

Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2012



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2012



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera
Primer Semestre de 2012

ISSN 1668-3978
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril 2012

Publicación editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Banco Central de la República Argentina

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

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

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

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

Prefacio

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

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

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

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

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

*La fecha de la próxima publicación del **BEF** será el 1 de octubre de 2012 a través de Internet.*

Buenos Aires, 3 de abril de 2012

Contenido

Pág. 7 | Visión Institucional

Pág. 11 | I. Contexto Internacional

Pág. 15 | Apartado 1 / Respuestas de Política ante la Crisis de la Deuda en Europa

Pág. 21 | Apartado 2 / Rol de las Calificadoras de Riesgo en los Mercados Financieros

Pág. 25 | II. Contexto Local

Pág. 35 | III. Situación de Deudores

Pág. 45 | IV. Sector Financiero

Pág. 59 | V. Riesgos del Sistema Financiero

Pág. 66 | Apartado 3 / Avances Locales en el Marco de Basilea II y III: Implementación de una Exigencia de Capital Mínimo por Riesgo Operacional

Pág. 71 | Apartado 4 / Lineamientos en Materia de Gobierno Societario y para la Gestión de Riesgos

Pág. 73 | VI. Sistema de Pagos

Pág. 77 | Anexo Estadístico

Pág. 81 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

Pág. 83 | Índice de Gráficos y Tablas

Visión Institucional

En marzo de 2012 el Poder Ejecutivo Nacional envió al Congreso un proyecto de Ley destinado a modificar la Carta Orgánica (CO) de este Banco Central, iniciativa que fue recientemente sancionada. La nueva CO amplía el mandato principal del BCRA incluyendo como objetivos de política, además de la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.

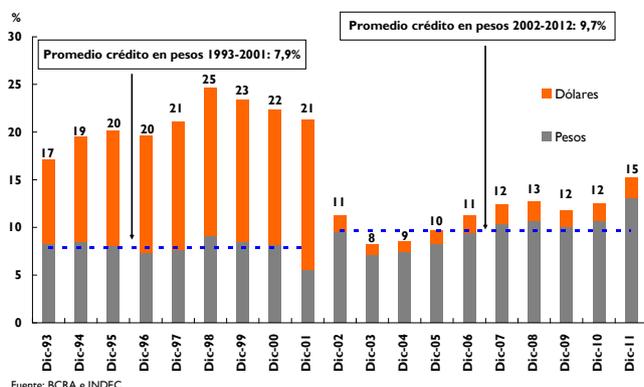
Para poder dar cumplimiento a este mandato, la nueva CO extiende el margen de acción del Banco Central otorgándole facultades y herramientas concretas para operar sobre el canal del crédito y regular sus condiciones, al tiempo que amplía su capacidad tanto para establecer políticas diferenciales orientadas a sectores como las pequeñas y medianas empresas o las economías regionales, como para la protección de los consumidores de servicios financieros y de la competencia. Paralelamente, y con el fin de evitar que potenciales zonas grises en la regulación sean fuente de riesgos sobre la estabilidad financiera, también se amplían las facultades regulatorias del BCRA sobre otros actores del sistema financiero tales como el sistema de pagos, las cámaras compensadoras, las remesadoras y las transportadoras.

En particular, en lo referido a la estabilidad financiera, la dimensión de la crisis global revalorizó este objetivo de política a nivel internacional, llevando a que varios países lo incorporen explícitamente en el mandato de sus bancos centrales, mientras que otros han fortalecido la interacción entre la política monetaria y la regulación y supervisión de las entidades financieras.

Durante 2011 el volumen de intermediación financiera se incrementó a un ritmo significativo. El crédito al sector privado creció 46,2%, llegando a representar casi 15% del PIB, poco más de 3 p.p. por encima del ratio observado a fines de 2009. Si bien este valor aún se ubica por debajo de los registros históricos, la ponderación del crédito otorgado en pesos se recuperó significativamente en los últimos años —con un promedio de 9,7% en los últimos 10 años contra uno de 7,9% observado en la década de los 90—, mitigando la fuente de riesgos vinculada al endeudamiento en moneda extranjera.

El aumento del crédito durante el 2011 estuvo fundamentalmente impulsado por el financiamiento a las empresas, en particular por los préstamos a la industria. Los préstamos a las familias también crecieron a un ritmo elevado, con un dinamismo algo más marcado en las líneas con garantía prendaria y en aquellas para consumo.

Gráfico 1
Crédito al Sector Privado
En % del PIB



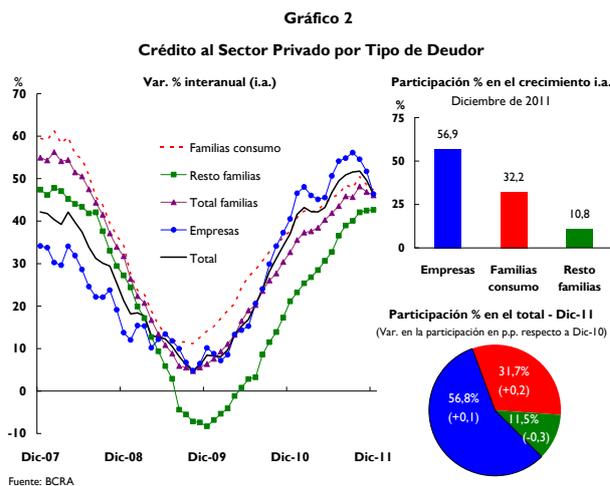
Por medio del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, el BCRA lleva adjudicado a las entidades financieras un total de casi \$4.400 millones a través de 11 subastas. En el marco de este programa, 13 entidades otorgaron financiamiento a un conjunto de empresas por casi \$2.300 millones. Tres cuartos de este monto estuvo destinado a financiar a la industria.

La creciente actividad del sistema financiero se desarrolló conjuntamente con mejoras en la infraestructura operativa del sector. Desde comienzos de 2011 está vigente un nuevo criterio para autorizar la apertura de sucursales. La nueva norma establece que los bancos que desean abrir filiales en zonas con mayor disponibilidad de infraestructura financiera deberán acompañar la solicitud con una propuesta de instalación de la misma cantidad de sucursales en zonas con menores niveles de bancarización. Con la aplicación de esta regla, en 2011 se aprobó la apertura de 67 sucursales en zonas con menor nivel de bancarización, equivalentes a casi 70% de la apertura neta de sucursales. En el mismo período, la dotación de personal del conjunto de bancos aumentó 3%, alcanzando el máximo nivel en 11 años. En 2011 también se incrementó el número de filiales (2,4%) y la cantidad de cajeros automáticos (15,1%). En este marco, el número de habitantes tanto por filial como por cajero automático disminuyó, fundamentalmente en las zonas geográficas del país con menor cobertura bancaria relativa.

En el año no se observaron cambios de magnitud en la configuración global de los riesgos intrínsecos asumidos por los bancos, presentándose un balance favorable entre las principales exposiciones y las coberturas constituidas. Desde niveles elevados, los indicadores de liquidez bancaria cayeron gradualmente, principalmente en la segunda parte del año, movimiento que estuvo en línea con la expansión del crédito. A pesar de ello, el sector presentó una elevada disponibilidad de recursos que le brindan protección frente al riesgo de liquidez.

En un marco en el que el crédito al sector privado fue incrementando su importancia relativa en el activo del sistema, los bancos preservaron una favorable posición frente al riesgo de contraparte. El ratio de irregularidad del financiamiento al sector privado se ubicó en un mínimo histórico al cierre de 2011 y la cartera en mora continuó siendo cubierta con holgura por las provisiones contables. El endeudamiento, tanto de las familias como de las empresas, se mantuvo en niveles moderados, sosteniendo la capacidad de pago de los sujetos de crédito.

La regulación macroprudencial de los flujos de capital de corto plazo y el esquema de política económica con flotación administrada del tipo de cambio, mantienen acotada la volatilidad cambiaria haciendo que el riesgo de moneda enfrentado por el sistema financiero se man-



tenga en niveles históricamente bajos. Durante la segunda parte de 2011, y en un contexto de aumento de la volatilidad financiera internacional, el descalce de moneda extranjera se incrementó como producto del aumento de las compras netas a término de las entidades, en particular las de capital extranjero. No obstante, este descalce permaneció por debajo de los picos de fines de 2008-principios de 2009, y de los niveles previos a 2005.

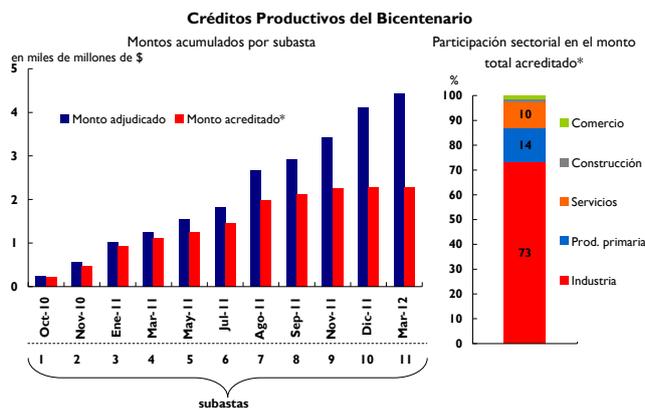
A fines de 2011 se evidenciaron focos aislados de volatilidad en algunas variables financieras locales, con incrementos en las principales tasas de interés. Desde octubre pasado y hasta enero de 2012 se verificó una caída de los depósitos en dólares del sector privado, equivalente aproximadamente al 18% de su saldo. La baja dolarización de las hojas de balance de los bancos —este tipo de depósitos alcanzaba 19% del total en octubre— y el esquema vigente de requisitos de liquidez por moneda, en un contexto de fortalecimiento del incremento de las colocaciones en pesos, contribuyeron a que este episodio no haya tenido un impacto sobre el crédito, lo que permitió que la situación de volatilidad fuera disipándose durante el primer trimestre del año.

En este contexto, la exposición del conjunto de entidades financieras al riesgo de tasa de interés creció, aunque se mantuvo en niveles moderados. La transitoriedad de las fluctuaciones en las tasas de interés implicó un efecto patrimonial reducido para el sistema financiero. Por su parte, y a pesar de estos focos de volatilidad, la exposición al riesgo de mercado de los bancos cayó en la segunda parte de 2011, fundamentalmente por la reducción de la cartera de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria a valor razonable de mercado.

Durante el 2011, el sistema financiero presentó elevados indicadores de solvencia. El patrimonio neto del conjunto de entidades financieras creció 22% en el año, fundamentalmente a partir de las ganancias contables y, en menor medida, de los aportes de capital. Todos los grupos de entidades financieras mantuvieron un considerable exceso de integración de capital con respecto a los requisitos mínimos regulatorios.

En concordancia con Basilea III, el Banco Central implementó nuevas medidas para consolidar los estándares de solvencia bancaria, estableciendo una nueva exigencia de capital adicional para la cobertura del riesgo operacional y ampliando el límite de conservación de capital (*buffer*) previo a la distribución de utilidades. La exigencia adicional de capital por riesgo operacional equivale a 15% del promedio de los ingresos brutos positivos de los últimos tres años y comenzará a aplicarse de manera gradual hasta su completa implementación en diciembre de 2012 (Apartado 3). Por su parte, las entidades financieras que presenten ganancias sólo podrán dis-

Gráfico 3



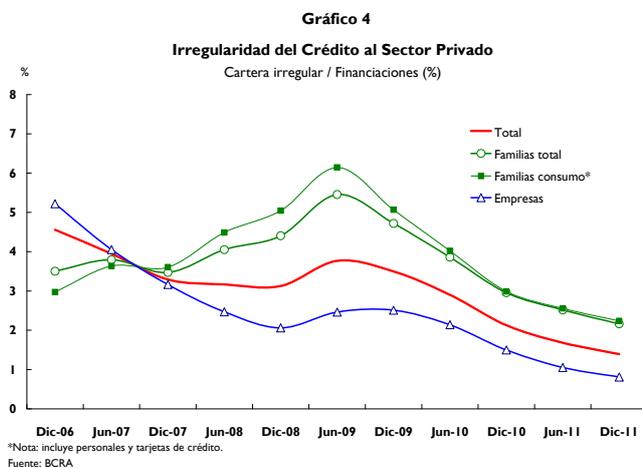
* Información al 29 de Febrero de 2012
Fuente: BCRA

tribuir dividendos si su capital regulatorio, en el escenario posterior a la distribución, se mantiene al menos 75% por encima de la exigencia.

La actividad económica a nivel global continúa mostrando un panorama débil, con tasas de crecimiento por debajo de las esperadas. En los Estados Unidos, a principios de 2012 se extendió el período esperado de bajas tasas de interés hasta fines de 2014, y no se descartan nuevas medidas de expansión cuantitativa en el futuro, en un contexto en el que el mercado laboral aún se encuentra comprometido. Europa, por su parte, atravesaría una recesión resultante del sesgo de política más restrictivo en términos fiscales y de la incertidumbre remanente a pesar de la mejora observada en los últimos meses. A pesar de la mayor liquidez el panorama en materia crediticia en Europa sigue siendo endeble, limitando la capacidad de reactivación de la economía en el corto plazo. En el caso específico de Grecia se mantienen las dudas acerca de la sustentabilidad de su deuda (tal como lo evidencian los rendimientos a 10 años de los bonos del canje reciente), sin que quede en claro cuales serán los factores que impulsarán la economía para que retome el sendero de crecimiento.

Por su parte, las economías en desarrollo siguen mostrando tasas de crecimiento moderadas (por encima de las de los países desarrollados) y presiones inflacionarias más contenidas. Como producto de las menores tensiones en los mercados financieros, el contexto de bajas tasas de interés en las plazas desarrolladas y la recomposición reciente de los precios de las materias primas, se revitalizaron las entradas de portafolio a los mercados financieros emergentes, con mejoras en los precios de las acciones y recortes en los *spreads* de deuda. En línea con estos desarrollos, la mayoría de las monedas de las economías emergentes tendieron a apreciarse en los primeros meses de este año, lo que llevó a que algunos países incrementaran la intervención en los mercados de cambios y aplicaran medidas adicionales para contener esta tendencia. Para los mercados financieros de las economías emergentes se mantienen expectativas moderadamente positivas para los próximos meses, aún en un escenario en el que subsisten riesgos a la baja producto de las dudas respecto del nivel de crecimiento global.

De cara a lo que resta de 2012, se espera que el sistema financiero argentino conserve un mapa de exposición a riesgos acotado, si bien la evolución de los mismos podría quedar en parte influenciada por el desenvolvimiento del escenario internacional. El sistema financiero continuaría consolidado el crecimiento de la intermediación financiera con empresas y familias, en un contexto de adecuados niveles de liquidez y solvencia.



I. Contexto Internacional

Síntesis

En el segundo semestre de 2011 y a comienzos de 2012 la actividad económica global exhibió una desaceleración mayor a la esperada, particularmente en los países avanzados. No obstante, se evidenciaron diferencias entre regiones. La zona del euro entró en recesión, mientras los Estados Unidos y Japón continuaron exhibiendo un tímido crecimiento, en tanto que los países en desarrollo siguieron mostrando un mayor dinamismo.

En las economías avanzadas persistió el contexto de debilidad en los mercados de trabajo, fragilidad de los sistemas financieros y dificultades para financiarse en ciertos países en la Eurozona. De cara a esta situación en los Estados Unidos la autoridad monetaria anunció que mantendría la tasa de interés de referencia en niveles bajos por un período de tiempo más largo que el previsto y fijó, por primera vez, un objetivo explícito de inflación de largo plazo. En la Eurozona las autoridades instrumentaron una serie de medidas, destacándose la intervención del Banco Central Europeo (BCE) a través de la oferta de líneas de liquidez a mediano plazo a bajo costo, el canje de deuda de Grecia con inversores privados y el adelanto de la implementación del nuevo Mecanismo de Estabilidad Europea. Pese al escenario recesivo, se avanzó en las discusiones para definir criterios fiscales más estrictos y se conocieron políticas adicionales de ajuste en las cuentas públicas.

Por su parte, las regiones emergentes, a pesar de mostrar una moderación en el crecimiento, siguieron siendo las principales impulsoras de la mejora global. En los últimos meses, continuaron implementando políticas fiscales y monetarias de estímulo a la actividad económica y aplicando medidas para contener la apreciación de sus monedas.

Las cotizaciones de las materias primas cayeron en la segunda mitad de 2011, aunque finalizaron el año con

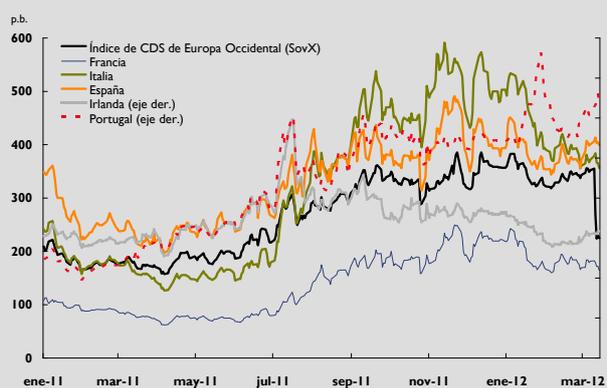
incrementos interanuales. A inicios de 2012 resurgieron algunas presiones alcistas sobre los precios de los principales commodities agropecuarios, influenciados por la presencia del evento climático La Niña, con efectos negativos sobre parte de la producción de la campaña agrícola 2011/12 en Sudamérica, mientras que los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el norte de África continuaron impulsando las cotizaciones del petróleo.

Frente al desempeño económico de los últimos meses, las perspectivas de crecimiento global continuaron corrigiéndose a la baja, anticipándose un escenario internacional para el año algo más incierto que el previsto seis meses atrás.

La incertidumbre sobre la evolución económica de las economías avanzadas seguirá generando volatilidad, lo que podría tener impacto sobre las cotizaciones de las materias primas. Sin embargo, en ausencia de un colapso de la economía mundial análogo al evidenciado a fines de 2008, se estima poco probable una caída pronunciada de los precios de las materias primas.

