 2010 en un nivel levemente superior al observado en 2009 (ver Gráfico V.19), mayormente por el desempe3o evidenciado por las l3neas de cr3dito para consumo en la



segunda mitad del año. A lo largo del período se redujo la morosidad de la cartera de crédito de los hogares, en todas las líneas de financiamiento, situación que recoge en parte el efecto de las mejoras en el mercado laboral sobre la capacidad de pago del sector (ver Página 42). De esta manera, el sistema financiero mantiene una posición favorable frente al riesgo de crédito asumido.

Las familias presentaron un nivel de morosidad equivalente a 3% de las financiamientos a fines de 2010, evidenciando una caída de 1,8 p.p. en el año. Los préstamos para consumo cerraron el año con un nivel de irregularidad similar al promedio de las líneas del sector, liderando la reducción en la morosidad tanto por el mayor ritmo de crecimiento del saldo total, como por la caída de los créditos morosos (ver Gráfico V.20). Se estima que las financiamientos otorgadas a los hogares entre 2007 y 2009 a deudores que se incorporaron al sistema financiero en este lapso, verifican un nivel de morosidad superior al promedio del sector (ver Gráfico V.21), si bien gradualmente estarían verificando un mejor desempeño.

***Se espera que la capacidad de pago de las familias continúe sin grandes cambios, en un contexto de acotado riesgo de crédito***

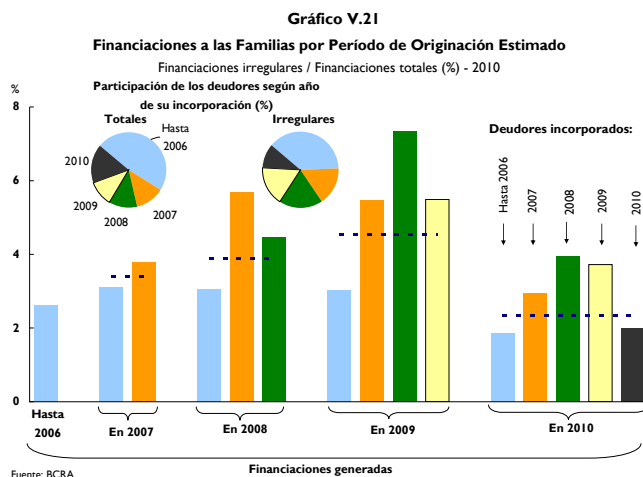
Se prevé que la capacidad de pago de las familias siga gradualmente presentando algunas mejoras a partir de las positivas perspectivas para el mercado laboral. De la misma manera, se espera que la política de desarrollo e inclusión social actual mejore el nivel de ingreso de los estratos más bajos de la población, generando un impacto positivo en la capacidad de pago agregado del sector.

Este segmento del mercado crediticio conservaría los niveles de actividad en 2011, con una creciente demanda, especialmente en la rama de préstamos al consumo. La expectativa de crecimiento económico, en un contexto de disponibilidad de liquidez bancaria, y con bajos y descendentes niveles de mora de la cartera de deudores, generarían las condiciones para que la mayoría de los bancos incrementen su oferta de financiamiento a las familias.

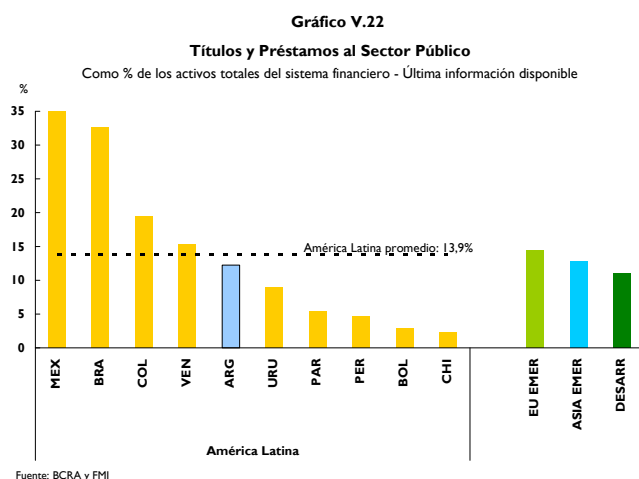
A partir de estas perspectivas, se espera que el riesgo de crédito a los hogares permanezca en niveles moderados, con niveles agregados de endeudamiento para el sector que se ubican actualmente por debajo de los evidenciados antes de la crisis local de 2001-2002 (ver Gráfico III.2).

## V.2.2 Sector público

## En 2010 se evidenció una caída en la exposición de los bancos al sector público



Conjuntamente con el aumento anual de la participación del crédito al sector privado en los activos bancarios, se evidenció una leve reducción en la exposición de las entidades financieras al sector público, hasta alcanzar 12,2% del activo total. Este registro se encuentra en línea con el promedio observado en la región (ver Gráfico V.22). A su vez, el saldo de los depósitos del sector público en el conjunto de entidades continuó superando al crédito canalizado hacia este sector en un monto equivalente a 10,4% del activo total a fines de 2010 (ver Gráfico V.23). Cabe destacar que desde marzo de 2011 entró en vigencia la nueva normativa dispuesta por el BCRA para simplificar en un solo ordenamiento los criterios de valuación de los instrumentos de deuda del sector público no financiero y de regulación monetaria del BCRA. Este cambio se encuentra en línea con las recomendaciones internacionales en la materia, y busca propiciar la eliminación de las diferencias de valuación contable de estos activos respecto de sus precios de mercado así como mejorar la transparencia en la exposición de los balances de las entidades financieras (ver Página 43).



Se espera que la exposición de la banca a este sector permanezca en niveles bajos. En un contexto macroeconómico favorable, se prevé que el sector público mantenga su capacidad de pago a partir del desempeño de sus ingresos y egresos, de los efectos de la normalización de sus obligaciones y de los decrecientes niveles de endeudamiento en términos del PIB (ver Capítulo II).

## V.3 Riesgo de moneda

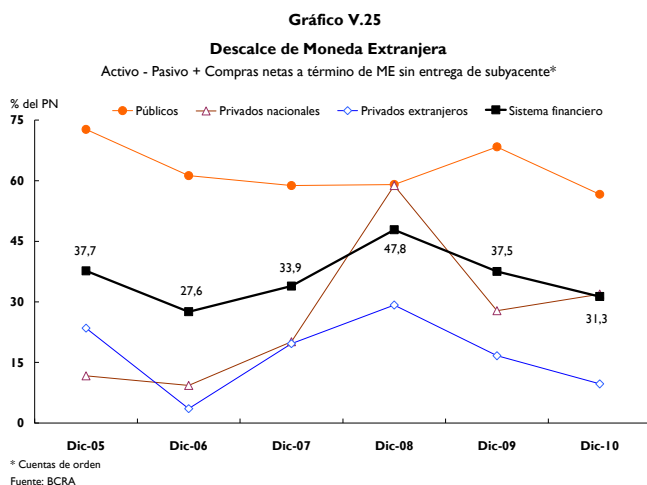
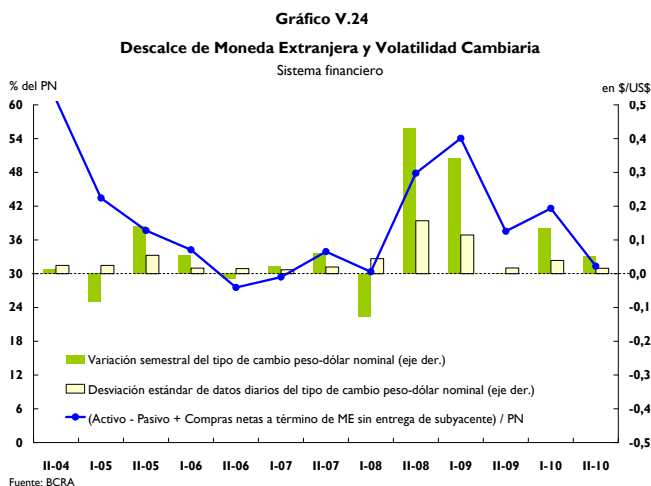
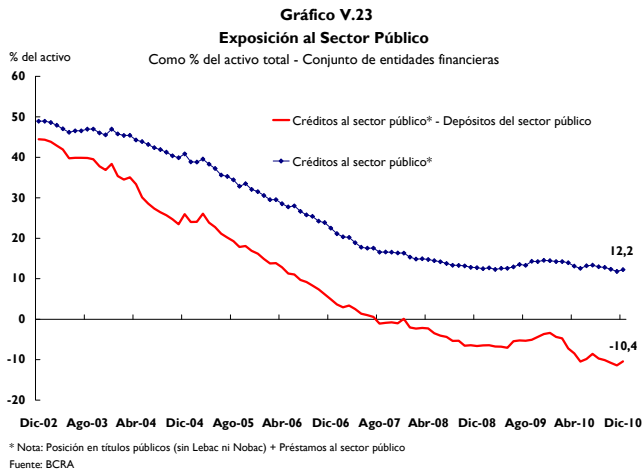
### El sistema financiero redujo la exposición al riesgo de moneda

El achicamiento del descalce activo de moneda extranjera del conjunto de entidades financieras sumado a la reducida volatilidad cambiaria evidenciada en 2010, condujeron a la disminución de la exposición patrimonial de los bancos al riesgo de moneda. Sobre el cierre de 2010 el descalce de moneda extranjera del sistema financiero, incorporando partidas del activo y del pasivo así como las operaciones a término de moneda extranjera<sup>85</sup>, se ubicó en 31% del patrimonio neto<sup>86</sup>, evidenciando una importante caída en la segunda parte del año (ver Gráfico V.24).

<sup>85</sup> En cuentas de orden.

<sup>86</sup> En términos regulatorios, el sistema financiero en su conjunto presentó una posición global neta de moneda extranjera (PGNME) equivalente a 34% de la responsabilidad patrimonial computable (RPC) en el cierre del año, levemente menor que la de fines de 2009.





En 2010, el incremento del pasivo en moneda extranjera del sistema financiero (principalmente depósitos del sector público y privado) superó al efecto conjunto del aumento del activo (liquidez y préstamos para financiar exportaciones) y de las compras netas a término de moneda extranjera sin entrega del subyacente (derivados de moneda extranjera). Los bancos públicos y los privados extranjeros impulsaron principalmente la reducción del descalce de moneda extranjera a lo largo de 2010 (ver Gráfico V.25).

Sobre el cierre del año la mayor parte del descalce de moneda extranjera del conjunto de entidades financieras (93% del total) estuvo explicado por la diferencia entre activos y pasivos, en tanto que el resto lo representaron las compras netas de moneda a término liquidables en pesos (compras a término de moneda extranjera que superaban las ventas a término) (ver Gráfico V.26). Dos terceras partes del descalce total del sistema financiero estuvo originado en los bancos públicos. Por su parte, los bancos privados nacionales mantuvieron la mayor proporción de las compras netas de moneda extranjera a término.

A lo largo de 2010, el tipo de cambio nominal peso-dólar aumentó moderadamente, registrando una volatilidad menor que la de años anteriores. Dada la posición activa en moneda extranjera a nivel sistémico, el aumento del tipo de cambio nominal dio lugar a ciertas ganancias contables en 2010, aunque menores que las de períodos previos (ver Gráfico IV.23).

Cabe considerar que el sistema financiero mantiene un nivel de dolarización menor que el existente antes de la crisis de 2001-2002 (ver Página 67) y que el registrado actualmente en promedio en los países de la región.

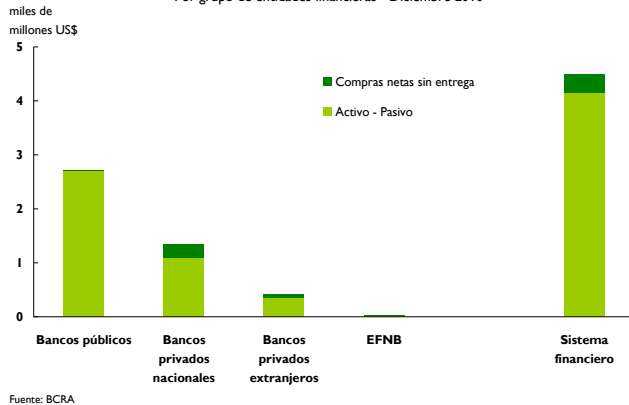
### *Se espera que el riesgo de moneda extranjera siga en niveles bajos*

Se prevé que la exposición del conjunto de entidades financieras al riesgo de moneda siga siendo reducida en 2011, manteniendo un descalce sistémico de moneda en niveles moderados en un marco de volatilidad acotada del tipo de cambio nominal. De esta manera, el riesgo de que fluctuaciones en el tipo de cambio se traduzcan en un efecto patrimonial negativo para el conjunto de bancos sigue siendo bajo.

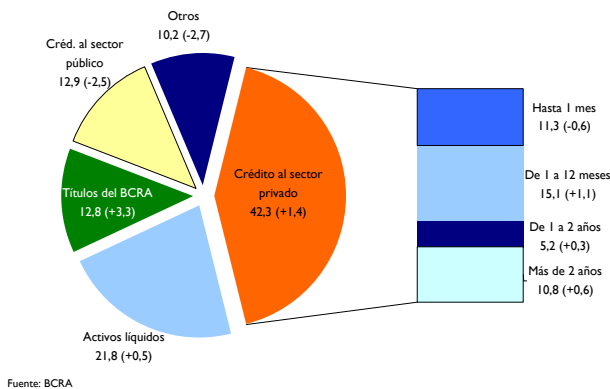
## V.4 Riesgo de tasa de interés

*La exposición de los bancos al riesgo de tasa de interés se mantuvo en niveles acotados*

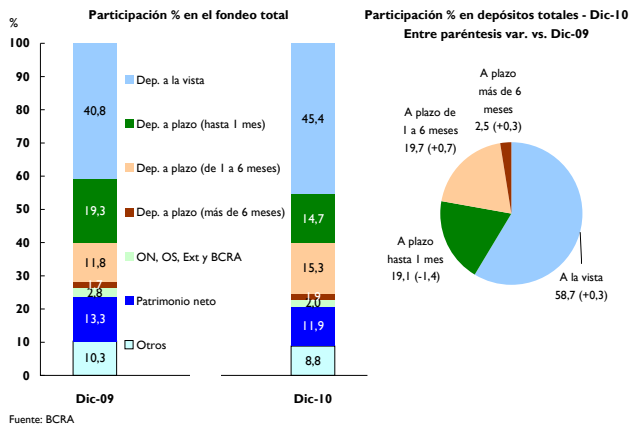
**Gráfico V.26**  
**Composición del Descalce de Moneda Extranjera**  
 Por grupo de entidades financieras - Diciembre 2010



**Gráfico V.27**  
**Saldo de Activos del Sistema Financiero por Plazo Residual**  
 Participación % en el activo neteado Dic-10 - Entre paréntesis var. con respecto a Dic-09



**Gráfico V.28**  
**Fondeo del Sistema Financiero por Plazo Residual**  
 Participación % en el fondeo total y Participación % en depósitos totales - Dic-10



El contexto en el que las tasas de interés de mayor relevancia a nivel local resultaron menores a las evidenciadas un año atrás y la reducida volatilidad de las mismas, contribuyó a mantener acotada la probabilidad de materialización del riesgo de tasa de interés que enfrentan los bancos.

Este riesgo que asumen las entidades financieras se origina a partir de la menor sensibilidad de los activos en comparación con los pasivos, ante cambios en las tasas de interés. El mantenimiento de activos bancarios que devengan una tasa de interés fija a un plazo relativamente mayor que la de los pasivos genera una exposición patrimonial a la volatilidad en las tasas de interés. En términos generales, el descalce de plazos que enfrenta el sistema financiero no presentó cambios de magnitud en 2010. Principalmente a partir del incremento de la participación de los activos líquidos y de los instrumentos de regulación monetaria emitidos por el BCRA (ver Gráfico V.27), el activo total del sistema financiero habría registrado un leve acortamiento de su plazo residual. El aumento evidenciado en la ponderación del crédito al sector privado de mayor madurez relativa compensó en cierta medida esta tendencia. Por su parte, los depósitos a la vista ganaron relevancia para el conjunto de bancos, impulsando una moderada reducción del plazo residual de fondeo del sector (ver Gráfico V.28).

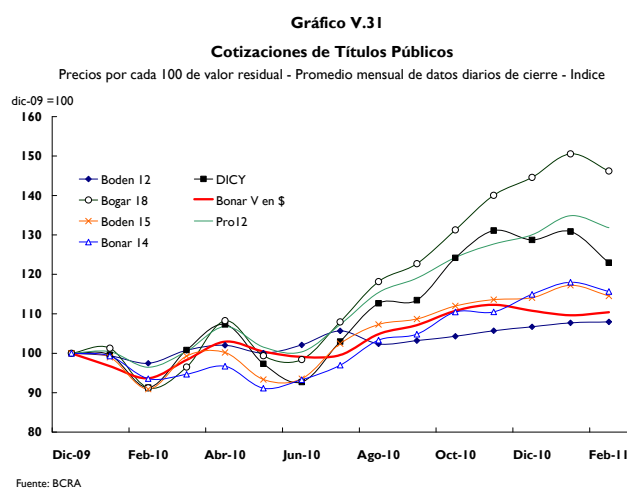
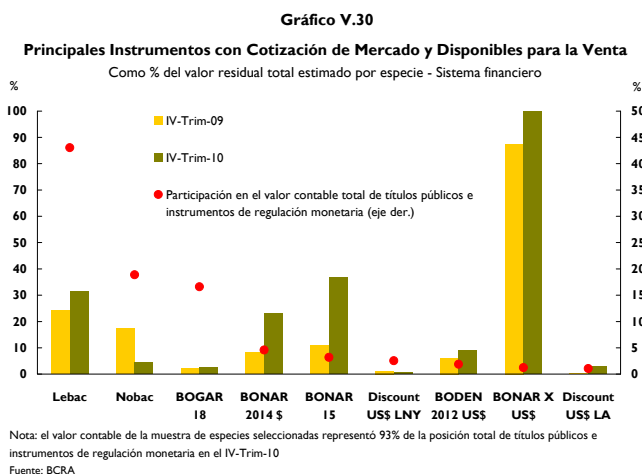
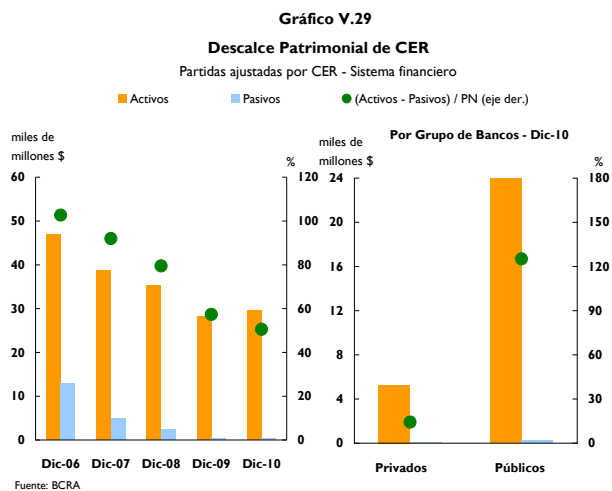
***Cae el descalce de tasa de interés real en términos del patrimonio neto agregado***

Si bien el incremento anual del valor contable de los PGN y de los títulos públicos ajustables por CER condujo a una leve ampliación de la diferencia entre activos y pasivos ajustables, el descalce se ubicó en 51% en términos del patrimonio neto hacia el cierre de 2010 (ver Gráfico V.29), por debajo del nivel de 2009. De esta manera, el conjunto de entidades financieras conservó una acotada exposición al riesgo de tasa de interés real.

A lo largo de 2010 el sistema financiero verificó una suba gradual de la exigencia normativa de capital mínimo por riesgo de tasa de interés, estando explicada tanto por el segmento en moneda nacional como por aquel en pesos ajustables por CER en el caso de los bancos públicos, y por las partidas en pesos de la banca privada.

***Se espera que la exposición al riesgo de tasa de interés continúe siendo moderada***

En el marco de las positivas perspectivas existentes para la economía local, no se esperarían fluctuaciones de magnitud en las tasas de interés para los próximos meses, manteniéndose una reducida probabilidad de que el



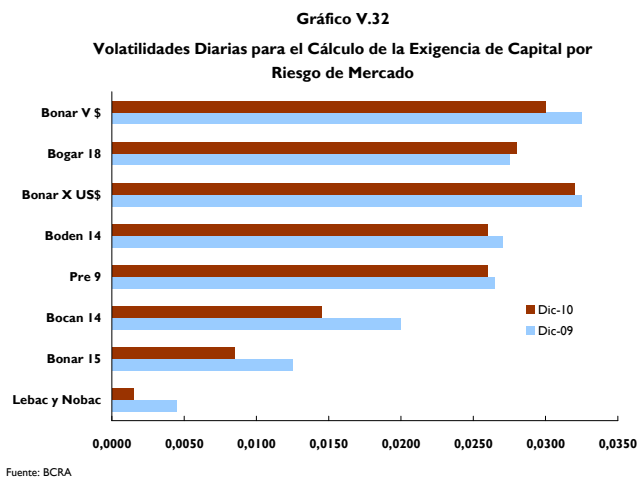
riesgo de tasa de interés que enfrenta el sistema financiero se materialice. Si bien existe un amplio margen para que crezca en profundidad, las entidades financieras cuentan con el mercado de futuros de tasa de interés para colaborar en la administración de este tipo de riesgo intrínseco a la actividad (ver Página 36). Cabe destacar que, con el objetivo de su promoción, el BCRA sigue participando en este mercado por medio de la “función giro”.