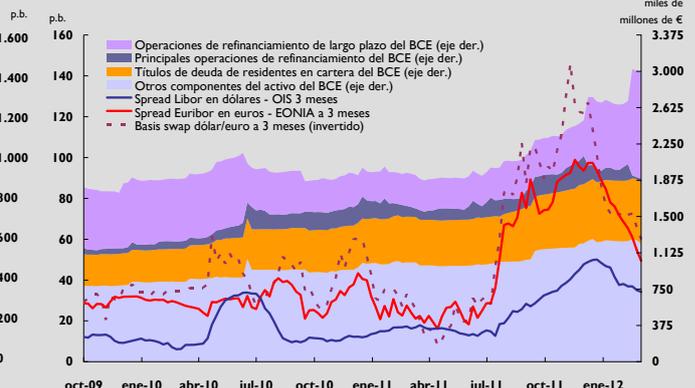
Las plazas financieras de los Estados Unidos y Europa mostraron un comportamiento pendular en los últimos meses, pasando de deteriorarse en el último trimestre de 2011 a evidenciar una recuperación en lo que va de 2012. La mejora relativa más reciente se da principalmente como resultado de las medidas de política monetaria implementadas en los Estados Unidos y Europa. Los activos financieros de economías emergentes acompañaron esta evolución, destacándose en los primeros meses de 2012 la suba en los precios de las acciones, los recortes de spreads de deuda soberana y las entradas de fondos asociadas a flujos de portafolio. A pesar de estas mejoras, se mantienen diferentes focos de tensión que podrían generar en los próximos meses nuevos episodios de volatilidad.

Gráfico I.1
Credit Default Swaps a 5 Años sobre Deuda Soberana Europea



Fuente: Bloomberg y Reuters

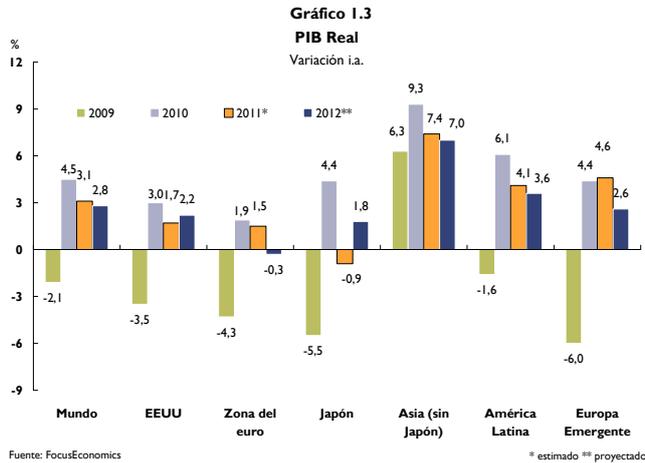
Gráfico I.2
Balance del Banco Central Europeo y Spreads Interbancarios



Fuente: BCE y Bloomberg

Coyuntura internacional

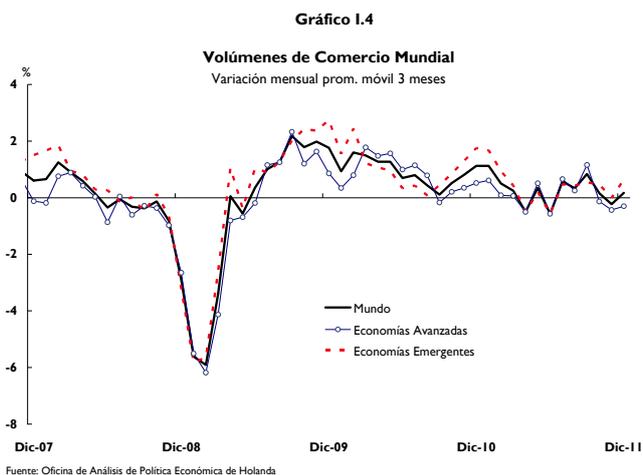
En la segunda mitad de 2011 y a inicios de 2012 el ritmo de crecimiento a nivel global fue inferior a lo esperado, debido básicamente al débil desempeño de las economías más desarrolladas



La economía global creció 3,1% en 2011, exhibiendo una expansión más acotada en la segunda mitad del año. El menor ritmo de crecimiento siguió observándose en la generalidad de las regiones del mundo, con una desaceleración mayor a la esperada en los países avanzados y un menor impulso de las economías emergentes. Según los pronósticos de mercado en 2012 la producción global aumentaría 2,8% (ver Gráfico I.3).

En línea con este comportamiento, los volúmenes de comercio mundial también moderaron su ritmo de crecimiento, incrementándose 6,9% en 2011, con un desempeño contractivo hacia fines de ese año respecto de los meses previos (ver Gráfico I.4). Para 2012 se proyecta una suba de 3,8%, liderada por los países en desarrollo.

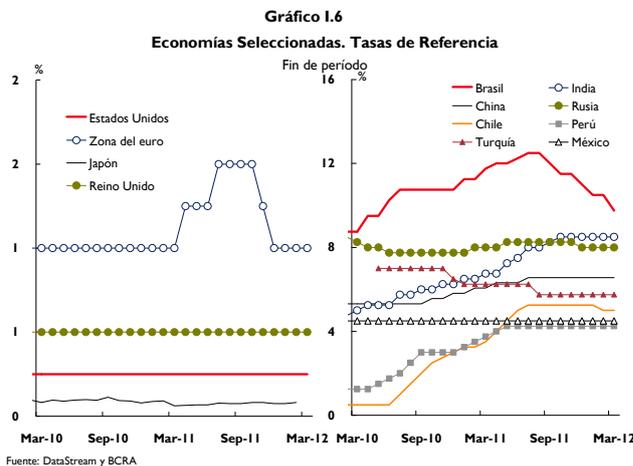
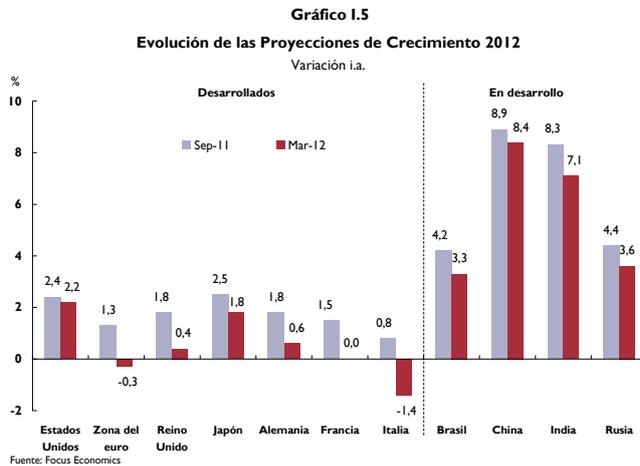
En el presente año persistiría la tendencia de un mundo creciendo a diferentes velocidades: mientras que los Estados Unidos y Japón enfrentan perspectivas de bajo crecimiento, se prevé que Europa atravesase una recesión, al tiempo que los países en desarrollo continuarían impulsando el aumento de la actividad económica mundial (ver Gráfico I.5).



En un escenario de elevada volatilidad financiera, las autoridades de los países avanzados siguieron implementando medidas para asegurar la liquidez en sus respectivos mercados. Hacia fines de noviembre, la Reserva Federal de los Estados Unidos (*Fed*) y los bancos centrales de la Eurozona, Inglaterra, Canadá, Japón y Suiza acordaron líneas de liquidez de corto plazo en dólares con un menor costo, estableciendo a la vez líneas de *swaps* bilaterales entre las distintas autoridades monetarias. Por otra parte, la *Fed* anunció que mantendría su tasa de interés de referencia para la política monetaria en niveles excepcionalmente bajos hasta fines de 2014 (un año más que lo comunicado en reuniones previas). La autoridad monetaria fijó, por primera vez, un objetivo explícito de inflación de largo plazo (2% i.a. del deflactor del consumo privado). Sin embargo, no se definió un valor específico respecto de la tasa de desempleo que concuerde con el mandato dual de la *Fed* (inflación y desempleo), dado que los niveles de largo plazo de esta variable son

afectados, según el organismo, por factores no relacionados con la política monetaria¹.

Con el objetivo de evitar un agravamiento de la crisis financiera en Europa, el Banco Central Europeo (BCE) ofreció a las entidades financieras líneas de liquidez a 3 años de plazo y a bajo costo por montos ilimitados, relajando las condiciones de las garantías elegibles como colaterales en estas operaciones². También se redujo el coeficiente de encajes. Se destaca que, en un contexto aún signado por la incertidumbre, el aumento del fondeo disponible para los bancos fue acompañado por un fuerte incremento en sus depósitos en el BCE, al tiempo que el crédito al sector privado (empresas no financieras y familias) continuaba con tasas anuales de crecimiento muy bajas y desacelerándose³. El accionar del BCE fue acompañado por medidas adicionales para contener la posibilidad de contagio de la crisis y por la concreción del canje de deuda griega con inversores privados (ver Apartado 1).



A pesar del escenario contractivo del nivel de actividad económica, la mayoría de los integrantes de la Unión Europea continuó implementando políticas adicionales de ajuste de las cuentas públicas, en un marco de avance en las discusiones para la unificación de criterios fiscales más estrictos. Los países acordaron poner un freno a su deuda o incluir una “regla de oro” de equilibrio presupuestario en su legislación (aceptarían un déficit estructural de hasta 0,5% del PIB, preferentemente a nivel constitucional o equivalente).

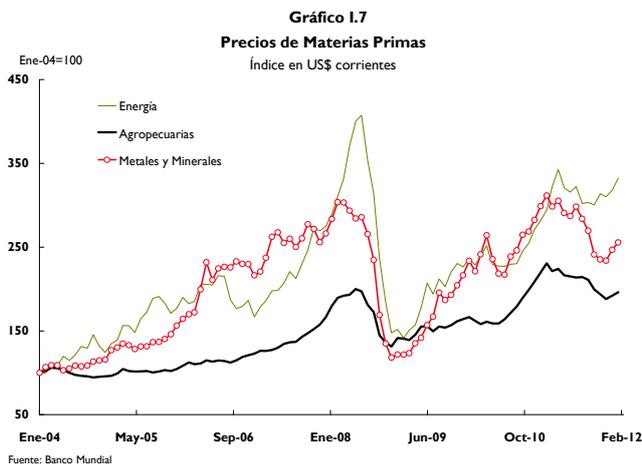
En lo referente a las economías en desarrollo, Asia emergente y América Latina exhibieron un mejor desempeño relativo. No obstante, se observó una moderación en el crecimiento que podría estar reflejando el impacto de la desaceleración económica en el mundo desarrollado. De todas maneras, los principales socios comerciales de la Argentina continuarían registrando un mayor dinamismo de la actividad económica en relación al promedio mundial.

En general, el contexto de desaceleración del crecimiento con tasas de inflación relativamente estables, condujo a la implementación de medidas de política económica contracíclica en los principales países emergentes. Tal es

¹ En particular se mencionó que, de entrar en conflicto ambos objetivos, al momento de decidir el sesgo de la política monetaria se tendrá en cuenta la magnitud de los desvíos respecto de los valores deseados y el tiempo potencial que tardarían los precios y el desempleo en retornar a esos niveles. Actualmente se estima que esta situación podría implicar que la Fed se oriente más hacia la reducción de la tasa de desempleo que a contener la evolución de los precios en el corto plazo.

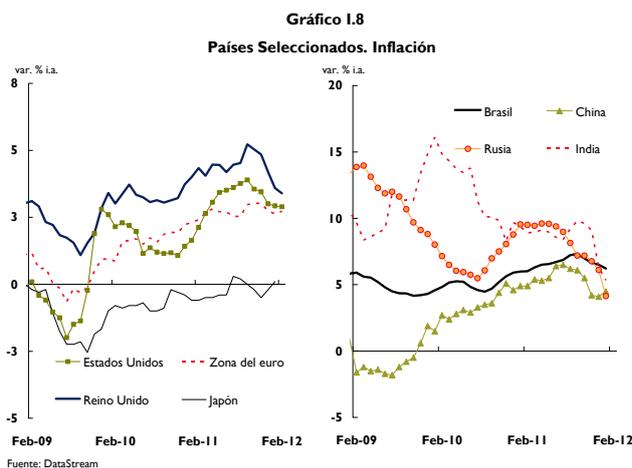
² La tasa de interés será la correspondiente a la de las *Main Refinancing Operations* (MRO) del BCE, actualmente en 1%. Hubo dos licitaciones, una en diciembre y otra en febrero.

³ En los primeros meses del año llegó a haber mermas en los saldos de préstamos a empresas. En perspectiva, un fenómeno similar (aumento de las reservas excedentes de los bancos en lugar de revitalizarse el crédito al sector privado tras la implementación de medidas para apuntalar el acceso al fondeo) se observó en EEUU en el marco de la crisis 2008-2009.



el caso de Brasil, que ante el deterioro del desempeño de la industria y con el objetivo de limitar el impacto negativo de la profundización de la crisis internacional en los últimos meses de 2011 decidió implementar reducciones impositivas, ampliar ciertas exenciones tributarias y reducir la tasa de interés de referencia de política monetaria. Por su parte, en China se redujeron los coeficientes de encajes bancarios, luego de 5 subas consecutivas desde principios de 2011, mientras que en otras economías se detuvo el ciclo alcista en las tasas de interés de referencia para la política monetaria o se decidieron recortes en las mismas (ver Gráfico I.6).

Los precios de las materias primas disminuyeron en la segunda parte del año pasado, aunque cerraron el promedio de 2011 con incrementos respecto al año anterior (ver Gráfico I.7). En tanto, a inicios de 2012 resurgieron las presiones alcistas sobre las cotizaciones de los principales *commodities* agropecuarios. Las subas estuvieron influenciadas por la presencia del evento climático La Niña, que afectó negativamente parte de la producción de la campaña agrícola 2011/12 en Sudamérica. Además, los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y el norte de África siguieron impulsando las cotizaciones del petróleo. Si bien las cotizaciones de las materias primas se recuperaron parcialmente en los últimos meses, la fuerte caída experimentada hacia fines de 2011 permitió aliviar las presiones inflacionarias, fundamentalmente de los países emergentes (ver Gráfico I.8). Hacia adelante se espera que el marco de incertidumbre y vulnerabilidad a nivel global mantenga los precios contenidos tanto en las economías avanzadas como en aquellas en desarrollo.



En ausencia de un colapso de la economía mundial análogo al evidenciado a fines de 2008, y sin cambios significativos en las relaciones entre las principales monedas, se estima poco probable una caída pronunciada de los precios de las materias primas respecto a los niveles actuales. En el caso particular de los alimentos, se espera que la persistencia de factores estructurales de demanda continúe apuntalando sus precios.

Los mercados financieros pasaron de un continuo deterioro hasta fines de 2011 a recuperarse parcialmente en los primeros meses de 2012

La evolución en los mercados financieros en los últimos seis meses estuvo en buena parte explicada por el agravamiento inicial de las tensiones en la eurozona (último trimestre de 2011, ver Gráfico I.1) y una posterior mejora relativa, principalmente en función de las medidas de política implementadas en Europa y en los Estados

Apartado 1 / Respuestas de Política ante la Crisis de la Deuda en Europa

La profundización de la crisis en Europa obligó a las autoridades de la región a presentar nuevas medidas en octubre y diciembre. Aunque el avance con respecto a los diferentes anuncios fue dispar, la fuerte inyección de liquidez por parte del BCE y la concreción del canje de deuda griega con privados permitieron que en los mercados financieros pasara a observarse cierta mejora. Sin embargo, subsisten dudas respecto a los lineamientos de política seguidos, de forma tal que la situación europea continúa generando incertidumbre

Pese a que en julio del año pasado se habían anunciado varias medidas para contener la crisis⁴, durante el tercer trimestre se verificó un fuerte deterioro en los mercados de deuda en Europa. Frente a esta situación, en octubre las autoridades de la Unión Europea presentaron una nueva batería de medidas. Esta vez los anuncios se basaron en⁵:

- D) *Reconocimiento de la necesidad de quitas más fuertes en el canje de deuda de Grecia con privados y de mayor asistencia financiera para ese país.* A diferencia de la propuesta efectuada en julio —con quitas nominales de 20%— se pasó a proponer quitas de 50% para el canje de deuda con los acreedores privados planeado para principios de 2012 (finalmente se concretó un canje pero en marzo de este año). En contrapartida, los países de la zona conjuntamente con el FMI se comprometían a aportar €30.000 millones para hacer más atractiva la oferta para los bonistas y hasta €100.000 millones de asistencia para que Grecia cubriese sus necesidades de financiamiento hasta 2014 y recapitalizase a sus bancos⁶.
- II) *Necesidad de avanzar hacia una mejora en la capitalización de las entidades bancarias europeas.* Se planteó un requisito temporario de capital para cubrir la exposición en títulos públicos europeos a valor de mercado de fines de septiembre y alcanzar un ratio de capital básico TIER1 (siguiendo los criterios de Basilea 2.5) de 9% sobre activos ponderados por

riesgo a mediados de 2012⁷. Se estipuló que el cumplimiento de este requisito se llevaría a cabo priorizando fuentes privadas y asegurando que el desapalancamiento no fuese excesivo. Asimismo, se anunció que se darían garantías para que los bancos pudiesen acceder a financiamiento de largo plazo.

- III) *Voluntad de apalancar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), de carácter temporario,* hasta alcanzar un monto cercano al billón de euros. Esto se haría a través de una combinación flexible del uso de fondos del FEEF para otorgar garantías en nuevas emisiones de deuda soberana y la creación de vehículos financieros con inversión de agentes públicos y privados a nivel global para dar préstamos, recapitalizar bancos y/o comprar títulos públicos.

Dada la ausencia de detalles con respecto a las medidas lanzadas y las dudas acerca de su efectividad para solucionar la crisis, en noviembre se acentuaron las tensiones en los mercados financieros (ver Gráfico I.2). Así, en diciembre se realizaron nuevos anuncios, esta vez vinculados al acuerdo sobre una nueva regla fiscal y la mayor coordinación de políticas. A esto se le sumó la propuesta de adelantar la puesta en vigencia del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEE) de carácter permanente⁸ y de proveer al FMI de nuevo financiamiento por hasta €200.000 millones por parte de los países de la UE de forma tal de apuntalar el volumen de recursos disponibles para atender a economías en problemas. Sin embargo, la medida con impacto más contundente en los mercados financieros de la región fue la provisión de fondos a 3 años de plazo y bajo costo por parte del BCE (que además amplió el menú de activos admitidos como colateral).

Los primeros avances con respecto a las medidas anunciadas en octubre estuvieron vinculados a los requisitos temporarios de capital para los bancos. En diciembre del año pasado EBA⁹ publicó el cálculo definitivo de las necesidades de capital que deberán cumplirse a fines de junio, por €14.700 millones para el agregado de los bancos europeos. Buena parte de este monto corresponde a las entidades financieras de Grecia, España, Italia, Alemania, Francia, Portugal y Bélgica (ver Gráfico

⁴ Ver Apartado 1 del BEF II-2011.

⁵ Adicionalmente se anunció un compromiso para asegurar la disciplina fiscal y acelerar las reformas estructurales en todos los países miembro de la UE, 10 medidas para mejorar la gobernanza en la Eurozona y un pedido al presidente del Consejo Europeo para que identifique acciones con el objetivo de fortalecer la unión monetaria.