## V.5 Riesgo de mercado

### *La exposición del sistema financiero al riesgo de mercado se mantiene acotada*

A lo largo de 2010 se evidenció un leve incremento en las proporciones de las especies valuadas con cotización de mercado en la cartera de los bancos (ver Gráfico V.30), conjuntamente con una mejora en las cotizaciones de los principales títulos públicos (ver Gráfico V.31). De esta manera, en el año aumentó gradualmente el volumen de los instrumentos que pueden generar cierta fluctuación patrimonial para el sistema financiero ante cambios en las condiciones de mercado. Al mismo tiempo, en 2010 se registró una leve reducción de las volatilidades de los principales títulos valores (ver Gráfico V.32), morigerando la exposición de los bancos frente al riesgo de mercado. De esta forma, en 2010 el valor a riesgo de mercado en términos del capital regulatorio se redujo levemente (ver Gráfico V.33), manteniéndose en niveles inferiores a los evidenciados en los picos de la crisis financiera internacional (fines de 2007 y principios de 2008).

En línea con la gradual normalización patrimonial que evidenció el sistema financiero en los últimos años, esta Institución decidió simplificar el conjunto de alternativas a disposición de los bancos para la valuación de instrumentos de deuda pública y de regulación monetaria del BCRA. Desde marzo de 2011 quedan vigentes sólo los criterios de registración contable, a valor razonable de mercado y el de costo de incorporación más rendimiento mensual en función de la tasa interna de rendimiento (TIR). En el marco de implementación previsto, no se esperarían fluctuaciones patrimoniales significativas para el conjunto de bancos. Con este cambio, que se encuentra en línea con las recomendaciones internacionales en la materia, se busca propiciar la eliminación de las diferencias de valuación contable de estos activos respecto de sus precios de mercado así como mejorar la transparencia en la exposición de los balances de las entidades financieras.



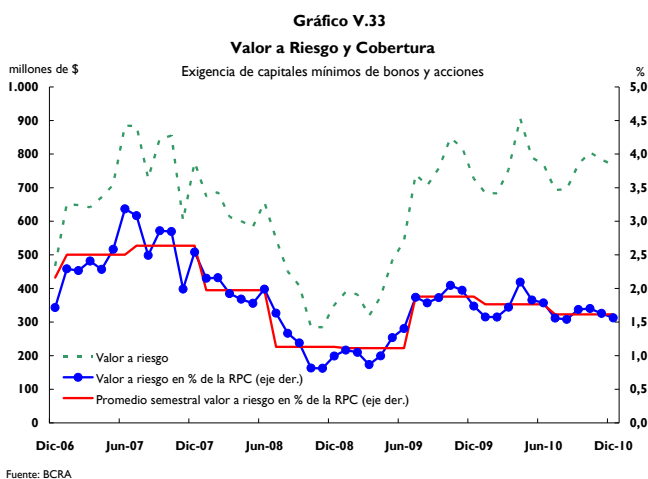
*Se prevé que el riesgo de mercado que enfrenta el sistema financiero se mantenga moderado, si bien el contexto internacional condiciona el desempeño de las cotizaciones de las principales especies mantenidas en cartera de los bancos*

A pesar de volatilidad evidenciada en los mercados financieros internacionales en los últimos meses, para lo que resta de 2011 prevalecen expectativas positivas para las cotizaciones de los instrumentos de renta fija. Sin embargo, dado que se mantienen ciertos focos de tensión a nivel global, no se descarta nuevos episodios de volatilidad. En este contexto, se prevé que los bancos mantengan una moderada exposición al riesgo de mercado.

## V.6 Balance de riesgos

*Prevalecen señales de cambio favorable en la configuración de riesgos enfrentados por el sistema financiero*

En líneas generales se consolidan las principales tendencias destacadas en la edición anterior del Boletín de Estabilidad Financiera, manteniéndose el sesgo hacia un cambio favorable de la configuración global de riesgos del sistema financiero. Al mismo tiempo se evidencia una mejora paulatina de la cobertura de los riesgos asumidos y de la posición de solvencia del sector.



El conjunto de bancos mantiene su posición frente al riesgo de liquidez, a partir del sostenido aumento de los depósitos, los niveles de reservas líquidas y la profundización de los mercados interfinancieros. Adicionalmente, el BCRA cuenta ante cualquier eventualidad con la posibilidad de actuar como prestamista de última instancia.

El sistema financiero continúa incrementando su solidez frente al riesgo de crédito del sector privado, mientras el financiamiento a las empresas y familias aumenta gradualmente su participación en el activo total de los bancos. El contexto de disminución de la morosidad de la cartera privada, sumado a las políticas de previsionamiento, contribuyó a que todos los grupos de entidades financieras mantengan una adecuada cobertura sobre las pérdidas esperadas por incobrabilidad.

Las entidades financieras achicaron la exposición al riesgo de moneda extranjera en un marco de acotada volatilidad cambiara, manteniendo este riesgo en niveles moderados. El descalce de partidas ajustables por CER también se redujo, moderando el riesgo de tasa de interés real de los bancos. La gradual disminución y la baja va-

riabilidad de las principales tasas de interés registradas en 2010 mantienen acotada la probabilidad de materialización del riesgo de tasa de interés. La exposición al riesgo de mercado subió levemente en 2010, dada la mayor ponderación de los activos con cotización en cartera de los bancos. No obstante este riesgo sigue teniendo una baja participación en el balance de riesgos del sistema financiero.

El positivo desempeño macroeconómico local previsto para 2011 genera un marco favorable para el desarrollo de las actividades del sistema financiero, mejorando gradualmente su balance global de riesgos asumidos. El BCRA continuará focalizando sus políticas para promover las condiciones de estabilidad monetaria y financiera, impulsando el desarrollo del financiamiento a empresas y familias.



## VI. Sistema de Pagos

### Síntesis

El Sistema Nacional de Pagos (SNP) continúa diversificando y profundizando los instrumentos que dinamizan la cadena de pagos de la economía y brindan una mayor seguridad y eficiencia en las operaciones bancarias. Si bien el circulante sigue siendo un medio de pago utilizado intensivamente en las transacciones locales, gradualmente se profundiza el uso de medios electrónicos alternativos.

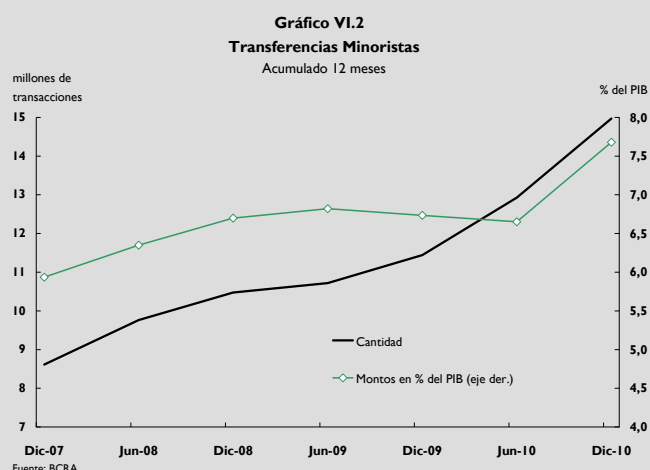
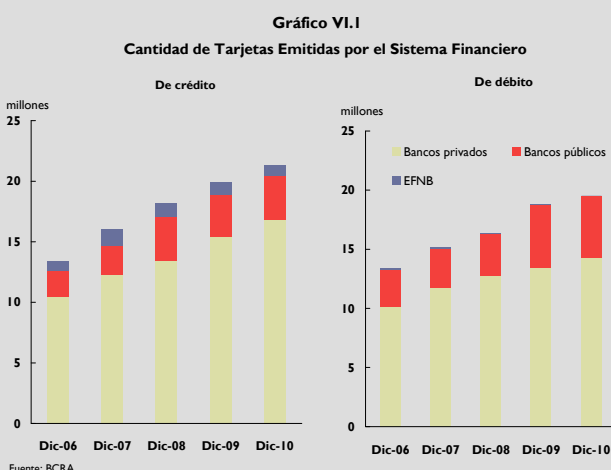
El mercado de tarjetas continuó expandiéndose de la mano de un mayor nivel de intermediación financiera, observando un aporte significativo de los bancos privados. La experiencia internacional muestra que existe aún terreno para ampliar el crecimiento de este mercado, tendencia que vendrá de la mano de un mayor desarrollo económico a nivel local. Por su parte, a lo largo del año se incrementó la cantidad de cheques compensados y se redujeron aquellos rechazados por falta de fondos en términos del total compensado.

Paulatinamente las familias y empresas amplían el uso de los débitos automáticos que, actualmente representan 3,6% del PIB (más de 1 p.p. por encima de dos años atrás), mostrando aún margen para mejorar si se lo compara con otras economías. Las transferencias banca-

rias minoristas mostraron un notorio incremento, especialmente en la segunda parte del año, siendo en parte impulsadas por las nuevas medidas implementadas por el BCRA que implicaron una reducción en sus costos.

La utilización del sistema de pagos de alto valor MEP (Medio Electrónico de Pagos), presentó un incremento en el nivel de operaciones, evidenciando un comportamiento similar en ambos semestres de 2010.

En los últimos meses el BCRA implementó un conjunto de medidas con el fin de mejorar y ampliar el Sistema Nacional de Pagos, muchas de las cuales ya están mostrando resultados positivos (ver Apartado 5 para un mayor detalle). Por su parte, con la estandarización de los certificados de depósitos a plazo fijo se avanzó con el proyecto de la Compensación Federal Uniforme (CFU). Esto le permite a las entidades financieras contar con un mayor número de herramientas para la verificación y control de este tipo de documentos, redundando en mejoras en términos de seguridad y de eficiencia en la operativa.



## VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

**El sector privado continúa profundizando la utilización de los medios de pagos electrónicos, en un contexto de expansión del mercado de tarjetas y mayor compensación de cheques**

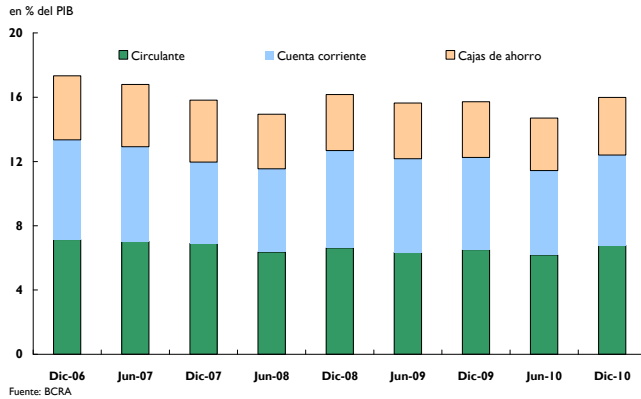
El Sistema Nacional de Pagos (SNP) continuó verificando mejoras en su alcance y desarrollo, brindando instrumentos que dinamizan la cadena de pagos de la economía y garantizan mayor seguridad y agilidad en las operaciones.

Si bien el circulante continúa siendo un medio de pago que se utiliza intensivamente en la economía local (ver Gráfico VI.3), gradualmente se profundiza el uso de otros mecanismos de pago, especialmente aquellos electrónicos. El circulante en términos del PIB permaneció estable respecto al año anterior, en torno a 6,6%, encontrándose en línea con el promedio de las economías de la región<sup>87</sup>.

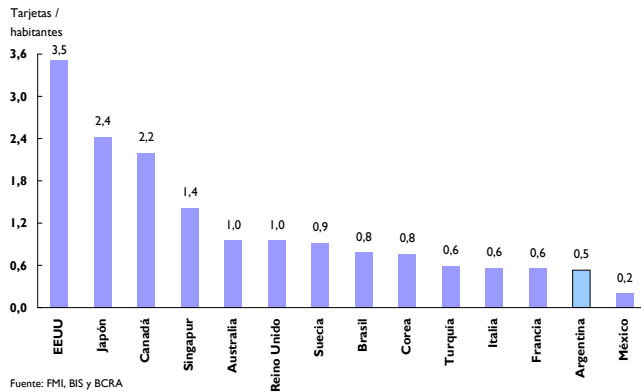
Como signo del gradual desarrollo en los medios de pagos alternativos al efectivo, el mercado de tarjetas (tanto de débito como de crédito) observó un incremento respecto al año pasado, con un aporte significativo de los bancos privados (ver Gráfico VI.1). No obstante, aún queda terreno para profundizar el uso de este instrumento para alcanzar los niveles que presentan otras economías (ver Gráfico VI.4).

La cantidad de cheques compensados durante la segunda parte del año alcanzó 48,7 millones (por un monto de \$450 miles de millones), reflejando un incremento interanual de 6,6%. Aproximadamente el 77% de los documentos cursados no requirió el envío de la imagen del mismo al banco girado, sólo canalizándose un registro electrónico, dado que su monto fue menor a \$5.000. Sobre los restantes documentos (mayores a \$5.000), además del mencionado registro se canalizó la imagen electrónica para su corroboración por parte de la entidad girada. La cantidad de cheques rechazados por diversos motivos representó 2,5% del total de compensados, levemente por encima de los valores correspondientes a la segunda parte de 2009. No obstante, la cantidad de documentos rechazados específicamente por falta de fondos continuó reduciéndose en términos del total (ver Gráfico VI.5) (así como el monto transado), alcanzando a representar 0,7%. También se ha profundizado la utilización de los cheques cancelatorios, de la mano de las medidas adoptadas recientemente por el BCRA (ver Apartado 5 para un mayor detalle).

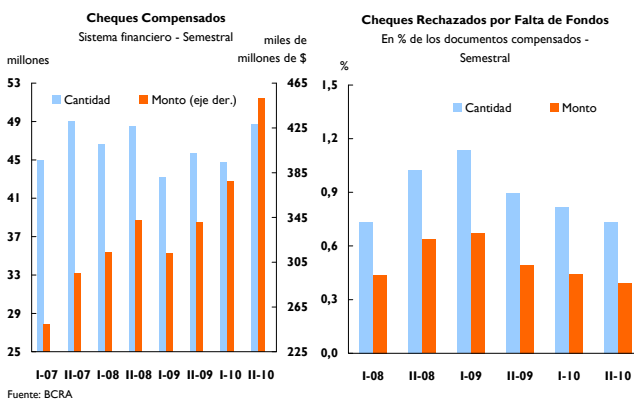
**Gráfico VI.3**  
Evolución del M2 en Pesos  
Como % del PIB



**Gráfico VI.4**  
Cantidad de Tarjetas de Crédito - Comparación Internacional  
Último dato disponible



**Gráfico VI.5**  
Cheques



<sup>87</sup> Ver BEF II-10, Capítulo VI. Sistema de Pagos, gráfico VI.4



## Apartado 5 / Estrategia de Bancarización Impulsada por el BCRA

La provisión de servicios financieros entre las distintas jurisdicciones del país sigue siendo heterogénea, situación que se suma a la desigualdad en el acceso a las herramientas bancarias entre estratos socioeconómicos de la población. Teniendo esto en cuenta, uno de los ejes de la actual política financiera impulsada por el BCRA lo constituye la universalización del acceso a los servicios financieros. La aprobación de nuevas pautas para la apertura de sucursales bancarias, la creación de la Cuenta Gratuita Universal, la reformulación del Cheque Cancelatorio, y la reducción de los costos sumada a la acreditación inmediata de las transferencias bancarias, son medidas que apuntan en este sentido. Al mismo tiempo, teniendo en cuenta la aún reducida profundidad del crédito de mediano y largo plazo, desde esta Institución se está impulsando un mayor desarrollo del financiamiento a las empresas que pueda generar un crecimiento más dinámico de la inversión, implementando para ello el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario

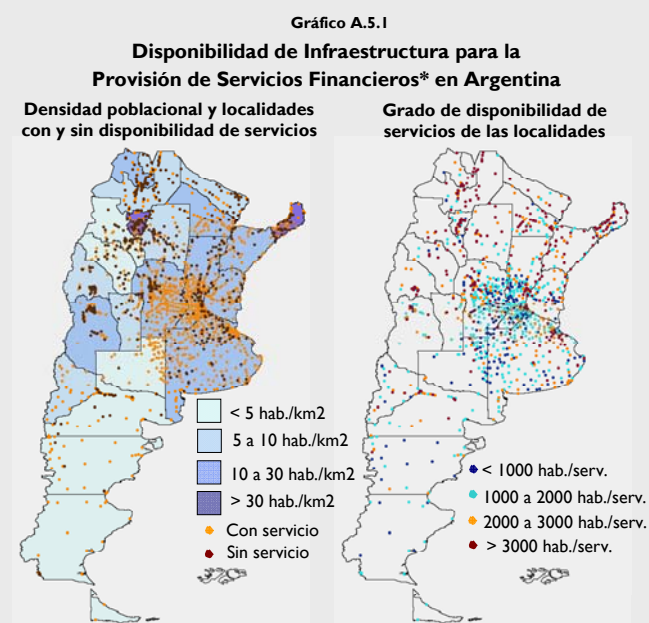
En los últimos años el sistema financiero ha venido experimentando una paulatina ampliación de su infraestructura operativa, verificando aumentos en la cantidad de empleados, cajeros automáticos y sucursales (ver Página 55) y ciertas mejoras en términos de bancarización (ver Apartado 3 del BEF II-10). Sin embargo, aún prevalecen señales de heterogeneidad en la provisión de servicios financieros a lo largo del país y cierta desigualdad en el acceso entre estratos económicos. En general, las localidades con mayor infraestructura de servicios financieros corresponden a la zona centro y sur del país, mientras que se observa una menor penetración del sistema financiero en el norte (ver Gráfico A.5.1). Existen unas 880 localidades, principalmente de las provincias del norte, que cuentan con una baja presencia de servicios financieros<sup>88</sup> o en el extremo no tienen.

En este marco, en el último año el BCRA redefinió las prioridades de su política financiera, buscando posibilitar mejoras en la infraestructura de provisión de servicios financieros a nivel regional así como su mayor utilización por parte de la población. En mayo de 2010 se habilitó la instalación de dependencias especiales de atención en localidades con menos de 30.000 habitantes, brindando facilidades a las entidades financieras que quieran instalarse en esos sitios<sup>89</sup>. Complementariamente

<sup>88</sup> De este total, unas 280 localidades (con 8,5 millones de personas) tiene una baja disponibilidad de servicios financieros (más de 3.000 habitantes por cada unidad operativa de servicio).

<sup>89</sup> Comunicación "A" 5079.

te, se dispusieron nuevas pautas para autorizar la apertura de sucursales<sup>90</sup>. Desde 2011 se considera, especialmente, si los pedidos de apertura de sucursales bancarias en las jurisdicciones más bancarizadas están asociados a la apertura simultánea de sucursales en las zonas con menor prestación de servicios bancarios<sup>91</sup>. También se está impulsando una mayor utilización de las agencias móviles<sup>92</sup>, ampliando su disponibilidad para las entidades que actúen como agentes financieros de gobiernos locales.



\*Nota: Central, Matriz, Sucursal, Agencia, Delegación, Agencia móvil, ATM y/o Dependencia. Datos a marzo de 2010. Fuente: BCRA e INDEC

Estas medidas tendientes a una mayor disponibilidad geográfica de los servicios financieros se complementaron con la reciente calibración de la clasificación de las jurisdicciones en función de la cual se calculan los capitales mínimos<sup>93</sup> requeridos a las entidades, esquema diseñado para incentivar la extensión geográfica de la operatoria bancaria. Además, se flexibilizaron las exigencias de capital para las cajas de crédito cooperativas que soliciten la instalación de sus casas en localidades, municipios o comunas en donde se encuentren habilita-

<sup>90</sup> Comunicación "A" 5167.

<sup>91</sup> Esta asociación entre solicitudes de apertura no se tendrá en cuenta para los bancos públicos, dado su rol de fomento y cobertura bancaria que desempeñan, ni en los bancos que tengan una presencia en las zonas menos abastecidas por encima de la media del mercado, ni en los bancos especializados (con al menos 5 sucursales).

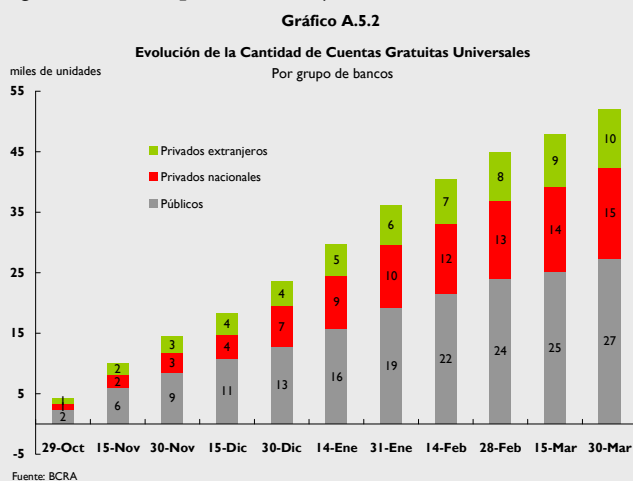
<sup>92</sup> Comunicación "A" 5157.

<sup>93</sup> Comunicación "A" 5168.

das no más de dos casas operativas de entidades financieras.

Complementariamente a la estrategia tendiente a reducir la disparidad regional en la provisión de servicios financieros, el BCRA viene desarrollando instrumentos destinados a propiciar una mayor inclusión en el acceso a tales servicios entre los distintos estratos económicos de la población. Así se implementó la Cuenta Gratuita Universal (CGU)<sup>94</sup>, herramienta que los bancos deben poner a disposición de las personas que no poseen otra cuenta, sin cargo alguno, cuyo único requisito de habilitación es la presentación del DNI. A fines de marzo de 2011 la cantidad de cuentas bajo esta modalidad llegaba a casi 52.000<sup>95</sup> (ver Gráfico A.5.2) observándose un crecimiento diario promedio en lo que va del año del orden de 480 cuentas. Entre las 34 entidades financieras que vienen ofreciendo este producto, resulta destacado el aporte de los bancos públicos (53% del total de cuentas).