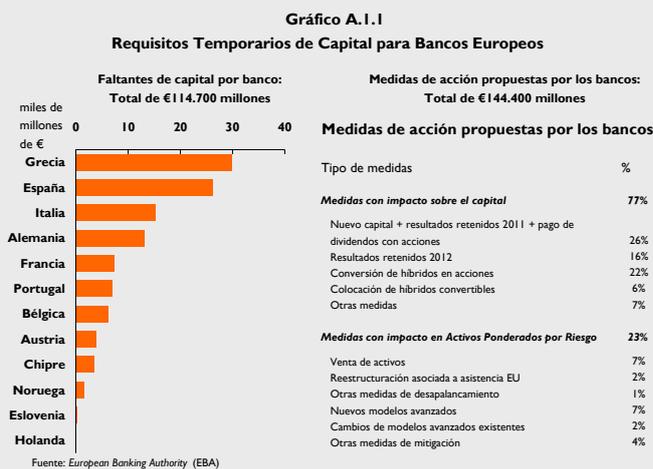
⁶ Este tratamiento difiere del aplicado en otros casos, como el de la crisis argentina de 2001-2002 y el posterior canje de deuda (en el cual no hubo aportes de fondos por partes de las instituciones financieras internacionales).

⁷ Implica la creación de un colchón de capital de carácter extraordinario, pero no modifica las normas contables ni los requisitos de capital regulatorio.

⁸ A julio de 2012 (originalmente estaba pautado que entraría en vigencia en 2013).

⁹ *European Banking Authority*, existente desde 2011 (toma las responsabilidades del *Committee of European Banking Supervisors*).

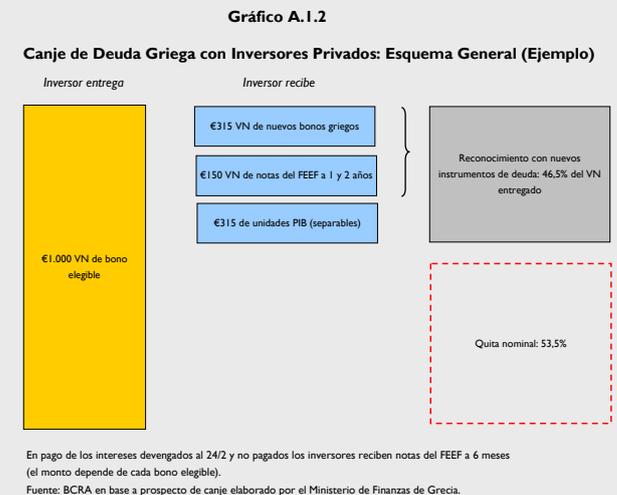
A.1.1). En un primer momento hubo fuertes dudas con respecto al eventual impacto de esta medida sobre el mercado de crédito, dado que podía incentivar acciones de des-apalancamiento que incluyesen un menor otorgamiento de financiamiento en la región (cuyo ritmo se mantuvo aplacado a fines de 2011 y principios de este año, a pesar de la inyección de liquidez llevada a cabo por el BCE). Según los planes presentados por las entidades a fines de enero (aún sujetos a revisión / aprobación) en principio buena parte de los requerimientos se cubrirían con medidas de impacto directo sobre el capital¹⁰ y sólo una porción marginal de las propuestas estaría vinculada a menor crédito para la economía de la región¹¹. Sin embargo, aunque eventualmente se cumpla con estos requisitos temporarios, los temores con respecto a la presión hacia un mayor des-apalancamiento se mantienen, en función de los altos niveles de endeudamiento existentes y de los requerimientos que implica, desde 2013, la transición hacia Basilea III.



Con respecto a la situación específica de Grecia, a fines de febrero se llegó a un acuerdo que combinaba acciones de las autoridades europeas (mayor asistencia a Grecia, rebaja de tasas de interés retroactiva para la asistencia ya vigente) y del sector privado (canje de títulos públicos) con el objetivo de lograr que la carga de la deuda griega pasase de más de 160% del PIB a un nivel de 120,5% en 2020. Así, los países de la zona (conjuntamente con el FMI) pusieron a disposición de Grecia un segundo pa-

quete de asistencia por hasta €130.000 millones¹², sujeto a una exigente condicionalidad. En efecto, el gobierno griego tuvo que comprometerse a realizar ajustes de gasto adicionales y a avanzar en una agenda de reformas económicas y de privatizaciones. A esto se le sumó un monitoreo más estricto, la introducción de provisiones en el marco legal griego que expliciten la prioridad del pago de la deuda y la implementación de una cuenta especial en la que cada trimestre se depositen los fondos para servir estos pagos (asegurando que los aportes de UE-FMI sean usados con este fin). Finalmente, el segundo paquete de asistencia a Grecia quedaba supeditado a la concreción de la operación de canje de deuda con el sector privado.

Esta última operación implicó la oferta combinada de títulos griegos con plazos de hasta 30 años y tasas en promedio por debajo de 4% (los cupones son escalonados en forma ascendente) y notas del FEEF de hasta dos años de plazo, que implica una quita de 53,5% en términos nominales y más de 70% en valor presente con respecto a los bonos griegos elegibles (ver Gráfico A.1.2). Adicionalmente, los inversores reciben unidades vinculadas al PIB con igual plazo que los nuevos bonos griegos¹³. El canje tuvo una aceptación del 85,8% que se extendería hasta casi 96% tras la activación de las cláusulas de acción colectiva (CAC) existentes¹⁴.



En términos del apalancamiento del Fondo de Estabilidad, aunque inicialmente se esperaba poder atraer a gobiernos de otros países (como el de China) para que in-

¹⁰ Nuevo capital, uso de reservas y retención de futuras utilidades, conversión de híbridos en acciones y, en menor medida, colocación de nuevos instrumentos híbridos aceptados como capital en el marco de este requerimiento temporario. Estas acciones explican el 77% del monto de las medidas de mejora propuestas (que fue de más de €144.000 millones, superando a los requerimientos exigidos).

¹¹ Según los anuncios individuales de los bancos, para cumplir con los requerimientos de capital algunas entidades optaron por disminuir su presencia fuera de Europa Occidental (incluyendo ventas de activos y de unidades de negocio). En el caso de América Latina se verificaron algunas ventas de unidades de negocios de un banco español.

¹² Esto permitió alivianar dudas con respecto a la capacidad del país de enfrentar los importantes vencimientos de fines de marzo.

¹³ Estas unidades pagan hasta 1% anual si el PIB nominal de Grecia es mayor al estipulado en el prospecto y si el crecimiento real es positivo y supera al de referencia.

¹⁴ La introducción de CAC para los títulos públicos con legislación local en forma retroactiva llevó a que la deuda griega fuera calificada en *default* selectivo por las principales calificadoras (ver Apartado 2). El posterior uso de estas CAC llevó a que se activaran los contratos de *credit default swaps* sobre la deuda griega.

viertan en los vehículos a ser creados, el agravamiento de la crisis a fines de 2011 y la rebaja de la nota crediticia de varias economías europeas dificultaron los avances en este sentido. Sin embargo, se aprobó el adelanto de la puesta en marcha del MEE y comenzó a debatirse la posibilidad de permitir que el FEEF y el MEE pudiesen actuar en forma simultánea y/o de revertir el monto asociado a estos fondos. A fines de marzo se llegaba a un acuerdo para ampliar el monto efectivo de acción de estos fondos¹⁵.

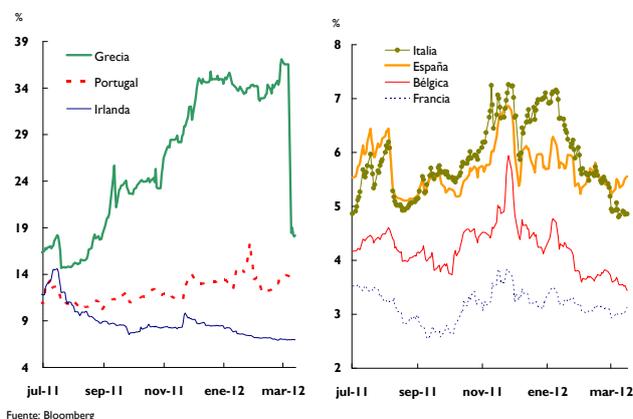
A pesar de estos avances parciales, la situación en Europa dista de estar resuelta. Sigue habiendo dudas con respecto a la sustentabilidad de la deuda griega¹⁶ y al enfoque de política aplicado en este caso. Efectivamente, no queda en claro como se logrará que Grecia retome la dinámica de crecimiento necesaria para el cumplimiento de las metas propuestas, dada la exigente condicionalidad asociada al segundo paquete de asistencia (que mantiene el acento en las políticas de ajuste fiscal) y la imposibilidad de devaluar la moneda para dinamizar la oferta de bienes transables. Así, si bien la situación de los mercados financieros pasó a mostrar una menor tensión —en términos relativos— en los últimos meses, el contexto sigue siendo desafiante y no se descarta la eventual necesidad de implementar medidas adicionales para atender a las economías en situación más comprometida y/o contener la posibilidad de contagio.

¹⁵ Los fondos no utilizados del FEEF permitirán que el MEE tenga capacidad efectiva de préstamo de €500 mil millones (además se adelantó el pago de las cuotas de los gobiernos para este mecanismo). Este monto se suma a ayudas ya comprometidas por el FEEF (€200 mil millones).

¹⁶ De hecho, los nuevos bonos griegos evidenciaban en la segunda quincena de marzo una curva todavía invertida y rendimientos a 10 años en un rango de 18-20%.

Gráfico I.9

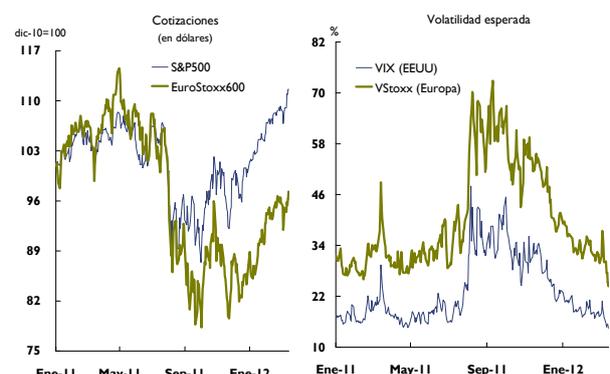
Deuda Soberana Europea - Rendimientos a 10 años



Fuente: Bloomberg

Gráfico I.10

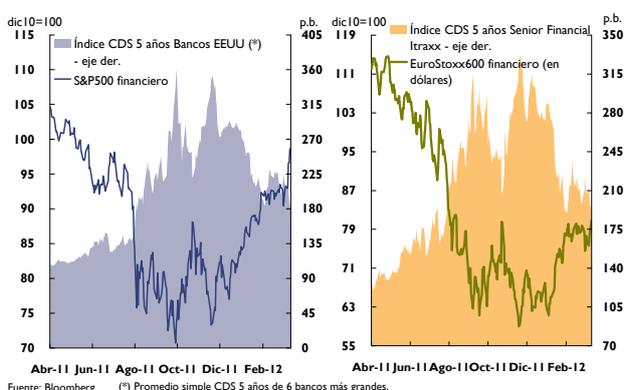
Índices Bursátiles de EEUU y Europa



Fuente: Bloomberg

Gráfico I.11

Sector Financiero de EEUU y Europa: Índices Bursátiles y Spreads de CDS



Fuente: Bloomberg (*) Promedio simple CDS 5 años de 6 bancos más grandes.

Unidos. A esto se le sumaron, en los últimos meses, algunos indicadores económicos mejores que los que se esperaban en este último país.

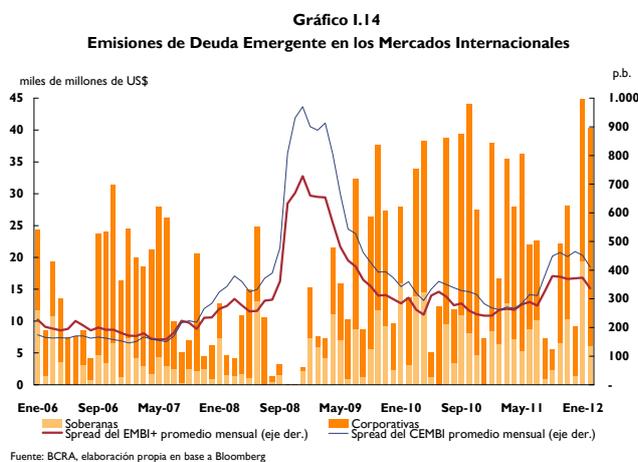
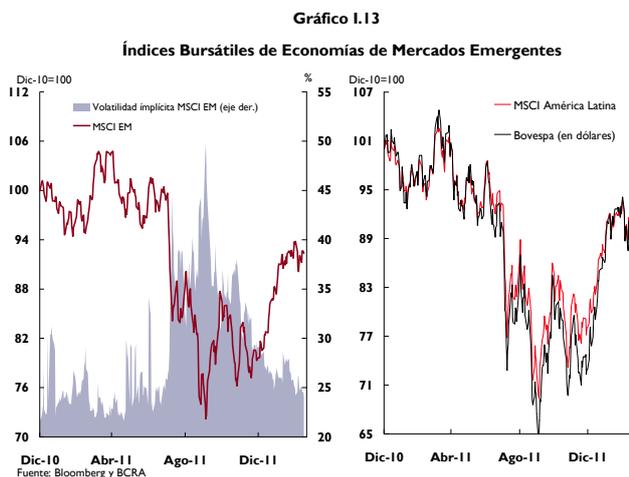
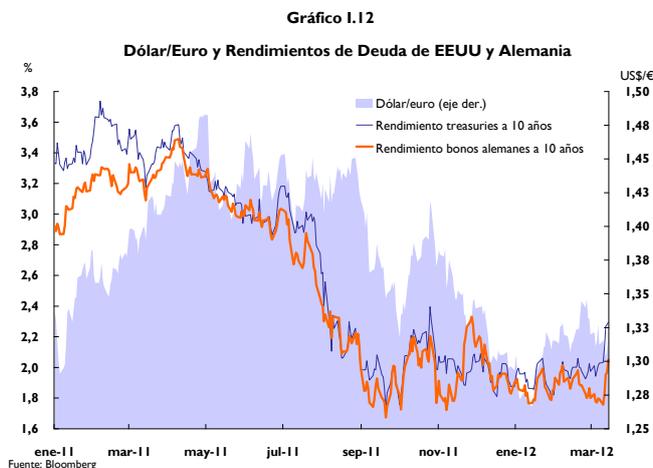
En los últimos meses de 2011 se mantuvo la creciente incertidumbre acerca del potencial de contagio de la crisis de la deuda en Europa, con foco en las economías de gran porte en situación vulnerable —España, Italia y hasta Francia— y en el riesgo asociado al sector bancario en la región¹⁷. Sin embargo, el riesgo percibido pasó a atenuarse en los primeros meses de este año, en buena parte debido a la inyección de liquidez por parte del BCE ya mencionada y a la señal de mayor coordinación entre las autoridades europeas que implicó el anuncio de nuevas medidas de política. El debilitamiento de las hipótesis más extremas con respecto a la crisis en Europa se vio reflejado en la gradual corrección tanto en los rendimientos de la deuda de economías vulnerables de gran porte —en las licitaciones y en el mercado secundario (ver Gráfico I.9)— como en los *spreads* del mercado interbancario, que venían de registrar tensiones crecientes (ver Gráfico I.2). Junto con la extensión del período esperado de bajas tasas de interés en los Estados Unidos, estos factores permitieron que en los primeros meses de 2012 pasara a verificarse cierta recomposición en el apetito por riesgo de los inversores a nivel global.

En este contexto los índices bursátiles de los Estados Unidos y Europa revirtieron desde diciembre la tendencia negativa prevaleciente en el segundo semestre de 2011 y pasaron a mostrar, en los primeros meses de 2012, una mejora en las cotizaciones y una corrección en la volatilidad esperada (ver Gráfico I.10). El S&P 500 y el Euro Stoxx600 acumularon desde fines de septiembre avances de más de 24% y 18% medidos en dólares. En los Estados Unidos los índices bursátiles más amplios y los específicos del sector financiero lograron recuperar ya en febrero los niveles observados a mediados de 2011. En el caso europeo, los índices bursátiles medidos en dólares mantenían desde mediados de 2011 pérdidas de cerca de 10% a nivel general y 20% para los bancos (ver Gráfico I.11).

A pesar de la mejora observada en los mercados bursátiles, los rendimientos de los *treasuries* y los bonos alemanes de largo plazo se mantuvieron en un rango cercano a 1,8%-2,3%¹⁸ (ver Gráfico I.12), aunque a mediados de marzo mostraron cierta tendencia a ampliarse. Por su parte el dólar, tras alcanzar a mediados de enero su máxima revalorización con respecto al euro en más de un año, pasó a depreciarse contra la moneda europea en el primer trimestre de 2012 (aunque desde fines de septiembre el dólar aún

¹⁷ Con dudas tanto respecto a su capacidad para refinanciar los fuertes vencimientos de deuda previstos para el período 2012-2013 como a su solvencia.

¹⁸ La Fed continuó llevando a cabo su política de rotación de la madurez de los activos en su cartera (favoreciendo a aquellos de largo plazo), al tiempo que en los mercados financieros siguió considerándose la posibilidad de un eventual incremento en el programa de compras de activos.



acumula una leve apreciación), al tiempo que la volatilidad esperada para este tipo de cambio se corregía a la baja. Se destaca que las posiciones vendidas en euros de inversores especulativos, que se incrementaron sustancialmente en los últimos meses de 2011, comenzaron a recortarse a fines de enero de este año. Por otro lado, el dólar tendió a apreciarse contra el yen en los últimos meses —acumulando una revalorización de 8% desde septiembre— en un contexto en el cual el Banco de Japón amplió su programa de títulos públicos y dio señales de que no permitiría que la moneda japonesa continúe apreciándose¹⁹.

En los últimos meses los activos financieros de economías emergentes acompañaron el mejor tono registrado en los mercados internacionales y la suba en los precios de las materias primas

Los índices bursátiles de las economías emergentes mostraron una marcada tendencia positiva desde mediados de diciembre, revirtiendo las pérdidas acumuladas en los últimos meses de 2011. Así, los precios de las acciones para el agregado de los emergentes acumularon desde fines de septiembre un alza de más de 20% según el MSCI EM (medido en dólares), al tiempo que la volatilidad esperada para los principales componentes de este índice se contrajo gradualmente tras verificar un fuerte incremento entre agosto y octubre (ver Gráfico I.13). Las bolsas de América Latina mostraron una recomposición más marcada que la observada para el agregado de los emergentes²⁰, destacándose el Bovespa brasileño con un avance en dólares superior a 30% desde fines de septiembre. Esta mejora en los precios en los primeros meses de 2012 fue acompañada por fuertes ingresos a los fondos de inversión especializados en renta variable de economías de mercados emergentes, que pasaron a recuperar parte de los egresos netos registrados en 2011.