Por su parte, con el fin de extender el uso de los productos financieros en los segmentos ya bancarizados de la población, el BCRA reglamentó la normativa que establece que los movimientos en las cuentas en las que se acrediten remuneraciones (“cuenta sueldo”), no podrá generar costos para los trabajadores<sup>96</sup>.



Asimismo, con el fin de incrementar la realización de transacciones a través del sistema financiero, especialmente de la población de menores recursos, se propició una reducción significativa de los costos de las transferencias interbancarias<sup>97</sup>, tanto aquellas realizadas a través de internet, cajeros automáticos como por ventanilla en las entidades. Más aún, se eliminaron los costos para todas las transferencias realizadas por medios electrónicos

<sup>94</sup> Comunicación “A” 5127.

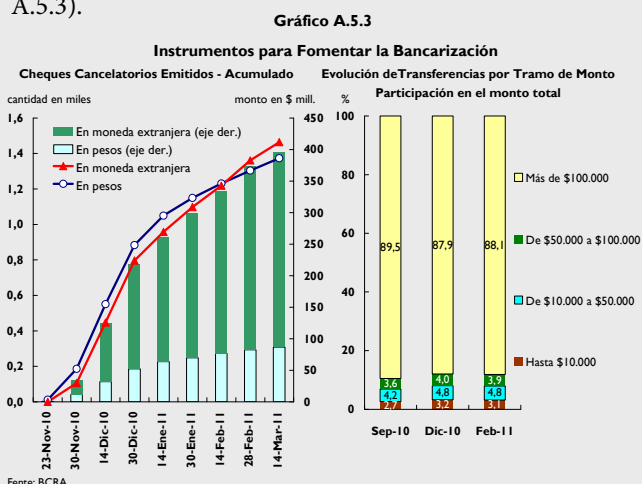
<sup>95</sup> De las cuales 10.400 se encontraban en un proceso de validación.

<sup>96</sup> Comunicación “A” 5091.

<sup>97</sup> Comunicación “A” 5127.

cos por montos menores a \$10.000. En este nuevo marco, la cantidad total de transferencias realizadas creció sobre el cierre de 2010, mientras que los tramos de montos relativamente más chicos ganaron importancia en los últimos meses (si bien tienen una participación reducida en el total de transferencias). Para profundizar la iniciativa, y en línea con el objetivo de extender el uso de los servicios financieros, esta Institución dispuso recientemente que las entidades implementen la acreditación inmediata de las transferencias bancarias a través de cajeros automáticos o desde internet<sup>98</sup>.

El BCRA también instrumentó recientemente el Cheque Cancelatorio<sup>99</sup> para operaciones de mayores montos (como por ejemplo para la compra de inmuebles o automotores, entre otros). Desde su puesta en marcha, se acumularon operaciones por un monto total de \$87 millones (casi 1.400 cheques denominados en moneda local) y US\$77 millones (alrededor de 1.500 cheques denominados en moneda extranjera) (ver Gráfico A.5.3).



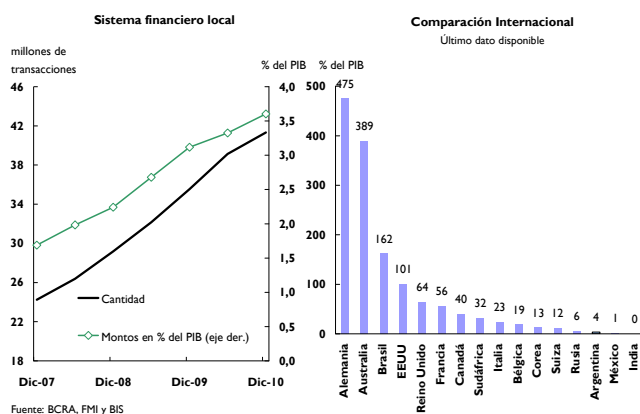
Por último, de forma complementaria al objetivo de extender el acceso y el uso de los servicios financieros, el BCRA identifica la necesidad de generar instrumentos que permitan ampliar la disponibilidad de recursos para que las empresas puedan llevar adelante planes de inversión y así incrementar la capacidad productiva de la economía. Con este fin, se diseñó el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario<sup>100</sup> a mediados del año pasado, a través del cual el Banco Central licita fondos entre las entidades financieras, por un plazo máximo de 5 años. Estos fondos son aplicados por los bancos a proyectos de inversión del sector productivo, con un plazo promedio igual o mayor a dos años y medio, con una tasa de interés fija en pesos (para un mayor detalle ver Capítulo IV).

<sup>98</sup> Comunicación “A” 5194.

<sup>99</sup> Comunicación “A” 5130.

<sup>100</sup> Comunicación “A” 5089.

**Gráfico VI.6**  
**Débitos Directos**



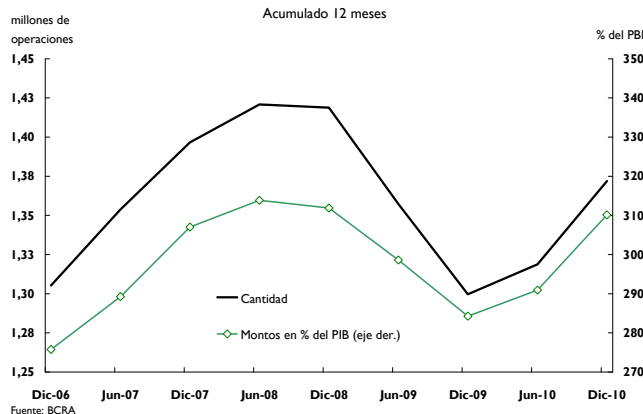
Por su parte, siguió aumentando el uso del débito automático a la hora de cancelar deudas, asociadas principalmente al uso de servicios como de energía, cable, gas, teléfono, entre otros. A fines de 2010 el volumen de débitos directos representó 3,6% del PIB, por encima de años anteriores, aunque aún presenta un amplio margen de desarrollo (ver Gráfico VI.6) que podrá ir alcanzándose con el crecimiento de la economía y con la inclusión de más estratos de la población a la utilización de los servicios financieros bancarios. A su vez, las transferencias bancarias minoristas aceleraron su ritmo de crecimiento en la segunda mitad del año, cerrando 2010 con un volumen operado equivalente a 8% del PIB (ver Gráfico VI.2). Esta evolución fue impulsada en parte por las medidas que adoptó el BCRA tendientes a disminuir los costos de transacción (ver Apartado 5) de este tipo de operaciones.

Por su parte, mediante la utilización del Medio Electrónico de Pago (MEP), sistema de pagos de alto valor, se canalizaron 1,4 millones de operaciones a lo largo del año, observando un desempeño similar en ambos semestres (ver Gráfico VI.7).

## VI.2. Modernización del Sistema de Pagos

*Recientemente el BCRA implementó un conjunto de medidas con el fin de aumentar la seguridad en las operaciones bancarias, así como agilizar y extender el Sistema de Pagos*

**Gráfico VI.7**  
**MEP - Transacciones Cursadas en Pesos**  
Acumulado 12 meses



En el último año el BCRA continuó implementando medidas tendientes a expandir el Sistema Nacional de Pagos y garantizar una mayor seguridad y eficiencia en las operaciones bancarias. En el Apartado 5 se presenta un análisis de las medidas, entre las que se incluyen la reducción de los costos de las transferencias, la reformulación del cheque cancelatorio y la implementación de las transferencias inmediatas.

En el marco de la Compensación Federal Uniforme (CFU), se avanzó hacia la estandarización de los certificados de los depósitos a plazo fijo nominativo, que se suman a los cheques, giros postales y letras de cambio como instrumentos que cuentan con medidas de seguridad adecuadas. Esto le permite a los usuarios tener más alternativas que implican mayor seguridad, y a las entidades financieras contar con un mayor número de herramientas para la verificación y control de este tipo de documentos, incluyendo un reservorio donde se encuentran disponibles las imágenes de los documentos compensados para su consulta.



# Anexo Estadístico – Sistema Financiero

## Cuadro 1 | Indicadores de solidez

En %	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1.- Liquidez	22,3	26,1	23,1	25,0	23,4	19,6	22,8	29,1	29,6	20,1	22,5	23,0	27,9	28,6	28,0
2.- Crédito al sector público	16,9	16,2	16,2	18,0	17,3	23,0	48,5	47,0	40,9	31,5	22,5	16,3	12,7	14,5	12,2
3.- Crédito al sector privado	50,8	47,7	48,4	44,9	39,9	42,7	20,8	18,1	19,6	25,8	31,0	38,2	39,4	38,3	39,8
4.- Irregularidad de cartera privada	16,2	13,8	12,2	14,0	16,0	19,1	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1
5.- Exposición patrimonial al sector privado	24,9	22,5	20,6	24,7	26,2	21,9	17,3	12,4	-1,0	-4,1	-3,3	-3,0	-3,3	-2,8	-4,9
6.- ROA	0,6	1,0	0,5	0,2	0,0	0,0	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,8
7.- ROE	4,1	6,3	3,9	1,7	0,0	-0,2	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4
8.- Eficiencia	142	136	138	142	147	143	189	69	125	151	167	160	167	185	182
9.- Integración de capital	23,8	20,8	20,3	21,0	20,1	21,4	-	14,5	14,0	15,3	16,9	16,9	16,9	18,8	17,7
10.- Posición de capital	64	73	49	54	58	54	-	116	185	173	134	93	90	100	86,3

Fuente: BCRA

## Cuadro 2 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09	Jun-10	Dic-10	Variaciones (en %)	
											Semes-tral	Anual
<b>Activo</b>	<b>187.532</b>	<b>186.873</b>	<b>212.562</b>	<b>221.962</b>	<b>258.384</b>	<b>297.963</b>	<b>346.762</b>	<b>387.381</b>	<b>442.536</b>	<b>511.038</b>	<b>15,5</b>	<b>31,9</b>
Activos líquidos <sup>1</sup>	17.138	27.575	29.154	20.819	37.991	46.320	58.676	71.067	87.384	93.079	6,5	31,0
Títulos públicos	31.418	45.062	55.382	66.733	64.592	62.678	65.255	86.318	100.711	119.849	19,0	38,8
Lebac/Nobac	-	-	17.755	28.340	29.289	36.022	37.093	43.867	61.227	76.948	25,7	75,4
Por tenencia	-	-	11.803	21.067	25.767	31.598	25.652	34.748	45.951	61.855	34,6	78,0
Por operaciones de pase	-	-	5.953	7.273	3.521	4.424	11.442	9.119	15.275	15.093	-1,2	65,5
Títulos privados	332	198	387	389	813	382	203	307	256	209	-18,2	-32,0
Préstamos	84.792	68.042	73.617	84.171	103.668	132.157	154.719	169.868	191.200	230.098	20,3	35,5
Sector público	44.337	33.228	30.866	25.836	20.874	16.772	17.083	20.570	23.701	25.878	9,2	25,8
Sector privado	38.470	33.398	41.054	55.885	77.832	110.355	132.844	145.247	163.186	199.202	22,1	37,1
Sector financiero	1.985	1.417	1.697	2.450	4.962	5.030	4.793	4.052	4.313	5.018	16,4	23,9
Previsiones por préstamos	-11.952	-9.374	-7.500	-4.930	-3.728	-4.089	-4.744	-5.824	-5.878	-6.254	6,4	7,4
Otros créditos por intermediación financiera	39.089	27.030	32.554	26.721	26.039	29.712	38.152	33.498	37.181	39.006	4,9	16,4
ON y OS	1.708	1.569	1.018	873	773	606	912	1.146	1.360	1.433	5,4	25,1
Fideicomisos sin cotización	6.698	4.133	3.145	3.883	4.881	5.023	5.714	5.942	5.985	6.824	14,0	14,8
Compensación a recibir	17.111	14.937	15.467	5.841	763	377	357	16	15	0	-99,9	-99,9
Otros	13.572	6.392	12.924	16.124	19.622	23.706	31.169	26.395	29.822	30.749	3,1	16,5
Bienes en locación financiera	567	397	611	1.384	2.262	3.469	3.935	2.933	2.969	3.936	32,6	34,2
Participación en otras sociedades	4.653	4.591	3.871	4.532	6.392	6.430	7.236	6.711	6.982	7.917	13,4	18,0
Bienes de uso y diversos	8.636	8.164	7.782	7.546	7.619	7.643	7.903	8.239	8.497	9.071	6,8	10,1
Filiales en el exterior	3.522	3.144	3.524	3.647	2.782	2.912	3.153	3.926	3.158	3.285	4,0	-16,3
Otros activos	9.338	12.043	13.180	10.950	9.953	10.347	12.275	10.337	10.075	10.841	7,6	4,9
<b>Pasivo</b>	<b>161.446</b>	<b>164.923</b>	<b>188.683</b>	<b>195.044</b>	<b>225.369</b>	<b>261.143</b>	<b>305.382</b>	<b>339.047</b>	<b>392.455</b>	<b>453.486</b>	<b>15,6</b>	<b>33,8</b>
Depósitos	75.001	94.635	116.655	136.492	170.898	205.550	236.217	271.853	325.484	376.344	15,6	38,4
Sector público <sup>2</sup>	8.381	16.040	31.649	34.019	45.410	48.340	67.151	69.143	101.910	115.951	13,8	67,3
Sector privado <sup>2</sup>	59.698	74.951	83.000	100.809	123.431	155.048	166.378	199.278	220.041	257.599	17,1	29,7
Cuenta corriente	11.462	15.071	18.219	23.487	26.900	35.245	39.619	45.752	52.371	61.306	17,1	34,0
Caja de ahorros	10.523	16.809	23.866	29.078	36.442	47.109	50.966	62.807	68.753	82.575	20,1	31,5
Plazo fijo	19.080	33.285	34.944	42.822	54.338	65.952	69.484	83.967	90.216	104.492	15,8	24,4
CEDRO	12.328	3.217	1.046	17	13	0	0	0	0	0	-	-
Otras obligaciones por intermediación financiera	75.737	61.690	64.928	52.072	46.037	46.225	57.662	52.114	54.231	60.052	10,7	15,2
Obligaciones interfinancieras	1.649	1.317	1.461	2.164	4.578	4.310	3.895	3.251	3.530	4.201	19,0	29,2
Obligaciones con el BCRA	27.837	27.491	27.726	17.005	7.686	2.362	1.885	270	268	262	-2,1	-2,7
Obligaciones negociables	9.096	6.675	7.922	6.548	6.603	6.938	5.984	5.033	4.059	3.432	-15,4	-31,8
Líneas de préstamos del exterior	25.199	15.196	8.884	4.684	4.240	3.864	4.541	3.369	3.272	3.897	19,1	15,7
Otros	11.955	11.012	18.934	21.671	22.930	28.752	41.357	40.191	43.102	48.259	12,0	20,1
Obligaciones subordinadas	3.712	2.028	1.415	1.381	1.642	1.672	1.763	1.922	1.973	2.165	9,7	12,7
Otros pasivos	6.997	6.569	5.685	5.099	6.792	7.695	9.740	13.159	10.766	14.925	38,6	13,4
<b>Patrimonio neto</b>	<b>26.086</b>	<b>21.950</b>	<b>23.879</b>	<b>26.918</b>	<b>33.014</b>	<b>36.819</b>	<b>41.380</b>	<b>48.335</b>	<b>50.081</b>	<b>57.552</b>	<b>14,9</b>	<b>19,1</b>
<b>Memo</b>												
Activo neteado	185.356	184.371	202.447	208.275	244.791	280.336	321.075	364.726	416.256	483.266	16,1	32,5
Activo neteado consolidado	181.253	181.077	198.462	203.286	235.845	271.652	312.002	357.118	407.671	473.668	16,2	32,6

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

Fuente: BCRA

## Nota metodológica (cuadro 1)

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

## Anexo Estadístico – Sistema Financiero (cont.)

### Cuadro 3 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual										Semestre			Variaciones (%)	
	2002 <sup>1</sup>	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	II-09	I-10	II-10	II-10 / I-10	II-10 / II-09	
Margen financiero	13.991	1.965	6.075	9.475	13.262	15.134	20.462	28.937	36.006	15.244	14.726	21.279	44	40	
Resultado por intereses	-3.624	-943	1.753	3.069	4.150	5.744	9.573	14.488	17.964	7.524	8.304	9.660	16	28	
Ajustes CER y CVS	8.298	2.315	1.944	3.051	3.012	2.624	2.822	1.196	2.405	681	1.042	1.362	31	100	
Diferencias de cotización	5.977	-890	866	751	944	1.357	2.307	2.588	2.101	761	1.043	1.057	1	39	
Resultado por títulos valores	3.639	1.962	1.887	2.371	4.923	5.144	4.398	11.004	13.990	6.827	4.518	9.472	110	39	
Otros resultados financieros	-299	-480	-375	233	235	264	1.362	-339	-454	-549	-182	-272	50	-50	
Resultado por servicios	4.011	3.415	3.904	4.781	6.243	8.248	10.870	13.052	16.102	6.913	7.459	8.642	16	25	
Cargos por incobrabilidad	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.198	-1.894	-2.839	-3.814	-3.291	-1.821	-1.536	-1.754	14	-4	
Gastos de administración	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.655	-14.634	-18.767	-22.710	-28.692	-11.833	-13.416	-15.276	14	29	
Cargas impositivas	-691	-473	-584	-737	-1.090	-1.537	-2.318	-3.272	-4.125	-1.711	-1.824	-2.301	26	34	
Impuesto a las ganancias	-509	-305	-275	-581	-595	-1.032	-1.342	-4.226	-5.033	-2.542	-1.532	-3.501	128	38	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup>	0	-701	-320	-410	-752	-837	-1.757	-262	-214	-74	-151	-63	-58	-14	
Amortización de amparos	0	-1.124	-1.686	-1.867	-2.573	-1.922	-994	-703	-635	-344	-342	-293	-14	-15	
Diversos	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.664	2.380	1.441	918	1.645	823	1.041	605	-42	-27	
Resultado monetario	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultado total	<b>-19.162</b>	<b>-5.265</b>	<b>-898</b>	<b>1.780</b>	<b>4.306</b>	<b>3.905</b>	<b>4.757</b>	<b>7.920</b>	<b>11.763</b>	<b>4.656</b>	<b>4.425</b>	<b>7.338</b>	<b>66</b>	<b>58</b>	
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-3.440	1.337	4.057	7.631	6.665	7.508	8.885	12.613	5.074	4.918	7.695	56	52	
<i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>															
Margen financiero	6,5	1,1	3,1	4,6	5,8	5,7	6,7	8,6	8,6	8,9	7,7	9,5	1,8	0,6	
Resultado por intereses	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,2	3,1	4,3	4,4	4,3	4,3	4,3	0,0	-0,1	
Ajustes CER y CVS	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0	0,9	0,4	0,6	0,4	0,5	0,6	0,1	0,2	
Diferencias de cotización	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	0,5	0,4	0,5	0,5	-0,1	0,0	
Resultado por títulos valores	1,7	1,1	1,0	1,2	2,2	1,9	1,4	3,3	3,3	4,0	2,4	4,2	1,9	0,3	
Otros resultados financieros	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,2	
Resultado por servicios	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	3,1	3,6	3,9	3,8	4,0	3,9	3,9	0,0	-0,2	
Cargos por incobrabilidad	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-0,8	-1,1	-0,8	-0,8	0,0	0,3	
Gastos de administración	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-6,1	-6,7	-6,9	-6,9	-7,0	-6,8	0,2	0,1	
Cargas impositivas	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,1	0,0	
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-1,2	-1,5	-0,8	-1,6	-0,8	-0,1	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup>	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	
Amortización de amparos	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	
Diversos	-1,8	0,9	0,8	0,8	1,2	0,9	0,5	0,3	0,4	0,5	0,5	0,3	-0,3	-0,2	
Monetarios	-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	0,0	
Resultado total	<b>-8,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-1,9	0,7	2,0	3,4	2,5	2,5	2,6	3,0	3,0	2,6	3,4	0,9	0,5	
ROE	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	22,0	19,2	29,3	10,1	7,3	

(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 títulos valores"

(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 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09	Dic 10
Cartera irregular total	18,1	17,7	10,7	5,2	3,4	2,7	2,7	3,0	1,9
<b>Al sector privado no financiero</b>	<b>38,6</b>	<b>33,5</b>	<b>18,6</b>	<b>7,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,1</b>
Previsiones / Cartera irregular total	73,8	79,2	102,9	124,5	129,9	129,6	131,4	126,2	164,2
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	4,7	3,7	-0,3	-1,3	-1,0	-0,8	-0,8	-0,8	-1,2
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	17,2	11,9	-1,0	-4,1	-3,3	-3,0	-3,3	-2,9	-4,9

(\*) 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	2010
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	26,0
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	4,5
3.- Crédito al sector privado	51,0	46,7	47,6	44,6	38,4	45,4	22,4	19,9	22,5	31,1	37,9	46,6	44,0	43,3	50,3
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	2,0
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	-4,9
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	3,2
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	24,5
8.- Eficiencia	144	135	139	146	152	151	168	93	115	136	158	152	166	195	176
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	22,6	20,4
10.- Posición de capital	33	47	27	60	49	43	-	88	157	155	116	87	86	121	100