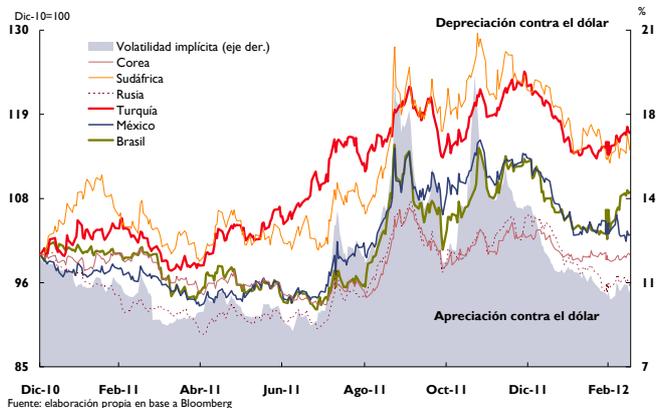
Los diferenciales de riesgo de la deuda soberana emergente (EMBI+ EM) se recortaron cerca de 120pb desde fines de septiembre, en función de la tendencia más marcada a la contracción que se verificó desde principios del corriente año. En la segunda mitad de 2011 se registró menor actividad en la colocación de deuda en los mercados internacionales por parte de agentes de economías emergentes (comportamiento en buena parte explicado por las colocaciones del sector corporativo), mientras que en los primeros meses de 2012 las colocaciones volvieron a dinamizarse. Así, se marcó un nuevo récord mensual de colocación de deuda soberana en enero, al tiempo que en febrero las operaciones de deuda corporativa fueron por montos cercanos a los máximos históricos (ver Gráfico I.14). Se destaca que paí-

¹⁹ Entre principios de abril y fines de octubre de 2011 el yen llegó a apreciarse más de 10% contra el dólar.

²⁰ El ratio de precios sobre ganancias para el MSCI de América Latina promedió en lo que va de 2012 un nivel de 12,8 veces, por encima del promedio de 2011 (11,6) aunque por debajo de la media de 2009 y 2010 (14,4 y 15,2).

Gráfico I.15

Monedas de Economías de Mercados Emergentes



ses de América Latina —como Brasil y México— pudieron obtener financiamiento a tasas bajas.

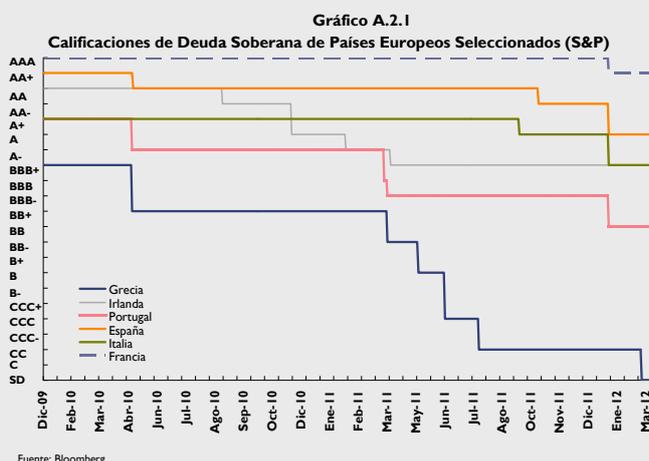
En línea con las cotizaciones de las acciones y los títulos públicos de economías emergentes, sus monedas mostraron una apreciación contra el dólar y una menor volatilidad esperada (ver Gráfico I.15). En América Latina el real brasileño llegó a acumular entre fines de septiembre de 2011 y fines de febrero de 2012 una apreciación contra el dólar de casi 10% (tras desvalorizarse casi 20% en el tercer trimestre de 2011), lo que llevó a que el Banco Central implementara medidas para contener esta situación (en marzo el real se depreciaba casi 5%).

En líneas generales se espera que los activos de mercados emergentes mantengan un desempeño positivo este año, en función del entorno de bajas tasas de interés en las plazas financieras de las economías desarrolladas, el sostenimiento de los precios de las materias primas y el mayor dinamismo relativo del nivel de actividad en las economías en desarrollo. Sin embargo, siguen existiendo focos de tensión, sobre todo en lo que respecta a la situación en Europa y la incertidumbre con respecto a la evolución económica a nivel global. Si bien el riesgo percibido se corrigió a la baja en los últimos meses, la crisis europea sigue sin resolverse y, en función de las exigentes metas planteadas para las economías en situación vulnerable, no se descarta el resurgimiento de episodios de tensión. Por su parte, en la última quincena de marzo se renovaba la cautela ante indicadores económicos que intensificaban las dudas con respecto al crecimiento en varias economías de gran porte. Esto podría llegar a dar lugar a una toma de ganancias por parte de los inversores, luego de verificarse una recomposición en el precio de los activos de economías emergentes en los primeros meses del año.

Apartado 2 / Rol de las Calificadoras de Riesgo en los Mercados Financieros

En los últimos años se dinamizó el debate con respecto a los efectos del accionar de las calificadoras de riesgo sobre la estabilidad de los mercados financieros. Este tema, que pasó a estar en la agenda de reforma internacional tras la crisis *subprime* en EEUU, volvió a cobrar relevancia más recientemente, en función de las múltiples rebajas observadas para las calificaciones soberanas en el marco de la crisis de la deuda en Europa. En este contexto, se está avanzado en diversas medidas para mejorar la transparencia y la regulación de las calificadoras, procurando además disminuir la influencia de su accionar en el mercado, aunque todavía no hay un consenso sobre cuales serían las alternativas más viables

En un contexto signado por la crisis de la deuda soberana en Europa, en los últimos meses las calificadoras de riesgo (CR) rebajaron las notas de muchos países de la región, incluyendo no sólo a Grecia sino también a economías de gran tamaño como Francia (ver Gráfico A.2.1). Esto llevó a que se reavivara el debate con respecto al rol que desempeñan las CR y los efectos de su accionar sobre los mercados financieros, cuyo tratamiento cobró particular relevancia tras la crisis financiera internacional de 2008-2009.



Las CR son agentes especializados que elaboran opiniones acerca del riesgo de crédito relativo asociado a diferentes emisores e instrumentos a través de la provisión de una medida ordinal: notas pertenecientes a una escala predeterminada. Este proceso, que debiera apuntar a colaborar con el tratamiento de asimetrías de información existentes en los mercados financieros y facilitar la toma

de decisiones por parte de los inversores²¹, afecta el acceso al mercado de los distintos emisores y sus costos de financiamiento.

Si bien las principales agencias están en actividad desde la primera mitad del siglo XX, se volvieron más influyentes en los últimos 20 años, en función de diferentes factores. Entre ellos sobresalen varios elementos interrelacionados: la aparición de instrumentos y clases de activos financieros novedosos (en algunos casos de carácter complejo), el continuo crecimiento de la actividad en los mercados de capitales, y el desarrollo de los inversores institucionales. A esto se le suma, en la década pasada, el acuerdo de Basilea II, que convalidó el uso de calificaciones en el cálculo de las exigencias de capital de los bancos.

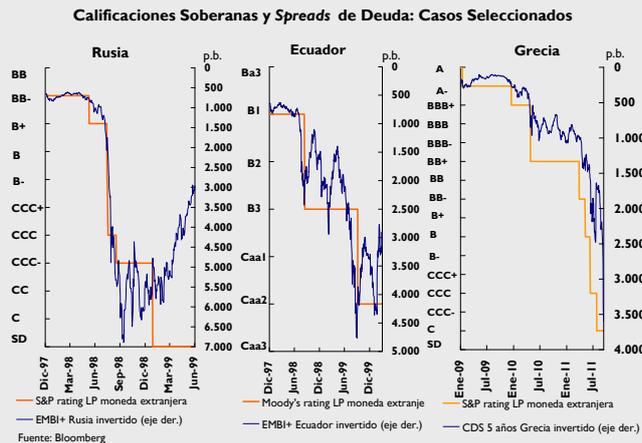
Las calificaciones otorgadas por las CR influyen sobre las decisiones de diversos agentes en los mercados, incluyendo a los proveedores de financiamiento (bancos, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.), los colocadores de deuda y la administración pública. A su presencia en el marco regulatorio y de supervisión, como en los mencionados requisitos de capital de los bancos, se le suma su utilización por parte de los inversores fundamentalmente institucionales (por ejemplo, para determinar que activos son elegibles para formar parte de su cartera) y su consideración en diversas prácticas de mercado (para clasificar los instrumentos que son elegibles como garantía en ciertas operaciones y los aforos aplicados, entre otros).

La creciente importancia de las calificaciones en las últimas dos décadas fue acompañada por diversas críticas acerca del accionar de las CR. Parte de estas últimas se centran en cuestiones metodológicas y en la calidad de las notas otorgadas, cuestiones agravadas por el potencial impacto de las acciones de las calificadoras sobre la estabilidad de los mercados financieros. En efecto, las CR suelen combinar metodologías cuantitativas con criterios de carácter cualitativo, aunque los supuestos usados y la incidencia de los diferentes factores sobre la calificación final no son suficientemente transparentes. Los cuestionamientos con respecto a la transparencia de las calificadoras se combinan con dudas acerca de la eficacia del proceso de calificación, apuntando tanto a su

²¹ Además de brindar información (ordenamiento en función de calidad crediticia, certificación de "grado de inversión") las CR tienen un rol de monitoreo a través de la provisión de perspectivas acerca de la evolución futura de los *ratings* crediticios.

precisión como al *timing* de los cambios (reactivos y no anticipatorios, usualmente con sobre-reacciones tardías una vez que las tensiones ya se han materializando²², exacerbando los problemas existentes) y a su carácter pro-cíclico (dada la alta correlación existente entre las calificaciones y los *spreads* de mercado, ver Gráfico A.2.2).

Gráfico A.2.2



Las visiones críticas referidas a las CR apuntan además a la existencia de conflictos de intereses y problemas de incentivos (sobre todo en lo que refiere a la calificación de instrumentos del sector privado), dado que el modelo de negocios imperante implica que es el propio emisor el que paga por la calificación. Así, existen incentivos para que los emisores tiendan a negociar con diferentes calificadoras para conseguir la mejor calificación posible²³. A esto se le suma que las CR pueden vender servicios de consultoría a los emisores. A pesar de esto los modelos alternativos (por ejemplo, que sean los inversores quienes paguen por el servicio o la instauración de calificadoras públicas) también presentan limitaciones²⁴.

También se cuestiona la estructura del mercado de las calificadoras; si bien a nivel mundial existe un número considerable de CR, en la práctica el comportamiento del mercado es de tipo oligopólico. El grueso del negocio está concentrado en 3 empresas²⁵, al tiempo que existen

costos fijos significativos (incluyendo los vinculados a cuestiones de reputación) que dificultan la entrada al sector, altos márgenes de rentabilidad y pocos incentivos para competir. Finalmente, dada la trascendencia del accionar de las calificadoras y la estructura de su mercado, las críticas también han apuntado a que la regulación y el monitoreo del sector han sido históricamente laxos y/o deficientes.

En el marco del debate acerca de la necesidad de reformar el sector financiero en sentido amplio que se dio a nivel internacional con posterioridad a la crisis 2008-2009, se han propuesto diversos tipos de medidas para trabajar sobre los problemas asociados a las CR en particular. En el ámbito del G20 los países se comprometieron en 2008 a acelerar la implementación de acciones para mejorar la transparencia y el seguimiento de las CR, además de solicitar a las propias calificadoras que atiendan los conflictos de intereses. A esto se le sumó un compromiso para reducir la dependencia de las calificaciones en las reglas y regulaciones existentes, con trabajos asociados del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB). A su vez se solicitó que IOSCO²⁶ revisara el código de conducta de las CR para mejorar el procedimiento de calificación y administrar los conflictos de intereses existentes y en 2009 se solicitó que las agencias cumplieran con este código revisado.

Los lineamientos del G20 se han visto plasmados en diferentes iniciativas impulsadas a nivel nacional y regional. En el caso de EEUU, la Ley Dodd-Frank de 2010 reforzó los poderes de regulación de la *Securities and Exchange Commission* con respecto a las CR²⁷ y amplió los requisitos que éstas deben cumplir (con énfasis en los controles internos, la provisión de información, la transparencia de las metodologías y de la *performance* de las notas, la presencia de directores independientes y la responsabilidad legal de las calificadoras²⁸), además de solicitar una revisión de las regulaciones existentes para eliminar toda referencia a las calificadoras y los requisitos asociados al uso de las notas que elaboran, reemplazándolos por otras alternativas que resulten apropiadas.

²² Un caso emblemático lo constituye la crisis de la deuda asiática a fines de la década del noventa. Entre los casos no vinculados a la deuda soberana se encuentran ejemplos corporativos (Enron, Parmalat, etc.) o la crisis *subprime* en EEUU y su impacto sobre los productos estructurados a nivel global.

²³ Esto resultó más evidente en lo que respecta a la calificación de productos estructurados.

²⁴ Por ejemplo, el pago por parte del inversor (modelo que se utilizaba originalmente) genera un problema de *free riding*. En el caso de instaurar una calificadora pública, en la medida en que las notas siguiesen siendo trascendentes, existirían incentivos a no recortar las notas.

²⁵ Dos de ellas norteamericanas y la tercera de capitales de origen europeo (aunque posee casa matriz tanto en Europa como en los Estados Unidos). Se estima que hacia fines de 2011 existían más de 70

CR a nivel global, aunque en muchos casos se trata de empresas vinculadas a las 3 CR de mayor envergadura o asociadas con ellas. Sin embargo, existen calificadoras norteamericanas y europeas de menor porte, al tiempo que también hay casos relevantes de CR en otros países y regiones (como China, India, Japón, Australia y Canadá).

²⁶ *International Organization of Securities Commissions*.

²⁷ En 2006 ya se había lanzado el *Credit Rating Agency Reform Act* que exigía registrarse ante la SEC y cumplir con requisitos vinculados a la publicación de datos y la presentación de informes (aunque no operaba sobre las metodologías utilizadas). En 2009 se ampliaron los requisitos de información, incluyendo cuestiones metodológicas.

²⁸ Comparable a la de otros agentes de mercado como los auditores y los analistas de inversiones.

En Europa a partir de 2010 se pasó a regular a las CR con foco en el registro (incluyendo la validación de notas por parte de agencias no europeas), el monitoreo del negocio (incluyendo conflictos de intereses, metodologías y transparencia) y la supervisión por parte de la *European Securities and Markets Authority* –que opera desde 2011—, mientras que desde fines del año pasado se está intentando avanzar en una nueva propuesta de la Comisión Europea que incorpora medidas novedosas en materia de competencia y responsabilidad²⁹. Japón también introdujo un régimen de supervisión para las CR (registro, controles de calidad).

A nivel local las acciones han puesto el énfasis en mejorar la transparencia. A partir de 2011 las calificadoras tienen que hacer públicos a través de la CNV sus manuales y/o metodologías de calificación y los honorarios que cobran por sus servicios³⁰.

En suma, se ha comenzado a delinear una serie de acciones procurando mejorar el estándar de calidad y transparencia en las notas publicadas. Esto ha sido acompañado por esfuerzos para limitar la importancia de las CR en los mercados financieros, aunque todavía resta por construir un consenso sobre las opciones existentes, dadas las limitaciones que presentan otras alternativas posibles.

²⁹ A las propuestas de menor referencia a las ACC en las regulaciones (ej: para administradores de fondos) y mayor frecuencia y transparencia para las notas soberanas (y los supuestos que utilizan), se le suman el requerimiento de rotación en el uso de calificadoras y mayor responsabilidad civil de las agencias ante errores en las opiniones emitidas.

³⁰ La información mencionada está disponible en el sitio de la CNV http://www.cnv.gob.ar/inf FINAN/calif/pub/esp/app/ca_CR_Sel.asp?Lang=0.

II. Contexto Local

Síntesis

Durante 2011 la economía argentina creció en torno a 9% interanual (i.a.), ritmo similar al exhibido el año anterior (ver Gráfico II.1). Esta expansión fue explicada principalmente por el aumento de la demanda interna. El mercado laboral siguió consolidándose y alcanzó valores récord de ocupación así como de actividad, y como resultado, registros mínimos de desocupación. Las alzas en el empleo y en los salarios, acompañadas por la mayor oferta de crédito y el aumento de las transferencias gubernamentales, impulsaron el consumo de las familias.

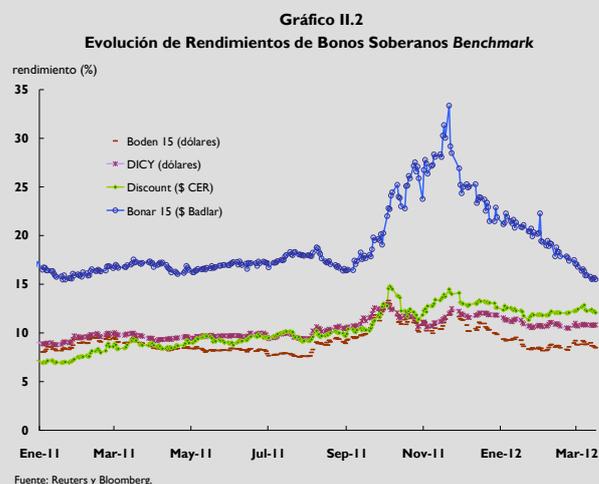
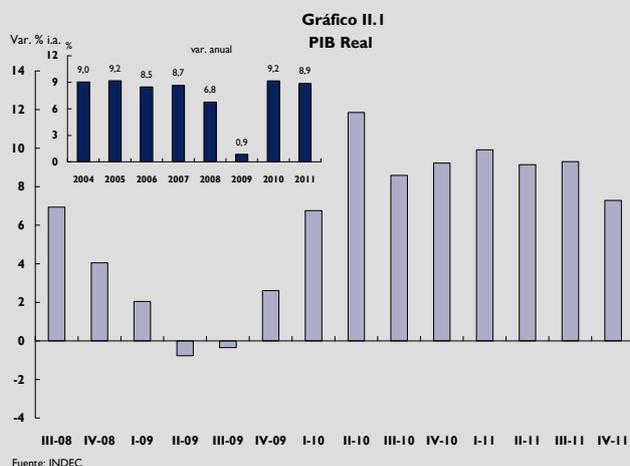
La inversión mostró un incremento cercano a 17% i.a. durante el año y estuvo mayormente orientada a la compra de equipo durable, evidenciando las mayores necesidades de ampliación del capital productivo en un contexto de altos niveles de utilización de la capacidad instalada. De esta manera, el gasto en capital se ubicó cerca de 25% del PIB, alcanzando un máximo de la serie con inicio en 1993.

La inflación registró menores tasas de incremento hacia finales de 2011 y principios de 2012, proyectándose la continuidad de esta trayectoria en lo que resta del año. La ausencia de shocks internos en los precios de los productos primarios, en un contexto de moderación de las cotizaciones internacionales de las commodities, contribuyó a la menor suba de los precios de los bienes, a diferencia de lo sucedido un año atrás.

Acompañando la tendencia observada en los mercados internacionales, los activos financieros de la Argentina mostraron un comportamiento cambiante en los últimos

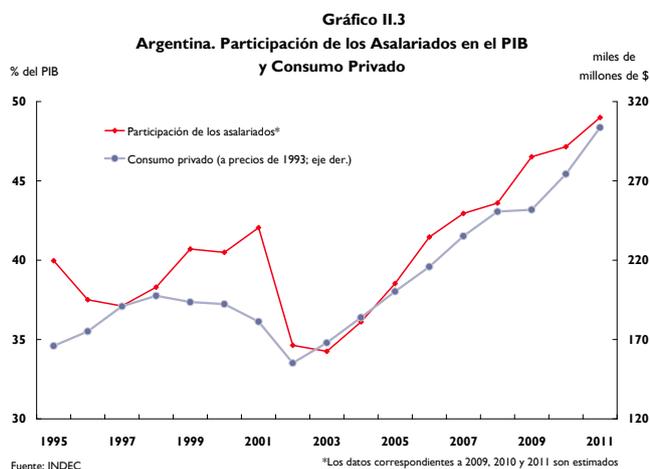
meses, con mayor volatilidad en el último trimestre de 2011 y recuperación en los primeros meses de 2012. La reciente mejora permitió que desde septiembre se acumulen avances generalizados en los precios de los títulos públicos y las acciones, en un contexto de volúmenes crecientes de operaciones. En lo que respecta al financiamiento a través de los mercados se observó un menor dinamismo en fideicomisos y obligaciones negociables (en buena parte explicado por el contexto de mayor incertidumbre de fines de 2011 y el efecto estacional de principios de este año) aunque la negociación de cheques de pago diferido siguió marcando nuevos récords. A su vez, el costo de financiamiento se mostró más volátil para los instrumentos colocados por agentes del sector privado, con subas pronunciadas a fines de 2011 (acompañando a la Badlar Bancos Privados) que se revirtieron en los últimos meses.

El Banco Central cumplió durante el año 2011 con las metas del Programa Monetario en el entorno del escenario base. Asimismo, alcanzó otros objetivos vinculados al incremento en los niveles de monetización de la economía y a la profundización del crédito. En los primeros meses de 2012 la actividad económica continuó creciendo, impulsada principalmente por la demanda interna. Al igual que lo evidenciado en la segunda mitad del año previo, el ritmo de expansión económica se moderó en el inicio de 2012, tendencia que se mantendría el resto del año en línea con el menor incremento previsto en la demanda externa. De esta manera, para 2012 se espera que la economía argentina continúe expandiéndose.



II.1 Coyuntura nacional

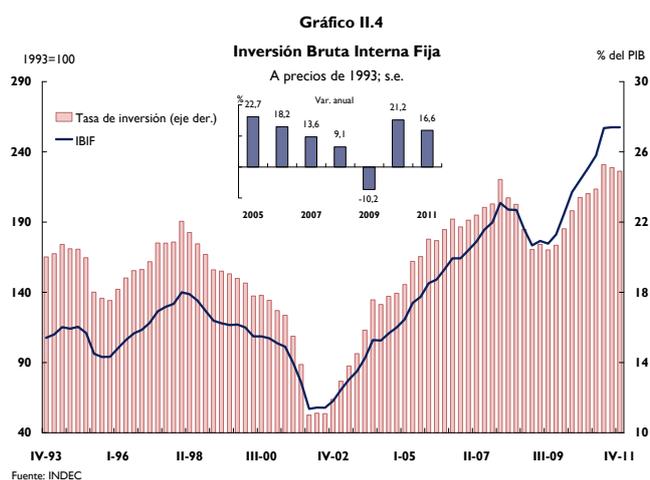
La actividad económica local se expandió fuertemente durante 2011 al crecer 8,9%, por encima del incremento promedio verificado durante el ciclo expansivo 2003-2008, principalmente impulsado por el consumo de los hogares y la inversión



En el segundo semestre de 2011 la actividad económica continuó expandiéndose con fuerza, aunque moderó su ritmo de crecimiento en relación al primer semestre, en un contexto internacional de mayor incertidumbre y de deterioro de las perspectivas (ver Capítulo I). La producción local de bienes y servicios aumentó 8,3% interanual (i.a.) en la segunda mitad de 2011, 1,2 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del ritmo de suba que exhibió en el primer semestre.

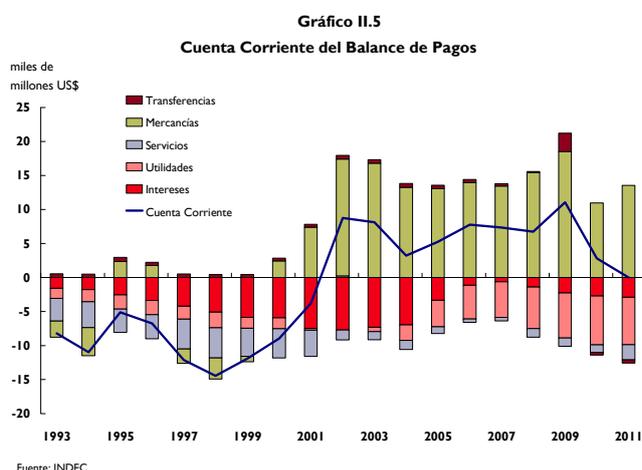
El consumo de los hogares continuó afianzándose como el principal motor de la demanda doméstica (ver Gráfico II.3). El gasto de las familias respondió al sostenido aumento de la masa salarial (dado el ascenso conjunto de los salarios y de la ocupación) complementado por las mayores transferencias públicas y el creciente financiamiento bancario.

El sostenido crecimiento económico siguió dando impulso al mercado laboral principalmente mediante la creación de nuevos puestos de trabajo, observándose también progresos en la calidad del empleo. La tasa de desocupación de 6,7% de la Población Económicamente Activa (PEA) del cuarto trimestre de 2011 resultó 0,6 p.p. inferior a la correspondiente a un año atrás, ubicándose en los mínimos niveles de las últimas dos décadas.



La inversión resultó ser nuevamente el componente más dinámico del producto, aunque mostró en el último trimestre de 2011 una merma en su tasa de expansión respecto de la evidenciada durante los trimestres anteriores. Se destacaron las inversiones realizadas para la compra de maquinarias, destinadas a elevar la producción de las empresas, en un contexto de alto uso de la capacidad instalada en términos históricos. El gasto en construcción también registró un importante aumento, generando un fuerte efecto positivo sobre la creación de empleo a pesar de la moderación de la actividad registrada en los últimos meses del año. Así, la tasa de inversión en 2011 se ubicó en 24,5% del PIB, 1,6 p.p. por encima de 2010 (ver Gráfico II.4).

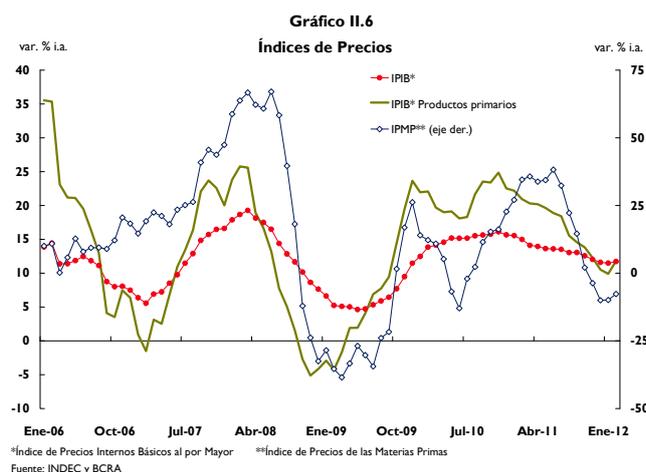
Las exportaciones continuaron creciendo en la segunda mitad de 2011, favorecidas por el aumento en los envíos de productos primarios y sus derivados, y por la suba de las ventas de productos industriales. Las cantidades ex-



portadas totales de bienes registraron un aumento de más de 7% i.a. en la segunda mitad de 2011, finalizando el año con una suba de 5,9%. Las importaciones, por el contrario, mostraron para todos los grupos de bienes una reducción en la tasa de crecimiento interanual hacia finales de año. Las cantidades importadas totales de bienes crecieron cerca de 14% i.a. en el segundo semestre, promediando el año con una suba de 19%.

Las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del producto en 2011, con un aporte negativo de alrededor de 1,3 p.p. en la segunda mitad. Los términos de intercambio registraron una mejora de 6,1% a lo largo de 2011, dado que los precios de las exportaciones crecieron a un ritmo superior al de las importaciones, impulsados principalmente por los productos primarios y las manufacturas agropecuarias.

Así, el saldo comercial se mantuvo elevado en términos históricos y alcanzó los US\$10.347 millones, cifra que representó una caída de 11% respecto del año anterior. Este resultado se atribuye al déficit de US\$3.250 millones que registró el rubro de combustibles y lubricantes. Excluyéndose ese rubro el superávit comercial sumó US\$13.598 millones, 41,8% superior al de 2010.



De esta manera, el saldo de la cuenta mercancías se constituyó nuevamente como el soporte del saldo de la Cuenta Corriente. En 2011 se registraron mayores pagos netos al exterior de utilidades y dividendos derivados del crecimiento de la actividad económica y la rentabilidad de las inversiones correspondiente al año 2010, mientras que los intereses pagados también mostraron un incremento (ver Gráfico II.5).

Hacia el cierre de 2011 los diversos indicadores disponibles de precios reflejaron una disminución en el ritmo de aumento interanual respecto a fines de 2010 y el resto de 2011. Esta desaceleración de los precios de los bienes fue beneficiada por la moderación de los precios internacionales de los alimentos, que se sumó a la ausencia de *shocks* internos en el mercado de las carnes, a diferencia de lo sucedido a lo largo de 2010 (ver Gráfico II.6). El descenso se dio a pesar de un mayor crecimiento de los precios de los servicios, en especial de los no regulados, como los de la salud y la educación.

El Banco Central cumplió con las metas del Programa Monetario 2011 en el entorno del escenario base. Asimismo, alcanzó otros objetivos vinculados al incremento en los niveles de monetización de la economía y a la profundización del crédito

Gráfico II.7
Metas del Programa Monetario 2011 - M2
Tasas de crecimiento respecto a diciembre 2010



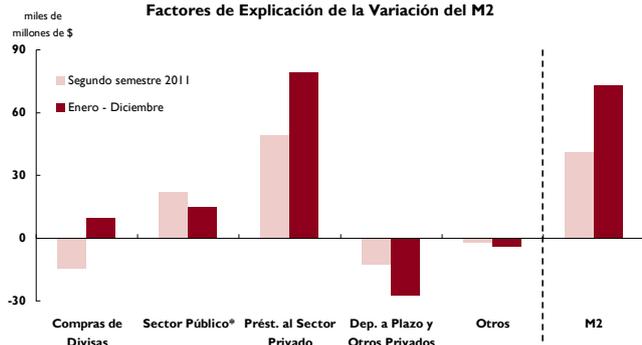
En el transcurso de 2011 el Banco Central cumplió con las metas del Programa Monetario (PM) en el entorno del escenario base (ver Gráfico II.7). En diciembre, los medios de pago totales (M2) y los del sector privado (M2 privado) registraron incrementos de 28,9% i.a. y 30,7% i.a. respectivamente, apenas 1 p.p. y 1,5 p.p. por encima de lo proyectado en el escenario base.

Durante 2011 también se alcanzaron otros objetivos del PM vinculados al incremento en los niveles de monetización de la economía y a la profundización del crédito. El Banco Central continuó licitando fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPPB) y para 2012 se estima un ritmo de licitaciones y desembolsos acorde al mayor dinamismo observado durante la segunda parte del año.

De esta manera y al igual que en el primer semestre de 2011, los préstamos en pesos al sector privado se constituyeron en el principal factor explicativo del aumento de los medios de pago (ver Gráfico II.8). Cabe mencionar que en los primeros meses de 2012 se observa una morigeración en el ritmo de expansión del crédito al sector privado debido, en parte, a factores de carácter estacional vinculados al receso estival.

Por otro lado, a fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio, el Banco Central continuó operando en el mercado de divisas. En el último semestre de 2011 el saldo neto resultó vendedor, en un contexto de reasignación de portafolios por parte del sector privado no financiero, a favor de activos en moneda extranjera. Ante esta situación, el BCRA proveyó la liquidez necesaria, renovando sólo parcialmente los vencimientos de LEBAC y NO-BAC. De este modo permitió que los bancos continuaran manteniendo el dinamismo en el otorgamiento de préstamos y contribuyó a reducir las presiones sobre las tasas de interés. No obstante, hacia fines de 2011 la posición vendedora comenzó a revertirse y a partir de mediados de noviembre el Banco Central acumuló compras netas diarias que promediaron los US\$100 millones, tendencia que se mantuvo en lo que va de 2012. Así, las compras de divisas por parte de Banco Central acumularon US\$3.335 millones en 2011 y US\$2.788 millones en lo que va de 2012 (hasta mediados de marzo).

Gráfico II.8
Factores de Explicación de la Variación del M2



*Incluye el efecto monetario de las operaciones con el BCRA, la variación de préstamos de bancos locales, y depósitos a plazo fijo y otros en bancos locales, en pesos, del sector público. En cambio los depósitos a la vista en pesos del sector público en bancos locales forman parte del M2
Fuente: BCRA

El saldo de reservas internacionales cerró 2011 en US\$46.376 millones, mostrando una disminución tanto en el último semestre como en el año completo. No obstante, si se adiciona al saldo de las reservas el equivalente a los pagos de deuda realizados a través del Fondo para Pagos a Organismos Internacionales y del Fondo de Desendeudamiento Argentino, el saldo hubiera aumentado más de US\$3.700 millones en el año (ver Gráfico II.9). Asimismo, desde mediados de diciembre y acompañando las compras de divisas, comenzó a advertirse

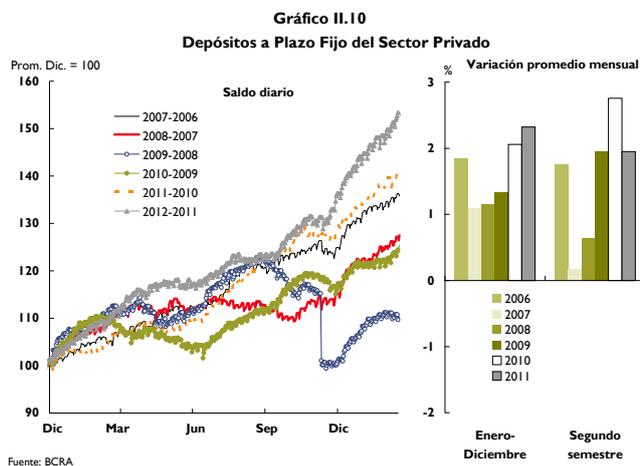
un incremento en el saldo de las reservas internacionales, el cual continuó afianzándose a principios de 2012.



Los depósitos a plazo en pesos del sector privado mostraron en el último semestre de 2011 un muy buen desempeño, especialmente en el último trimestre, favorecidos por el aumento de las tasas de interés de estas colocaciones. En el segundo semestre los depósitos a plazo registraron un aumento de 12,3% (\$11.750 millones) y una tasa de variación interanual de 31,7%. Así, alcanzaron la tasa de crecimiento mensual promedio más elevada de los últimos años (ver Gráfico II.10). Continuando con este dinamismo, en el primer bimestre de 2012 registraron un crecimiento récord para el período, de 11,3% (\$12.150 millones). El agregado en pesos más amplio (M3), que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos experimentó un aumento de 12,4% en el semestre y de 30,3% en términos interanuales.

En lo que respecta a los depósitos del sector privado en moneda extranjera, hasta el tercer trimestre del año continuaron mostrando una tendencia creciente, acumulando en los primeros nueve meses del año un aumento de US\$2.790 millones, que fue parcialmente compensado en el cuarto trimestre. No obstante, durante las últimas semanas de 2011 estos depósitos se incrementaron y en lo que va de 2012 se mantuvieron relativamente estables.

Durante 2012 se espera que la economía argentina continúe creciendo, aunque por debajo del año anterior ante un escenario global de desaceleración



La economía argentina presentaría una moderación de su crecimiento en 2012, en el marco de la desaceleración esperada de la economía global que impactará sobre los flujos de comercio internacional. De todas maneras, resultará favorable el hecho de que los principales socios comerciales de nuestro país —en especial China y Brasil— continúen registrando un mejor desempeño en relación con el promedio mundial. Se espera que el producto siga traccionado por la demanda interna. De no mediar *shocks*, los precios mantendrían la tendencia decreciente tal cual lo evidenciado en el transcurso de 2011, dada la desaceleración de la actividad económica a nivel global que acotaría las alzas en las cotizaciones de las *commodities*.

II.2 Mercado de Capitales

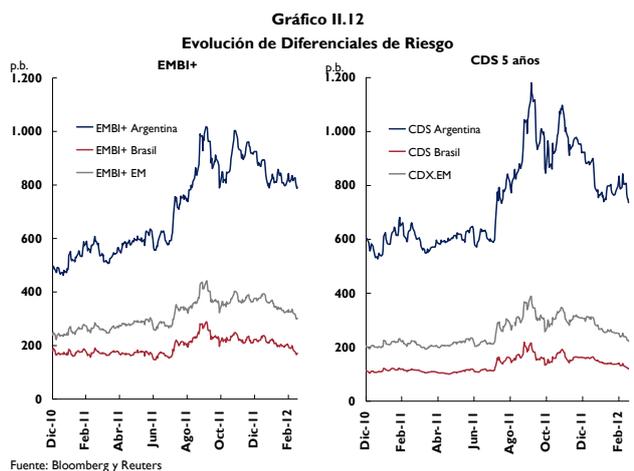
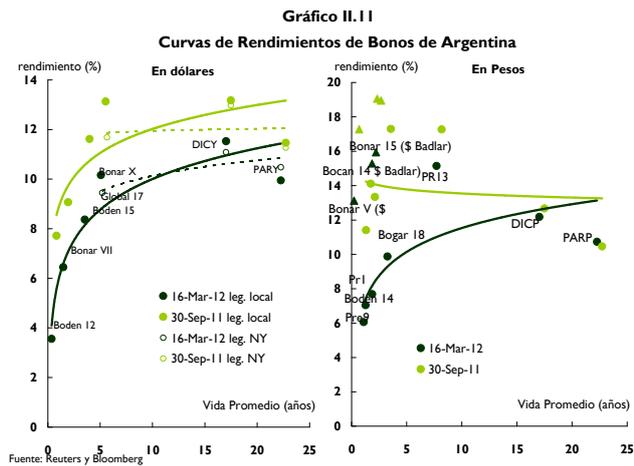
En contraposición con lo observado en el último trimestre de 2011, los mercados financieros internacionales evidencian una relativa recuperación en lo que va del co-

riente año, con mejora en las cotizaciones de los activos de mayor riesgo relativo y volatilidad decreciente. Los instrumentos de renta fija y las acciones de la Argentina acompañaron la tendencia observada para los mercados emergentes en general, acumulando desde fines de septiembre mejoras en sus precios. Este comportamiento acumulado se explica en buena parte por la mejora registrada durante los últimos meses, al tiempo que se mantiene la cautela en torno a la situación en Europa, con capacidad de volver a generar episodios de tensión.