Fuente: BCRA

## Cuadro 6 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09	Jun-10	Dic-10	Variaciones (en %)	
											Semes-tral	Anual
<b>Activo</b>	<b>118.906</b>	<b>116.633</b>	<b>128.065</b>	<b>129.680</b>	<b>152.414</b>	<b>175.509</b>	<b>208.888</b>	<b>229.549</b>	<b>245.082</b>	<b>280.025</b>	<b>14,3</b>	<b>22,0</b>
Activos líquidos <sup>1</sup>	11.044	14.500	15.893	14.074	22.226	29.418	37.044	43.562	45.305	49.730	9,8	14,2
Títulos públicos	19.751	22.260	24.817	29.966	27.663	24.444	29.552	47.949	46.393	48.903	5,4	2,0
Lebac/Nobac	-	-	8.359	15.227	15.952	17.684	23.457	31.575	32.157	34.422	7,0	9,0
Por tenencia	-	-	5.611	12.899	14.220	15.639	12.858	27.413	26.348	26.348	0,0	-3,9
Por operaciones de pase	-	-	2.749	2.328	1.732	2.045	10.598	4.161	5.809	8.074	39,0	94,0
Títulos privados	273	172	333	307	683	310	127	233	153	184	20,3	-21,1
Préstamos	51.774	47.017	50.741	56.565	69.294	88.898	98.529	101.722	117.151	143.202	22,2	40,8
Sector público	25.056	23.571	21.420	15.954	10.036	6.413	6.249	1.694	1.622	1.625	0,1	-4,1
Sector privado	26.074	22.816	28.213	39.031	55.632	78.587	88.426	96.790	112.123	137.308	22,5	41,9
Sector financiero	644	630	1.107	1.580	3.626	3.898	3.854	3.238	3.406	4.270	25,4	31,9
Previsiones por préstamos	-7.463	-5.225	-3.717	-2.482	-2.227	-2.365	-2.871	-3.653	-3.767	-3.926	4,2	7,5
Otros créditos por intermediación financiera	27.212	22.148	25.753	16.873	18.387	17.084	25.265	21.258	21.278	20.241	-4,9	-4,8
ON y OS	1.514	1.394	829	675	618	430	699	734	821	757	-7,8	3,1
Fideicomisos sin cotización	6.205	3.571	2.362	2.444	2.982	3.456	3.869	4.198	4.348	4.500	3,5	7,2
Compensación a recibir	15.971	13.812	14.657	5.575	760	377	357	16	15	0	-	-
Otros	3.523	3.370	7.905	8.179	14.027	12.822	20.339	16.311	16.093	14.984	-6,9	-8,1
Bienes en locación financiera	553	387	592	1.356	2.126	3.149	3.451	2.569	2.610	3.519	34,8	37,0
Participación en otras sociedades	3.123	2.791	1.892	2.416	4.042	3.762	4.538	4.067	4.258	4.934	15,9	21,3
Bienes de uso y diversos	5.198	4.902	4.678	4.575	4.685	4.926	5.096	5.290	5.808	9,8	14,0	
Filiales en el exterior	-109	-136	-53	-148	-139	-154	-178	-202	-213	-215	0,9	6,1
Otros activos	7.549	7.816	7.137	6.178	5.682	6.277	8.505	6.946	6.623	7.646	15,4	10,1
<b>Pasivo</b>	<b>103.079</b>	<b>101.732</b>	<b>113.285</b>	<b>112.600</b>	<b>131.476</b>	<b>152.153</b>	<b>182.596</b>	<b>198.438</b>	<b>213.673</b>	<b>243.766</b>	<b>14,1</b>	<b>22,8</b>
Depósitos	44.445	52.625	62.685	75.668	94.095	116.719	135.711	154.387	171.258	198.662	16,0	28,7
Sector público <sup>2</sup>	1.636	3.077	6.039	6.946	7.029	7.564	19.600	17.757	23.318	23.598	1,2	32,9
Sector privado <sup>2</sup>	38.289	47.097	55.384	67.859	85.714	107.671	114.176	134.426	146.126	173.203	18,5	28,8
Cuenta corriente	8.905	11.588	13.966	17.946	20.604	27.132	30.188	35.127	39.489	46.297	17,2	31,8
Caja de ahorros	6.309	10.547	14.842	18.362	23.165	30.169	32.778	40.999	43.654	53.085	21,6	29,5
Plazo fijo	11.083	18.710	22.729	27.736	38.043	45.770	46.990	54.058	57.290	67.568	17,9	25,0
CEDRO	9.016	2.409	798	3	1	0	0	0	0	0	-	-
Otras obligaciones por intermediación financiera	49.341	42.367	45.083	32.349	31.750	29.323	39.298	34.235	33.704	34.427	2,1	0,6
Obligaciones interfinancieras	836	726	1.070	1.488	3.383	1.979	1.160	1.668	1.845	1.903	3,1	14,1
Obligaciones con el BCRA	16.624	17.030	17.768	10.088	3.689	675	649	41	37	57	55,7	38,2
Obligaciones negociables	9.073	6.674	7.922	6.548	6.413	6.686	5.672	4.626	3.750	2.802	-25,3	-39,4
Líneas de préstamos del exterior	15.434	9.998	5.444	2.696	2.249	1.833	2.261	1.262	1.182	1.716	45,2	36,0
Otros	7.374	7.939	12.878	11.530	16.015	18.150	29.555	26.638	26.891	27.949	3,9	4,9
Obligaciones subordinadas	3.622	1.850	1.304	1.319	1.642	1.668	1.759	1.918	1.970	2.148	9,0	12,0
Otros pasivos	5.671	4.890	4.213	3.264	3.989	4.443	5.828	7.897	6.741	8.528	26,5	8,0
<b>Patrimonio neto</b>	<b>15.827</b>	<b>14.900</b>	<b>14.780</b>	<b>17.080</b>	<b>20.938</b>	<b>23.356</b>	<b>26.292</b>	<b>31.111</b>	<b>31.409</b>	<b>36.259</b>	<b>15,4</b>	<b>16,5</b>
<b>Memo</b>												
<b>Activo neteado</b>	<b>117.928</b>	<b>115.091</b>	<b>121.889</b>	<b>123.271</b>	<b>143.807</b>	<b>166.231</b>	<b>192.074</b>	<b>216.100</b>	<b>231.852</b>	<b>267.364</b>	<b>15,3</b>	<b>23,7</b>

(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 - Previsiones por incobrabilidad) / Patrimonio neto. La cartera irregular incluye las financiaciones clasificadas en situación 3,4,5 y 6; 6.- Resultado anual acumulado / Activo neteado promedio mensual - % anualizado; 7.- Resultado anual acumulado / Patrimonio neto promedio mensual - % anualizado; 8.- (Margen financiero (Resultado por intereses + Ajustes CER y CVS + Resultado por activos + Diferencias de cotización + Otros resultados financieros) + Resultados por servicios) / Gastos de administración anual acumulado; 9.- Integración de capital (Responsabilidad Patrimonial Computable) / Activos ponderados por riesgo según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos; 10.- Posición de capital total (Integración menos exigencia, incluyendo franquicias) / Exigencia de capital.

## Anexo Estadístico – Bancos Privados (cont.)

### Cuadro 7 | Rentabilidad

En millones de pesos corrientes	Anual										Semestre			Variaciones (%)	
	2002 <sup>1</sup>	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	II-09	I-10	II-10	II-10 / I-10	II-10 / II-09	
Margen financiero	10.628	2.575	3.415	5.253	7.778	8.960	12.964	19.724	21.837	10.361	9.584	12.254	28	18	
Resultado por intereses	-304	107	1.214	2.069	2.826	4.191	7.727	10.572	12.842	5.295	5.854	6.988	19	32	
Ajustes CER y CVS	1.476	1.082	900	1.215	858	662	651	185	244	101	108	136	27	36	
Diferencias de cotización	6.189	-312	666	576	740	990	1.620	1.646	1.493	601	718	775	8	29	
Resultado por títulos valores	3.464	1.892	959	1.259	3.154	2.888	1.637	7.343	7.464	4.744	2.947	4.517	53	-5	
Otros resultados financieros	-197	-195	-322	134	199	229	1.329	-22	-205	-379	-42	-163	284	-57	
Resultado por servicios	2.782	2.341	2.774	3.350	4.459	5.881	7.632	9.198	11.345	4.876	5.291	6.054	14	24	
Cargos por incobrabilidad	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-737	-1.174	-1.863	-2.751	-2.253	-1.351	-1.051	-1.203	14	-11	
Gastos de administración	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-7.741	-9.735	-12.401	-14.807	-18.819	-7.710	-8.800	-10.019	14	30	
Cargas impositivas	-512	-366	-393	-509	-769	-1.105	-1.715	-2.380	-2.927	-1.249	-1.317	-1.610	22	29	
Impuesto a las ganancias	-337	-295	-202	-217	-365	-380	-1.168	-3.001	-2.733	-1.548	-1.161	-1.572	35	2	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup>	0	-665	-51	-201	-170	-100	-267	0	47	24	9	38	312	58	
Amortización de amparos	0	-791	-1.147	-1.168	-1.182	-1.466	-688	-367	-441	-181	-241	-200	-17	10	
Diversos	-4.164	1.178	846	1.156	1.641	1.576	916	398	1.382	300	575	807	40	169	
Resultado monetario	-10.531	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultado total	<b>-15.784</b>	<b>-2.813</b>	<b>-1.176</b>	<b>648</b>	<b>2.915</b>	<b>2.457</b>	<b>3.412</b>	<b>6.014</b>	<b>7.438</b>	<b>3.522</b>	<b>2.889</b>	<b>4.549</b>	<b>57</b>	<b>29</b>	
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-1.357	252	2.016	4.267	4.023	4.367	6.381	7.832	3.680	3.121	4.711	51	28	
<b>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</b>													<b>cambio en p.p.</b>		
Margen financiero	7,6	2,3	2,9	4,3	5,9	5,8	7,3	9,8	9,3	10,2	8,8	9,9	1,1	-0,4	
Resultado por intereses	-0,2	0,1	1,0	1,7	2,1	2,7	4,4	5,3	5,5	5,2	5,4	5,6	0,3	0,4	
Ajustes CER y CVS	1,1	0,9	0,8	1,0	0,6	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	
Diferencias de cotización	4,4	-0,3	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6	0,0	0,0	
Resultado por títulos valores	2,5	1,7	0,8	1,0	2,4	1,9	0,9	3,7	3,2	4,7	2,7	3,6	0,9	-1,0	
Otros resultados financieros	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,8	0,0	-0,1	-0,4	0,0	-0,1	-0,1	0,2	
Resultado por servicios	2,0	2,0	2,4	2,7	3,4	3,8	4,3	4,6	4,8	4,8	4,8	4,9	0,0	0,1	
Cargos por incobrabilidad	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,0	-1,3	-1,0	-1,0	0,0	0,4	
Gastos de administración	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-5,9	-6,3	-7,0	-7,4	-8,0	-7,6	-8,1	-8,1	0,0	-0,5	
Cargas impositivas	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-0,1	-0,1	
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,7	-1,5	-1,2	-1,5	-1,1	-1,3	-0,2	0,3	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>2</sup>	0,0	-0,6	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Amortización de amparos	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	0,0	
Diversos	-3,0	1,0	0,7	0,9	1,2	1,0	0,5	0,2	0,6	0,3	0,5	0,7	0,1	0,4	
Monetarios	-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	0,0	
Resultado total	<b>-11,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,6	2,5	3,2	3,3	3,6	2,9	3,8	0,9	0,2	
ROE	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	15,2	22,9	24,5	26,1	19,6	29,2	9,6	3,1	

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

(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 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09	Dic-10
Cartera irregular total	19,8	15,7	8,9	4,4	2,9	2,2	2,5	3,1	1,9
<b>Al sector privado no financiero</b>	<b>37,4</b>	<b>30,4</b>	<b>15,3</b>	<b>6,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,0</b>
Previsiones / Cartera irregular total	73,4	79,0	97,0	114,3	129,3	141,3	134,1	128,9	162,1
(Cartera irregular total - Previsiones) / Financiaciones totales	5,3	3,3	0,4	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,2
(Cartera irregular total - Previsiones) / PN	18,6	11,2	1,3	-2,2	-3,0	-3,6	-3,4	-3,1	-4,9

(\*) Incluye cartera comercial asimilable a consumo.