Los títulos públicos acompañaron los vaivenes de los mercados financieros internacionales, con una mejora en lo que va de 2012

Aunque los precios de los títulos públicos argentinos registraron un comportamiento volátil entre octubre y noviembre, en diciembre comenzaron a recuperarse en forma sostenida y generalizada entre los distintos segmentos, acumulando mejoras desde fines de septiembre de 2011³¹. En el caso de los bonos en dólares, los rendimientos requeridos por los inversores se contrajeron entre octubre y marzo de este año 270 puntos básicos (p.b.) en promedio a lo largo de la curva de instrumentos con legislación local y unos 160 p.b. en promedio para aquellos con legislación norteamericana (ver Gráfico II.11). Entre los bonos en pesos con ajuste CER, los rendimientos se recortaron en promedio 400 p.b. a lo largo de la curva, con rebajas más pronunciadas para el tramo medio (donde llegaron a ser de más de 700 p.b.) (ver Gráfico II.2). Por su parte los rendimientos de los bonos en pesos nominales disminuyeron 350 p.b. en promedio en el período, afectados por el comportamiento de la tasa Badlar Bancos Privados³². Finalmente, las UVP, que fueron los instrumentos con mejor desempeño en 2011 (con un importante pago efectuado en diciembre de 2011 por efecto del crecimiento en 2010), extendieron la mejora en los precios en lo transcurrido de 2012.

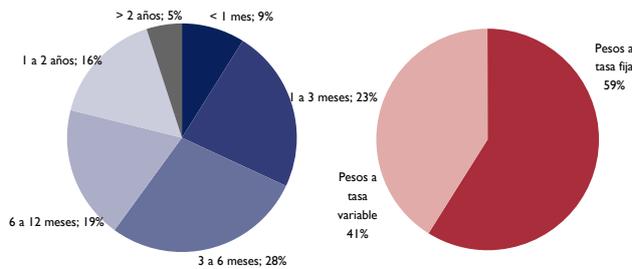
Con menores rendimientos de los títulos públicos argentinos en dólares con legislación internacional y una leve suba en los rendimientos de los bonos del Tesoro norteamericano a largo plazo desde fines de septiembre, se verificó una disminución en los diferenciales de riesgo soberano de la Argentina, en línea con lo sucedido para la renta fija de las economías emergentes. Según el EMBI+ de Argentina elaborado por J.P. Morgan, el *spread* de la deuda se contrajo 200 p.b. desde fines de septiembre y se ubicaba a mediados de marzo en torno a 790 p.b. Por su parte, el precio del contrato de *credit de-*



³¹ Hasta mediados de marzo. Pese a la recuperación hacia fines de año (durante parte de diciembre), la mayor parte de los títulos públicos finalizaron 2011 con importantes retrocesos en las cotizaciones, que fueron más acentuadas en la curva de instrumentos en pesos más CER.

³² Si bien la tasa de referencia se ubica actualmente en niveles similares a los vigentes a fines de septiembre de 2011 (en torno a 13%), se dio una fuerte suba durante octubre y noviembre, pasando a corregirse gradualmente desde mediados de noviembre (cuando alcanzó un máximo cercano a 23%).

Gráfico II.13
Composición del Saldo de LEBAC y NOBAC en Circulación
 Por tipo de plazo y tipo de tasa, en base al saldo en circulación a mar-12



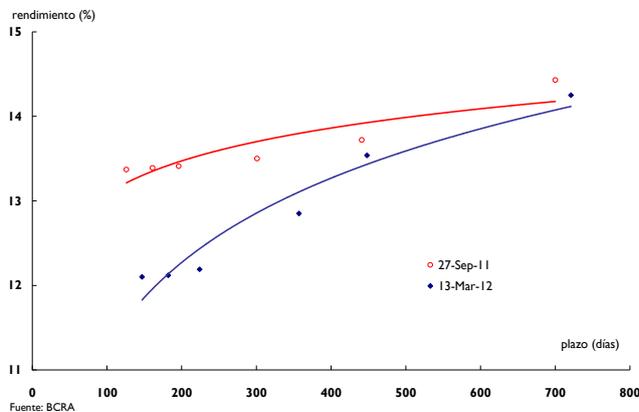
Fuente: BCRA

fault swaps (CDS) a 5 años sobre la deuda argentina retrocedió unos 350 p.b. hasta casi 740 p.b. a mediados de marzo (ver Gráfico II.12).

El financiamiento del Gobierno Nacional se basó fundamentalmente en colocaciones de bonos en forma directa a organismos intra sector público, al tiempo que se continuaron utilizando reservas internacionales de libre disponibilidad para realizar pagos de servicios de deuda. Por otra parte, el saldo de letras de corto plazo se mantuvo relativamente estable en torno a \$5.700 millones. Con respecto a las colocaciones de bonos, las mismas fueron instrumentadas mayormente en títulos públicos en dólares, aunque también se colocaron instrumentos en pesos con cupón en base a Badlar Bancos Privados más un margen (Préstamo BNA y Bonar 16).

En un contexto de mayor volatilidad en la Badlar, se incrementó el interés por LEBAC

Gráfico II.14
Mercado Primario de LEBAC



Fuente: BCRA

El Banco Central continuó con su política de esterilización, con la colocación de LEBAC y NOBAC en el mercado primario como una de sus principales herramientas. A mediados de marzo de este año el saldo de letras y notas en circulación se ubicaba en torno a los \$80 mil millones, sin mayores cambios con respecto al monto en circulación a fines de septiembre y en igual mes del año pasado. Durante los últimos meses en las subastas del BCRA las operaciones se concentraron en las letras, al tiempo que se dio una merma generalizada en los rendimientos, acompañando una marcada suba en los montos ofertados³³. A mediados de marzo las LEBAC representaban el 59% del saldo total de instrumentos del BCRA (ver Gráfico II.13). En términos de tasas de corte, para las LEBAC se observó un descenso de 80 p.b. en promedio respecto de lo adjudicado a fines de septiembre, con recortes más pronunciados para los plazos más cortos (ver Gráfico II.14). Se destaca que, con el objetivo de incentivar la captación de depósitos a plazo del sector privado, a partir de la última licitación de febrero el Banco Central aplicó un nuevo mecanismo de asignación para la LEBAC de menor plazo. Para este instrumento el Banco Central define en el anuncio de la licitación tanto el monto a adjudicar como la tasa de interés³⁴. Posteriormente, en la subasta se distribuye el monto a adjudicar teniendo en cuenta el aumento de depósitos a plazo en pesos del sector privado de cada entidad financiera durante las últimas 4 semanas. Así, pueden acceder a la licitación las entidades financieras que hayan aumentado o al menos mantenido su saldo de depósitos a plazo del sector privado en las últimas 4 sema-

³³ Hasta noviembre del año pasado, la demanda se había concentrado en NOBAC (con colocaciones por más de 1.000 días de plazo), en contexto de suba en la tasa Badlar Bancos Privados.

³⁴ Ver Comunicación "B" 10299.

nas. A su vez, entre ellas se adjudica el monto licitado otorgándole un cupo mayor a las que hayan presentado mayores tasas de crecimiento de este tipo de depósitos.

La mayor demanda por LEBAC también se evidenció en el mercado secundario, tanto en materia de precios como de cantidades. Las tasas de interés acompañaron lo observado en el mercado primario, con rendimientos a mediados de marzo en promedio de más de 220 p.b. por debajo de los observados a fines de septiembre (ver Gráfico II.15). Para las NOBAC las tasas negociadas verificaron una contracción de unos 150 p.b. en promedio en los rendimientos requeridos a lo largo de la curva, al tiempo que los plazos negociados se recortaron.

El volumen negociado en instrumentos de renta fija en los mercados locales registró una leve recuperación

Los montos negociados en instrumentos de renta fija (incluyendo las letras y notas del BCRA) mostraron un avance interanual de 6%. Así, desde fines de septiembre se negociaron en promedio unos \$1.550 millones en forma diaria. Con respecto a los instrumentos del BCRA, en base a la información del MAE, éstos representaron casi la mitad de lo negociado en instrumentos de renta fija entre octubre y febrero. Entre las operaciones de títulos públicos continuaron destacándose aquellas con bonos cortos en dólares (en especial el Boden 15), seguidas por las de bonos en pesos con cupón en base a Badlar (Bocan 14 y Bonar 15) (ver Gráfico II.16).

El financiamiento al sector privado se contrajo y mostró mayor volatilidad en su costo, afectado por la situación internacional del último trimestre de 2011

El financiamiento al sector privado y obras de infraestructura a través de instrumentos del mercado de capitales retrocedió desde fines de septiembre, afectado en buena parte por la situación internacional en el último trimestre de 2011, que influyó sobre el apetito por riesgo y elevó los costos de financiamiento. De esta manera, las financiaciones sumaron cerca de \$9.100 millones entre octubre de 2011 y febrero de 2012. Esto implica una merma interanual cercana a 38%.

El principal instrumento de financiamiento en el mercado de capitales siguió siendo el fideicomiso financiero. A través de la titulación de diversos tipos de créditos al sector privado (préstamos personales y cupones de tarjeta de crédito) y de activos relacionados a obras de infraestructura, este mecanismo acumuló unos \$6.200 millones entre octubre de 2011 y febrero de 2012 (contra los \$5.800

Gráfico II.15
Mercado Secundario de Instrumentos de BCRA

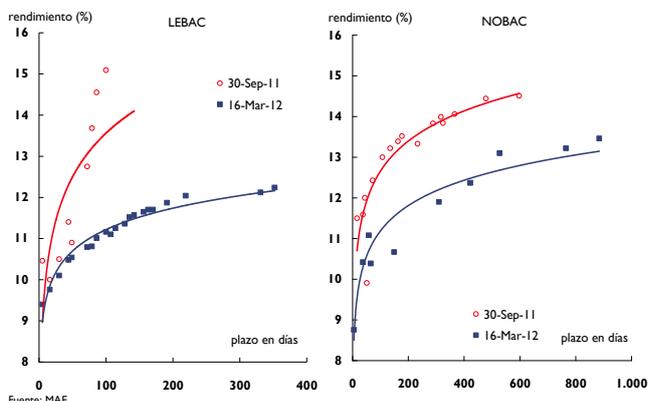
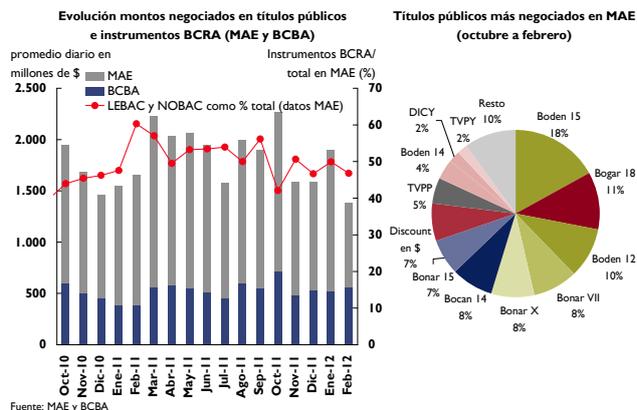
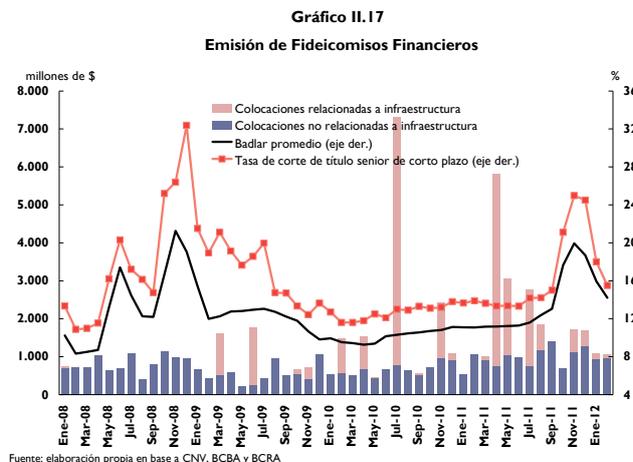
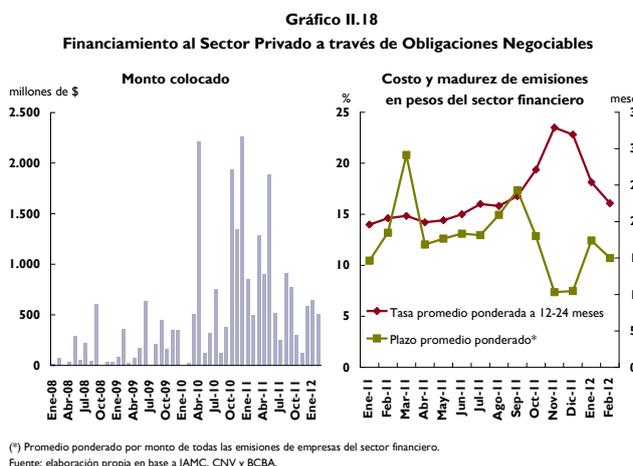


Gráfico II.16
Montos Negociados Renta Fija

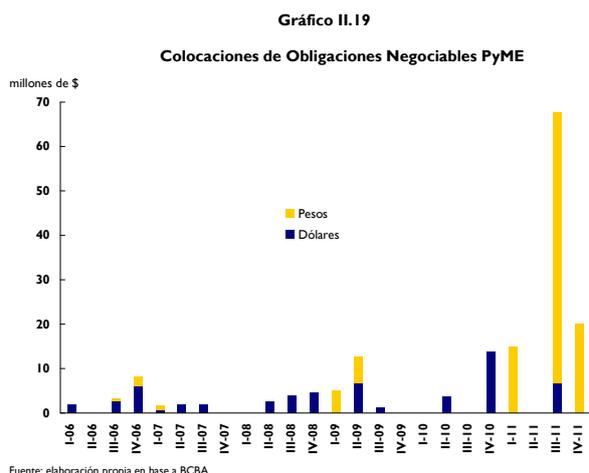




millones de igual período de doce meses atrás). De este monto \$5.000 millones corresponden a titulaciones de créditos al sector privado, con un aumento interanual del 18% en el período, a pesar de la incertidumbre reinante en los mercados internacionales y la suba de las tasas de interés a nivel local³⁵ (ver Gráfico II.17). La tasa de corte de los valores de mayor calidad crediticia llegó a elevarse 1.000 p.b. en noviembre y diciembre respecto a los valores de septiembre, acompañando al incremento de la Badlar Bancos Privados. En cambio, en el primer trimestre de este año se produjo una fuerte contracción de las tasas hasta niveles similares a los del tercer trimestre de 2011.



En el mercado doméstico hubo una merma en el financiamiento obtenido por las empresas locales a través de bonos (ver Gráfico II.18), afectado por las repercusiones de la crisis internacional en los mercados globales de deuda a fines de 2011. Continuaron predominando las colocaciones en pesos de bancos y entidades financieras no bancarias, grupo que explicó más del 75% del monto total emitido entre octubre de 2011 y febrero de 2012. El costo del financiamiento en pesos se elevó durante noviembre y diciembre para luego ceder de manera notoria en los primeros meses de este año, en sintonía con el patrón observado para la Badlar Bancos Privados (tasa de referencia de este tipo de instrumentos). Predominaron en el período las emisiones de corto plazo en pesos, entre 9 y 12 meses, aunque en los primeros meses de 2012 hubo una recuperación de la madurez de los instrumentos. Asimismo, se destaca el récord de colocaciones de obligaciones negociables PyME en los últimos meses del año pasado (ver Gráfico II.19). De hecho, entre octubre y diciembre de 2011 hubo tres emisiones por \$20 millones³⁶, contra los \$17,5 millones colocados en todo 2010³⁷.



El volumen de cheques de pago diferido colocados en el mercado de capitales volvió a marcar un récord entre octubre de 2011 y febrero de 2012 (ver Gráfico II.20). Si bien hubo una caída en los plazos negociados, las tasas de descuento exigidas por el mercado estuvieron por debajo de la Badlar, especialmente en el segmento avalado. La tasa promedio ponderada escaló a un máximo de 18% en el período (400 p.b. por encima del nivel de septiembre), sensiblemente por debajo del ritmo de suba de la Badlar y del nivel que alcanzó esta tasa. Incluso llegó a retroceder en noviembre y diciembre. Dado que el che-

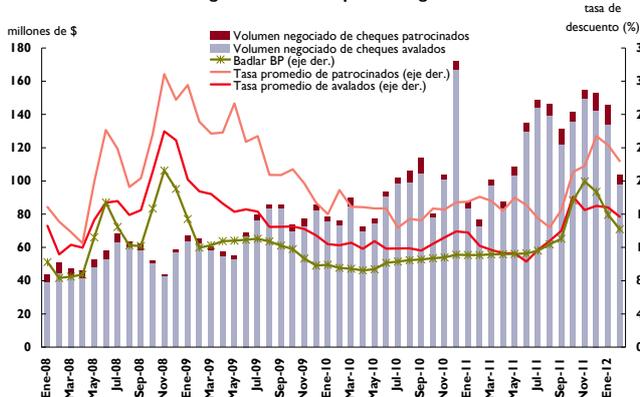
³⁵ Si bien se redujo el volumen de financiamiento a obras de infraestructura, en comparación a las colocaciones de magnitud de los meses anteriores, se obtuvo financiamiento para diversos programas de viviendas residenciales en varias provincias argentinas y también para obras de generación de energías alternativas.

³⁶ Dichas colocaciones tuvieron lugar luego de un importante volumen concertado en septiembre, cuando se financiaron por \$53 millones entre seis instrumentos.

³⁷ Por el tamaño mismo de estas empresas, los montos son relativamente bajos respecto a las grandes compañías que se financian mediante bonos. Es por ello, que las emisiones PyMEs representaron el 1,2% de las financiaciones totales por bonos en 2011.

Gráfico II.20

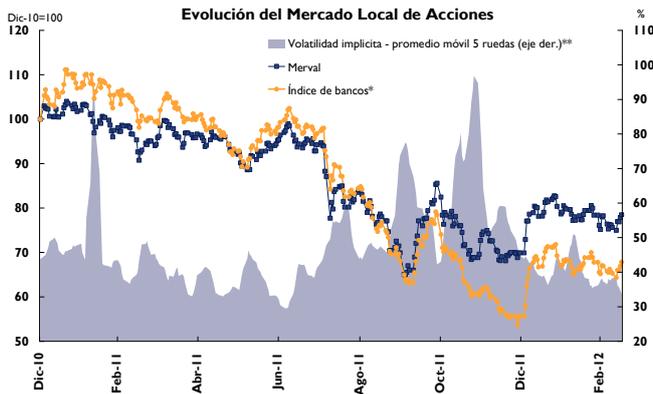
Negociación de Cheques de Pago Diferido



Fuente: elaboración propia en ase a IAMC y BCRA

Gráfico II.21

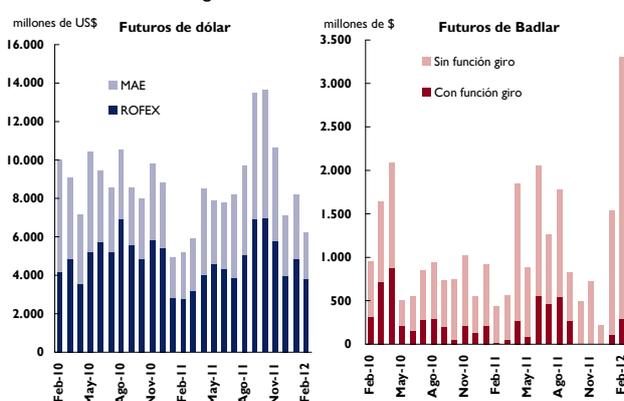
Evolución del Mercado Local de Acciones



(*) Promedio ponderado en base a la 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.22

Negociación de Derivados Financieros



Fuente: ROFEX, MAE y BCRA

que de pago diferido avalado es el principal instrumento de financiamiento en este segmento del mercado de capitales, la fluctuación acotada de las tasas contribuyó a que no se incremente de manera importante el costo para las PyMEs que se financian en el mercado doméstico.

Se recuperan los precios de las acciones locales

En línea con los mercados globales, el índice Merval registró una importante alza (en pesos y en dólares) en los primeros meses de 2012, en contraste con la tendencia negativa que evidenció en 2011 (ver Gráfico II.21). Así, entre fines de septiembre y mediados de febrero, el índice acumuló una ganancia de 12% en pesos y de 8% en dólares, observándose en los últimos meses un comportamiento menos volátil. Con respecto a las acciones de bancos, luego de la debilidad experimentada durante 2011, los precios tuvieron una recuperación generalizada a comienzos de 2012, superando a la experimentada por otros sectores (aunque posteriormente se atenuó). Por su parte, el volumen negociado en acciones se viene recuperando; en lo que va de 2012 el promedio diario negociado fue de \$48 millones, luego de haberse contraído de manera marcada entre noviembre y diciembre.

Aumenta la liquidez en el mercado a término de derivados de tipo de cambio

Luego de alcanzar niveles récord durante los meses de septiembre y octubre, la negociación en derivados de tipo de cambio descendió desde fines de 2011, en un contexto de baja en las tasas en pesos en los mercados locales y expectativas de devaluación del tipo de cambio nominal más contenidas (ver Gráfico II.22). Las tasas implícitas convalidadas en las negociaciones de los contratos más líquidos siguieron un patrón similar al de la Badlar, incrementándose desde comienzos de octubre hasta fines de ese mes, para luego descender de manera constante. A su vez, se llegó a alcanzar en noviembre un nivel máximo del *spread* entre la Badlar y las tasas implícitas de los contratos a corto plazo. Por otro lado, hubo menores operaciones con futuros de Badlar y una caída de los plazos negociados durante la última parte del año pasado al momento de la suba de la Badlar Bancos Privados, mientras que en los primeros meses de 2012 se observó una rápida recomposición del volumen (en febrero alcanzó un récord histórico) con tasas pactadas en descenso.

III. Situación de Deudores

Síntesis

Al cierre de 2011, el endeudamiento agregado de las empresas argentinas se ubicó en 23,5% del producto. Este nivel permanece tanto por debajo de los registros de años anteriores, así como de los valores observados en otras economías emergentes y desarrolladas, señal del potencial de crecimiento existente para los próximos años.

Todos los sectores productivos continuaron aumentando sus niveles de actividad en los últimos meses de 2011, si bien con cierta heterogeneidad entre los mismos. La industria y la construcción permanecieron como los principales impulsores dentro de la producción de bienes. En el caso particular de la producción primaria, la menor actividad agrícola se dio en paralelo a un mejor desempeño del sector pecuario. Por su parte, la producción de servicios se expandió con fuerza en el cierre de 2011.

Mientras que las empresas comerciales y de producción primaria redujeron sus niveles de endeudamiento en el margen, los restantes sectores los aumentaron gradualmente. En este contexto, todos los sectores productivos mantienen relativamente acotado su apalancamiento, contribuyendo positivamente sobre su posición financiera.

Las familias registraron una recomposición de sus ingresos, movimiento impulsado por la mejora en los indicadores del mercado laboral y por las políticas públicas de ingresos destinadas a los sectores más postergados. Esto se dio en un contexto de gradual incremento en los niveles de endeudamiento de las familias, aunque siempre desde cifras comparativamente bajas, tanto respecto a la historia como al resto del mundo. Esta situación apuntala la posición financiera y la capacidad de pago de los hogares.

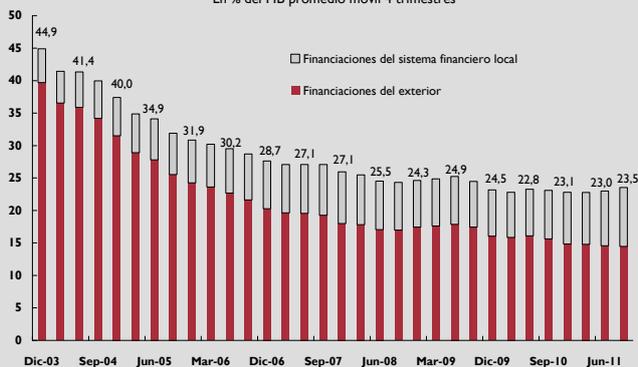
Por su parte, la exposición bruta de los bancos al sector público registró un nuevo descenso. El resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) alcanzó \$4.920 millones en 2011. El sector público verificó menores niveles de endeudamiento (42% del PIB, 3 p.p. por debajo del ratio de fines de 2010), con una caída de las obligaciones mantenidas con tenedores privados (mayor riesgo de refinanciamiento).

Para 2012 se espera que la actividad económica continúe en expansión, traccionada por el mercado interno. Por su parte, los niveles de endeudamiento de empresas y familias probablemente se incrementen gradualmente.

Gráfico III.1

Deuda de las Empresas

En % del PIB promedio móvil 4 trimestres

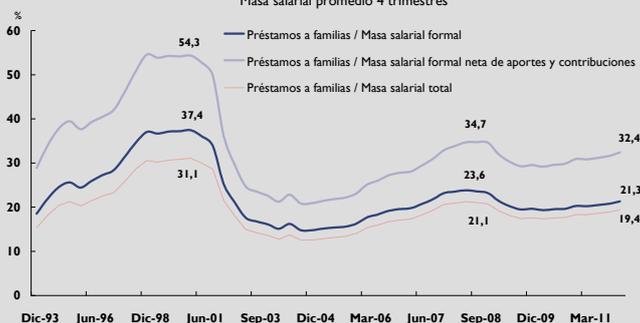


Nota: Los datos están sujetos a posteriores rectificaciones
Fuente: BCRA e INDEC

Gráfico III.2

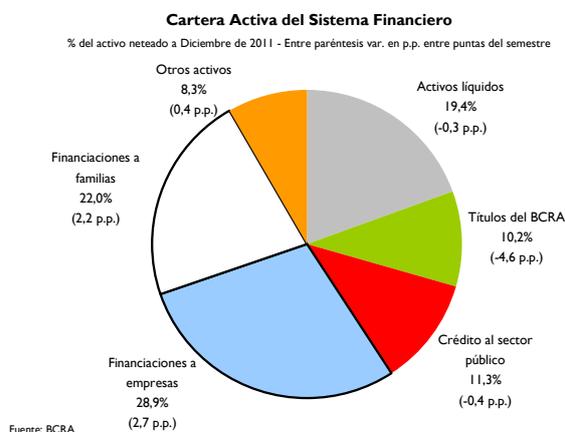
Deuda de las Familias

Masa salarial promedio 4 trimestres



Nota 1: La masa salarial total es aquella percibida por los trabajadores registrados y los ocupados no registrados. La masa salarial formal es la percibida por los trabajadores registrados. Nota 2: Los préstamos a las familias incluyen el financiamiento del sistema financiero, los fideicomisos financieros que tienen como activos subyacentes créditos para consumo (tarjetas y personales) y el saldo de préstamos de las tarjetas de crédito no bancarias. Fuente: BCRA e Indec.

Gráfico III.3

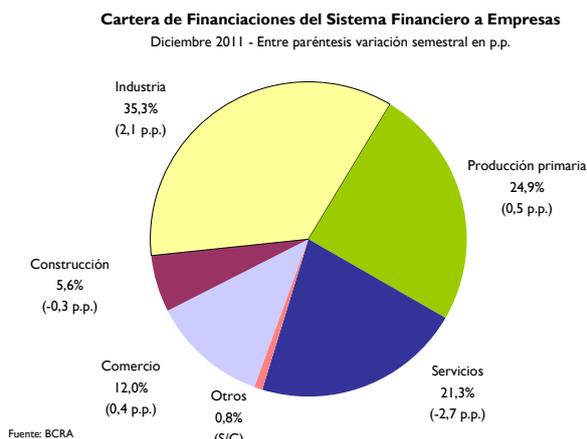


III.1 Deudores del sistema financiero

En el segundo semestre de 2011 el crédito al sector privado ganó participación en los activos bancarios, especialmente aquel destinado al sector productivo

El financiamiento al sector privado incrementó su ponderación en los activos del sistema financiero durante el segundo semestre de 2011, con un mayor crecimiento relativo de los recursos canalizados a las empresas (aumentaron 2,7 p.p. hasta totalizar 28,9% de los activos) respecto de aquellos destinados a las familias (ganaron 2,2 p.p. hasta 22% de los activos) (ver Gráfico III.3). La industria se consolidó como el sector que más recursos capta, obteniendo 35,3% del total (ver Gráfico III.4) con un incremento de 2,1 p.p. en el semestre. Le siguieron en participación la producción primaria de bienes, que también aumentó gradualmente su ponderación, y los servicios que disminuyeron su peso en el margen. La exposición de los bancos al sector público se redujo en el período (ver Capítulo V), en línea con la tendencia observada en los últimos años.

Gráfico III.4



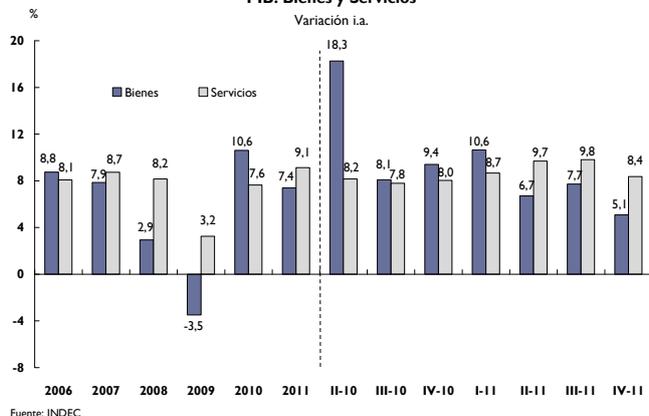
III.2 Empresas

La actividad del sector corporativo se expandió en el cierre de 2011 (aunque con cierta heterogeneidad entre ramas de la producción) en un escenario de niveles de endeudamiento acotados, lo que contribuye a la buena posición financiera del principal deudor del sistema financiero

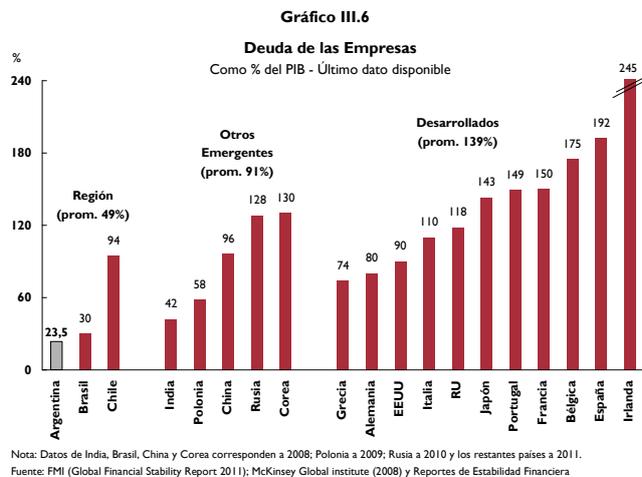
El producto se expandió a un ritmo elevado en el segundo semestre de 2011 (ver Gráfico III.5), exhibiendo cierta moderación en su desempeño en los últimos meses del año pasado e inicios del presente. La industria y la construcción permanecieron como los principales impulsores dentro de la producción de bienes. El sector agropecuario creció moderadamente, con un aumento de la actividad pecuaria que compensó la caída de la agricultura (por cuestiones climáticas). Por su parte, la producción de servicios se expandió con fuerza en la segunda mitad de 2011, con una destacada evolución del comercio mayorista y minorista, el transporte y las comunicaciones.

El endeudamiento de las firmas aumentó 0,7 p.p. en los últimos meses (período marzo/septiembre de 2011³⁸) hasta alcanzar 23,5% del producto sectorial (ver Gráfico III.1). Este valor se ubicó por debajo de los registros de años anteriores, así como respecto a otras economías (ver Gráfico III.6). En el período se observa una pérdida gradual de ponderación de los recursos provenientes de

Gráfico III.5
PIB. Bienes y Servicios



³⁸ Última información disponible.

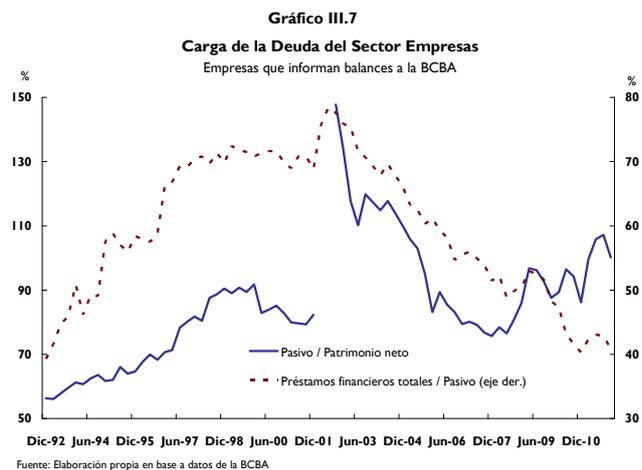


no residentes en el endeudamiento total (representaban 61% en septiembre de 2011, casi 14 p.p. menos que cinco años atrás) y, como contrapartida, un incremento del financiamiento proveniente del sistema financiero local. En el último semestre de 2011 se verificó una leve caída del nivel de apalancamiento de las empresas con Oferta Pública (ver Gráfico III.7), luego del incremento observado en el semestre inmediato anterior.

Para 2012 se espera que la actividad económica siga en alza, aunque a un ritmo más moderado. Los niveles de endeudamiento del sector corporativo probablemente continúen incrementándose en los próximos meses, en un escenario en el que algunas ramas de la producción presentarían mayores necesidades de recursos para avanzar en la expansión de su capacidad productiva. No obstante, el apalancamiento del sector se mantendría en niveles acotados, sosteniendo así su capacidad de pago.

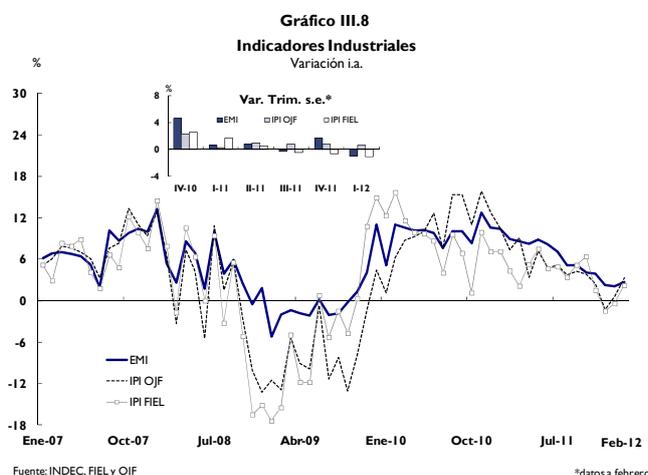
Sectores productivos

Las empresas industriales expandieron su actividad y redujeron sus niveles de endeudamiento en los últimos meses, lo que les permitió sostener su capacidad de pago

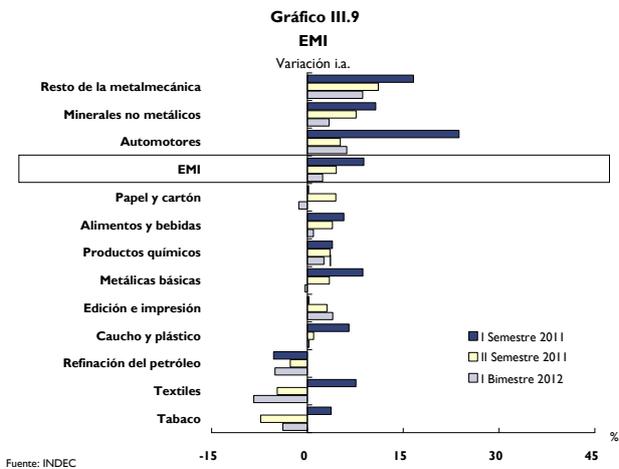


La industria creció en el segundo semestre de 2011 e inicios de 2012, aunque a un menor ritmo que en la primera parte del año pasado. El aumento de los gastos de consumo de los hogares y la mayor demanda del exterior impulsaron la suba de la actividad manufacturera (ver Gráfico III.8).