Fuente: BCRA



## Glosario de Abreviaturas y Siglas

- a.:** anualizado
- 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
- BRIC:** Brasil, Rusia, India y China
- 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 de EE.UU.)
- Cuyo:** Región de 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 estacionales y/o volátiles significativos 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 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 Liquidação 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.	Indicadores de Actividad.....	7
2.	PIB Real.....	8
3.	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	9
4.	Disponibilidad de Infraestructura para la Provisión de Servicios Financieros en Argentina.....	10
5.	Exposición al Sector Público.....	11
6.	Solvencia y Rentabilidad del Sistema Financiero.....	12
I.1.	PIB Real.....	13
I.2.	Evolución de Índices Bursátiles en Episodios de Catástrofes.....	13
I.3.	Tasa de Desempleo.....	14
I.4.	Economías Seleccionadas. Dinámica Fiscal y Externa.....	14
I.5.	Precios de Materias Primas.....	15
I.6.	Países Seleccionados. Expectativas de Inflación Promedio 2011.....	15
A.1.1.	Líneas de Provisión de Liquidez a Entidades Financieras del BCE.....	16
A.1.2.	Compras Semanales de Títulos Públicos del BCE y Primas de CDS.....	17
I.7.	Primas de Riesgo Soberano en la Eurozona – Países Seleccionados.....	18
I.8.	Evolución de las Tenencias de <i>Securities</i> de la Reserva Federal.....	18
I.9.	Índices Bursátiles Medidos en Dólares y Volatilidad.....	19
I.10.	Rendimiento de Largo Plazo en EEUU y Alemania.....	19
A.2.1	Mercados de Renta Variable y Renta Fija en Japón.....	20
A.2.2	Impacto de Catástrofes sobre Índices Bursátiles en el Corto Plazo.....	20
A.2.3	Evolución del Yen.....	21
I.11.	Expectativas de Política Monetaria en EEUU.....	22
I.12.	Emissiones de Deuda de Emergentes en los Mercados Internacionales.....	22
I.13.	Monedas de Economías Emergentes.....	22
I.14.	Activos Líquidos.....	23
I.15.	Integración de Capital.....	23
I.16.	Intermediación Financiera en América Latina.....	24
I.17.	Irregularidad y Previsionamiento.....	24
A.3.1.	Colocaciones de Deuda Corporativa Emergente en Mercados Internacionales.....	25
A.3.2.	Emissiones Corporativas de Emergentes.....	25
A.3.3.	Colocaciones de Deuda Corporativa Brasileña en Mercados Internacionales.....	26
II.1.	PIB Real.....	27
II.2.	Financiamiento de Empresas Locales a través del Mercado de Capitales.....	27
II.3.	EMAE.....	28
II.4.	Crecimiento del Consumo.....	28
II.5.	Inversión Bruta Interna Fija.....	28
II.6.	Cuenta Corriente del Balance de Pagos.....	29
II.7.	Precio Internacional de Alimentos y Precios Mayoristas.....	29
II.8.	Factores de Variación del M2.....	30
II.9.	Reservas Internacionales del BCRA.....	30
II.10.	Curvas de Rendimiento Bonos Soberanos.....	31
II.11.	Evolución de Rendimientos de Bonos <i>Benchmark</i> .....	31
II.12.	Evolución de <i>Spreads</i> de Riesgo.....	31
II.13.	Diferenciales de Riesgo Soberano Según Calificación Crediticia.....	32
II.14.	Composición del Saldo de Lebac y Nobac en Circulación.....	32
II.15.	Mercado Primario de Lebac y Mercado Secundario de Lebac.....	33
II.16.	Montos Negociados Renta Fija.....	33
II.17.	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	34
II.18.	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	34
II.19.	Evolución del Mercado Local de Acciones.....	35
II.20.	Volumen Negociado en Acciones.....	35
II.21.	Futuros del Dólar.....	35
II.22.	Negociación de Futuros de Tasa de Interés Badlar.....	36
III.1.	Deuda de las Empresas.....	37

III.2.	Deuda de las Familias.....	37
III.3.	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	38
III.4.	Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas.....	38
III.5.	PIB. Bienes y Servicios.....	38
III.6.	Indicadores Industriales.....	39
III.7.	EMI.....	39
III.8.	Deuda de la Industria.....	40
III.9.	Deuda del Sector Primario.....	40
III.10.	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	41
III.11.	Deuda del Sector Servicios.....	41
III.12.	Ventas Minoristas.....	41
III.13.	Indicadores de la Construcción.....	42
III.14.	Mercado Laboral.....	42
III.15.	Confianza de los Consumidores.....	42
III.16.	Deuda de las Familias.....	43
III.17.	Endeudamiento por Consumo de las Familias.....	43
III.18.	Composición de la Recaudación Tributaria Nacional.....	43
III.19.	Evolución de los Ingresos y de los Gastos del SPNF.....	44
III.20.	Composición del Gasto Primario del SPNF.....	44
III.21.	Resultado del Sector Público Nacional no Financiero.....	44
III.22.	Deuda Pública Nacional (En millones de US\$).....	45
III.23.	Deuda Pública Nacional (En % del PIB).....	45
IV.1.	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	47
IV.2.	Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	47
IV.3.	Saldo de Balance de Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea.....	48
IV.4.	Evolución del Crédito Total al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras.....	48
IV.5.	Participación del Crédito al Sector Privado en el PIB.....	49
IV.6.	Crédito al Sector Privado.....	49
IV.7.	Crédito a las Empresas por Actividad Económica.....	49
IV.8.	Crédito a las Empresas por Región y por Actividad.....	50
IV.9.	Crédito a las Empresas por Tramo de Saldo Residual.....	50
IV.10.	Evolución de los Préstamos Destinados a las Familias.....	50
IV.11.	Evolución de los Depósitos del Sector Privado No Financiero.....	51
IV.12.	Depósitos del Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras.....	51
IV.13.	Composición del Fondeo por Grupo de Entidades Financieras.....	51
IV.14.	Estimación del Costo de Fondeo por Depósitos Totales en pesos.....	52
IV.15.	<i>Spread</i> de Tasas de Interés – Crédito al sector privado.....	52
IV.16.	Evolución de la Estructura Operativa del Sistema Financiero.....	52
A.4.1	Evolución de Estándares Crediticios a Empresas.....	53
A.4.2	Términos y Condiciones Financieras de Créditos a Empresas.....	54
A.4.3	Evolución de Estándares Crediticios a Familias.....	54
IV.17.	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	55
IV.18.	Apalancamiento del Sistema Financiero Consolidado.....	55
IV.19.	Exigencia e Integración de Capitales Mínimos.....	55
IV.20.	Composición del Margen Financiero.....	56
IV.21.	Resultados por Intereses.....	56
IV.22.	Estimación de <i>Spreads</i> sobre Tasas Implícitas de Préstamos al Sector Privado y Depósitos Totales..	57
IV.23.	Efectos del Descalce de Moneda Extranjera sobre la Rentabilidad.....	58
IV.24.	Resultados por Servicios.....	58
IV.25.	Cargos por Incobrabilidad.....	59
IV.26.	Evolución de la Cartera del FGS.....	59
IV.27.	Composición de la Cartera de las Compañías de Seguros.....	60
IV.28.	Evolución del Patrimonio de los FCI.....	60
V.1.	Liquidez.....	63
V.2.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	63
V.3.	Liquidez por Grupo de Bancos.....	64
V.4.	Variación de los Depósitos y de los Créditos al Sector Privado.....	64
V.5.	Liquidez en Pesos.....	64
V.6.	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	65

V.7.	Mercado de <i>Call</i> .....	65
V.8.	Tasas de Interés.....	65
V.9.	Financiamiento al Sector Privado No Financiero.....	66
V.10.	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	66
V.11.	Evolución de las Financiaciones al Sector Privado.....	66
V.12.	Financiaciones al Sector Privado por Período de Originación Estimado.....	67
V.13.	Previsionamiento.....	67
V.14.	Intermediación Financiera con el Sector Privado por Moneda.....	67
V.15.	Financiamiento a Empresas.....	68
V.16.	Irregularidad del Crédito a las Empresas por Sectores Económicos.....	68
V.17.	Financiaciones al Sector Corporativo por Período de Originación Estimado.....	68
V.18.	Expectativas de Necesidades Crediticias de la Industria.....	69
V.19.	Financiaciones a Familias.....	69
V.20.	Financiamiento e Irregularidad - Consumo de las Familias.....	69
V.21.	Financiaciones a las Familias por Período de Originación Estimado.....	70
V.22.	Títulos y Préstamos al Sector Público.....	70
V.23.	Exposición al Sector Público.....	71
V.24.	Descalce de Moneda Extranjera y Volatilidad Cambiaria.....	71
V.25.	Descalce de Moneda Extranjera.....	71
V.26.	Composición del Descalce de Moneda Extranjera.....	72
V.27.	Saldo de Activos del Sistema Financiero por Plazo Residual.....	72
V.28.	Fondeo del Sistema Financiero por Plazo Residual.....	72
V.29.	Descalce Patrimonial de CER.....	73
V.30.	Principales Instrumentos con Cotización de Mercado y Disponibles para la Venta.....	73
V.31.	Cotizaciones de Títulos Públicos.....	73
V.32.	Volatilidades Diarias para el Cálculo de la Exigencia de Capital por Riesgo de Mercado.....	74
V.33.	Valor a Riesgo y Cobertura.....	74
VI.1.	Cantidad de Tarjetas Emitidas por el Sistema Financiero.....	77
VI.2.	Transferencias Minoristas.....	77
VI.3.	Evolución del M2 en Pesos.....	78
VI.4.	Cantidad de Tarjetas de Crédito - Comparación Internacional.....	78
VI.5.	Cheques.....	78
A.5.1.	Disponibilidad de Infraestructura para la Provisión de Servicios Financieros en Argentina.....	79
A.5.2.	Evolución de la Cantidad de Cuentas Gratuitas Universales.....	80
A.5.3.	Instrumentos para Fomentar la Bancarización.....	80
VI.6.	Débitos Directos.....	81
VI.7.	MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....	81

## Índice de Tablas

III.1.	Producción Agrícola.....	40
III.2.	Colocaciones de Deuda de las Jurisdicciones Subnacionales en el Mercado.....	45
IV.1.	Situación Patrimonial.....	48
IV.2.	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	56
IV.3.	Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	57