La industria metalmecánica fue la que exhibió el incremento más pronunciado y la que contribuyó en mayor medida a la suba de la actividad sectorial (ver Gráfico III.9). El sector automotor volvió a alcanzar récords de producción, aunque aminorando su tasa de crecimiento interanual. Las ventas de autos al mercado interno crecieron con fuerza, mientras que las exportaciones exhibieron una suba moderada frente a la menor demanda de Brasil, como resultado del incremento de los *stocks* de autos respecto de los niveles registrados en períodos previos (ver Gráfico III.10).



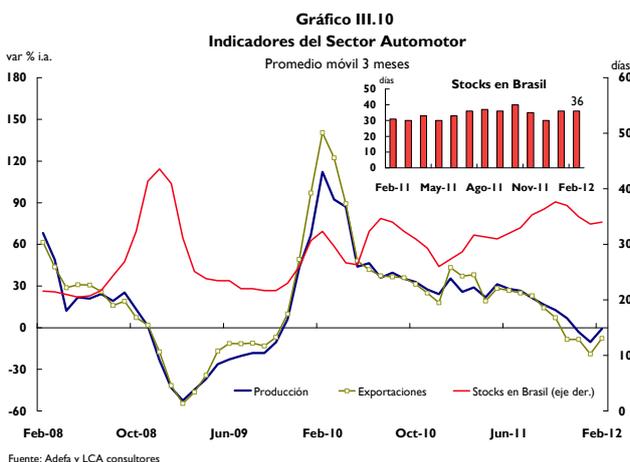
Los minerales no metálicos permanecieron dentro de los sectores de mayor desempeño, impulsados por las inversiones en construcción que elevaron la demanda de cemento, vidrio y otros materiales. La industria de alimentos volvió a crecer, favorecida por el aumento en la elaboración de bebidas, lácteos y carnes blancas, que compensaron las caídas de la molienda de cereales y oleaginosas, y de la producción de carnes rojas.



Acompañando el aumento de la actividad durante el año, la utilización de la capacidad instalada (UCI) se mantuvo en alza y alcanzó un máximo en el segundo semestre de 2011. Entre los sectores que registraron las mayores subas en la UCI en el semestre se encuentran la metalmecánica, los minerales no metálicos, papel y cartón y los automotores.

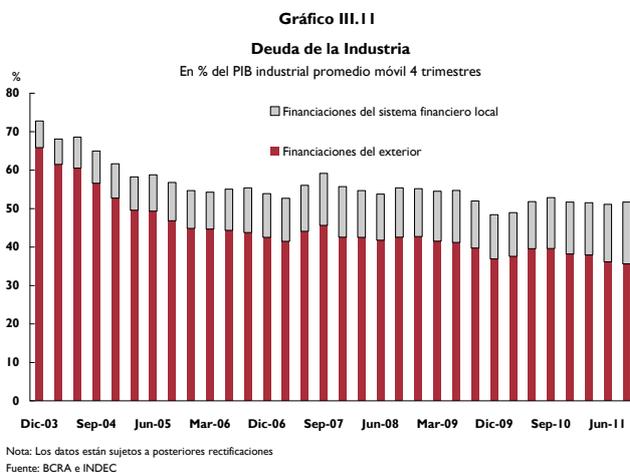
El nivel de apalancamiento estimado de las firmas del sector industrial aumentó gradualmente en los últimos meses, hasta casi 51,7% de su producto (ver Gráfico III.11) (septiembre de 2011³⁹), si bien observó una caída de 1,2 p.p. en términos interanuales. Creció la participación de los recursos obtenidos en el sistema financiero local en el apalancamiento total de estas empresas (hasta explicar cerca del 31% del endeudamiento total).

Menor actividad agrícola en el cierre de 2011, en un contexto de mejor desempeño del sector pecuario. Cayó gradualmente el endeudamiento de las firmas orientadas a la actividad primaria



La actividad agrícola se redujo en el segundo semestre de 2011 e inicios de este año. Como resultado de una disminución de los rindes, la cosecha de trigo correspondiente al ciclo 2011/2012 habría finalizado en torno a las 13,4 millones de toneladas, implicando una caída de 15% con respecto a la anterior campaña (ver Tabla III.1).

Por otro lado, la actividad del sector pecuario se incrementó en el segundo semestre de 2011. La producción de lácteos registró una suba del orden del 11% i.a., al igual que la faena de aves que se elevó en torno a 10% i.a. en el período. La faena bovina se redujo nuevamente, aunque recortando la baja con relación a los primeros seis meses del año.



El nivel de endeudamiento de las firmas del sector primario descendió en los últimos meses de 2011 -período marzo/septiembre⁴⁰- (ver Gráfico III.12), luego del incremento verificado a fines de 2008 y en parte de 2009. De esta manera, el sector primario alcanzó un endeudamiento de 37,5% de su producto sectorial (con una caída de 1,9 p.p. en el último semestre), observándose en el margen una creciente utilización de los recursos provenientes del sistema financiero local (43% del financiamiento total), como contrapartida del menor endeudamiento con no residentes.

La actividad de las empresas de servicios aumentó si bien con cierta heterogeneidad entre subsectores

³⁹ Última información disponible.

⁴⁰ Última información disponible.

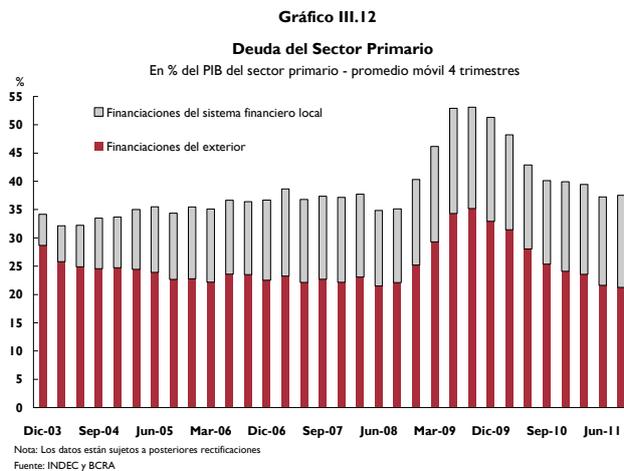
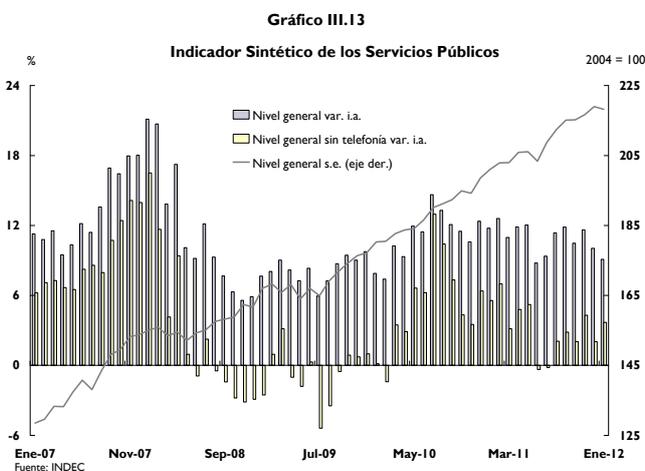


Tabla III.1
Producción Agrícola Principales Granos

	2008-09 miles tns	2009-10 miles tns	2010-11 miles tns	2011-12 miles tns (Preliminar)	Var % 2011-12 vs. 2010-11	Dif. en miles de tns 2011-12 vs. 2010-11
Maíz	13.121	22.680	23.000	21.250	-8	-1.750
Trigo	8.373	9.000	15.800	13.410	-15	-2.390
Sorgo granífero	1.752	3.630	4.440	4.000	-10	-440
Soja	31.000	52.680	48.900	44.250	-10	-4.650
Girasol	2.450	2.320	3.665	3.700	1	35

Fuente: Elaboración propia en base a datos de MAGyP



⁴¹ Última información disponible.

res, en un escenario en el que se mantuvieron bajos niveles de endeudamiento y una adecuada capacidad de pago

El consumo de servicios públicos creció a un ritmo elevado en el segundo semestre de 2011 (ver Gráfico III.13), tal como ocurrió en los primeros seis meses del año. Esta tendencia se mantuvo en el inicio de 2012. La telefonía fue nuevamente el sector que se incrementó con más fuerza y el que contribuyó en mayor medida a la expansión de los servicios.

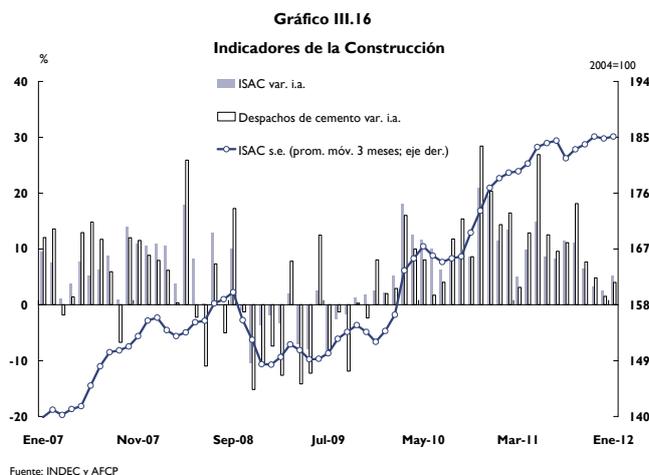
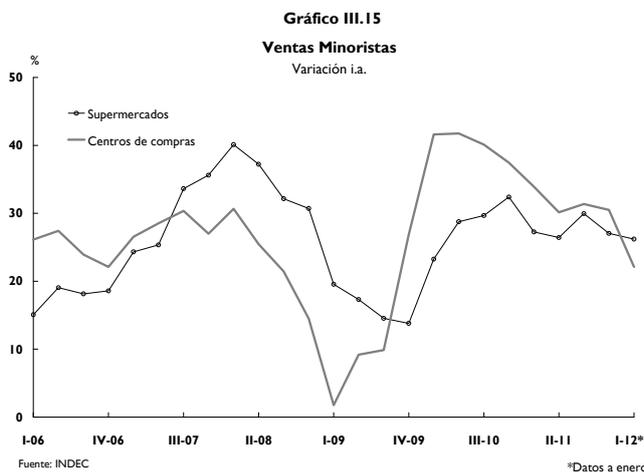
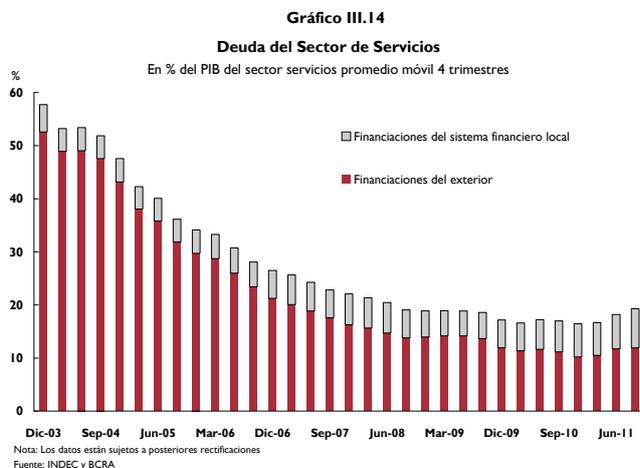
Excluyendo la telefonía, el resto de los servicios aminó su crecimiento en el segundo semestre del año e inicios del presente. En este marco, el tránsito de vehículos por rutas con peajes fue el más dinámico, destacándose la suba en los colectivos y en los camiones livianos. El suministro de electricidad, gas y agua también aumentó en el período, debido principalmente al alza en la demanda de energía eléctrica y en menor medida a la suba en el consumo de gas natural y de agua. Por su parte, el sector transporte tuvo un desempeño negativo. En particular, el transporte de pasajeros se vio afectado por las condiciones climáticas desfavorables —cenizas del volcán Puyehue— que impidieron viajes aéreos de cabotaje y afectaron a su vez a los vuelos internacionales. En tanto, el transporte de carga exhibió una baja, que podría estar vinculada entre otros factores a la actividad agrícola más reducida, a pesar del aumento de la actividad industrial y del comercio mayorista y minorista.

Los niveles de endeudamiento de las empresas de servicios verificaron un aumento en el margen (2,6 p.p. en entre marzo y septiembre de 2011⁴¹, hasta un nivel de 19,3% de su producto sectorial), aunque siguió ubicándose entre los sectores menos apalancados de la economía (ver Gráfico III.14).

Para 2012 se espera que continúe la tendencia creciente de los servicios si bien con cierta moderación, impulsados por las comunicaciones y el transporte, así como por el comercio y otros servicios vinculados al turismo. Esta evolución, en un contexto de bajos niveles de endeudamiento, contribuirá a consolidar la solidez financiera de las empresas del sector.

Las firmas comerciales verificaron una expansión de su actividad con bajos niveles de deuda, impactando positivamente sobre su capacidad de pago

Las actividades comerciales se mantuvieron en alza en el segundo semestre de 2011 e inicios de 2012. Las ventas en supermercados y en centros de compras crecieron



con fuerza en la segunda mitad del año pasado, a un ritmo semejante al observado durante el semestre inmediato anterior (ver Gráfico III.15). Este desempeño estuvo favorecido por la continuidad de las promociones y los planes de financiación de las cadenas comerciales en conjunto con las entidades financieras, así como por el aumento del resto de los préstamos al consumo. También permanecieron en alza las ventas de electrodomésticos y otros artículos de electrónica y productos para el hogar, al igual que la comercialización de vehículos. En este escenario, las firmas comerciales verificaron una gradual disminución de sus niveles de endeudamiento en los últimos meses, totalizando cerca de 17% de su producto en septiembre 2011⁴². Cabe considerar que poco más de la mitad de este valor está conformado por recursos provenientes del sistema financiero local.

Las expectativas para las actividades comerciales en 2012 siguen siendo positivas, en línea con los aumentos esperados de los ingresos de las familias y la continuidad en la financiación al consumo de los hogares. Estos factores, combinados con los bajos niveles de endeudamiento de las empresas del sector, contribuyen favorablemente sobre su posición financiera.

La actividad de la construcción se expandió en los últimos meses (con cierta desaceleración en el margen), observando niveles de endeudamiento bajos y gradualmente crecientes

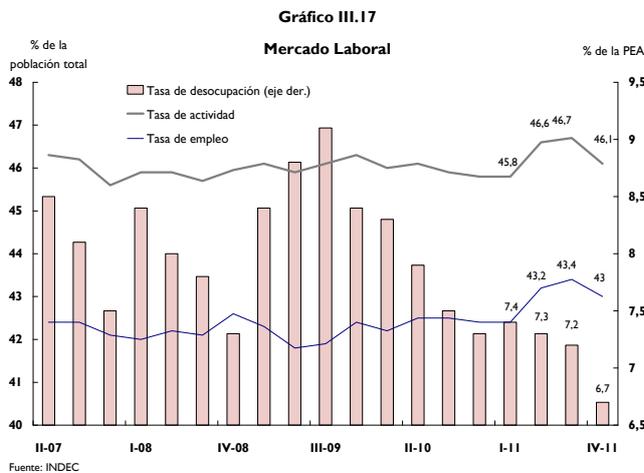
El sector de la construcción permaneció como uno de los impulsores de la actividad económica en el segundo semestre de 2011 e inicios de 2012, aunque aminoró su ritmo de crecimiento (ver Gráfico III.16) al igual que el resto de las actividades.

Todos los bloques del sector permanecieron en alza. Los aumentos más elevados se registraron en las construcciones vinculadas en mayor medida al sector público, como las obras viales y las de infraestructuras. Dentro de las obras privadas, se destacaron las subas en las edificaciones con fines comerciales e industriales, mientras que las viviendas y las construcciones petroleras también crecieron pero en menor magnitud.

Se incrementaron los niveles de endeudamiento de las firmas de este sector, hasta aproximadamente 15,5% de su producto en septiembre⁴³ (0,4 p.p. y 1,3 p.p. más que seis meses y un año atrás). La construcción continúa siendo la rama productiva con el nivel de endeudamiento relativo más bajo.

⁴² Última información disponible.

⁴³ Última información disponible.

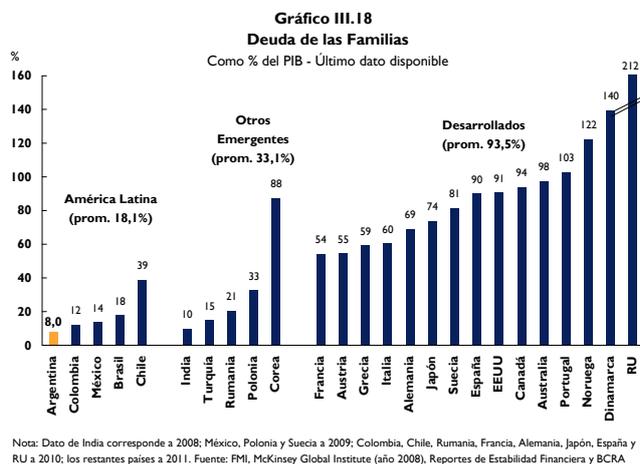


El sector mantendría su crecimiento en 2012 en un contexto de bajos niveles de apalancamiento, pudiéndose observar al igual que para el resto de los sectores cierta moderación en su actividad, si bien sosteniendo su capacidad de pago.

III.3 Familias

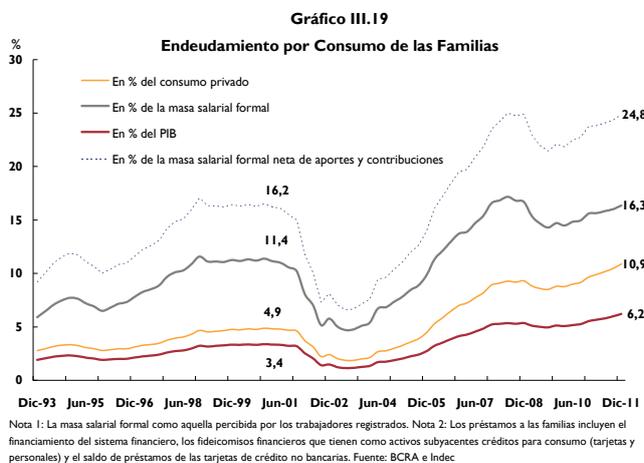
Los hogares evidenciaron aumentos de sus ingresos, impulsados por la fortaleza del mercado laboral y las políticas públicas, en un contexto de bajos niveles de endeudamiento. Estos factores contribuyeron positivamente a su capacidad de pago

El empleo permaneció en alza en el segundo semestre de 2011 (ver Gráfico III.17), situación que en conjunto con la suba de las remuneraciones laborales resultó en un nuevo crecimiento de la masa salarial en términos del PIB.



Las políticas públicas beneficiaron al alza de los ingresos, en particular de los sectores más vulnerables. En el período crecieron en términos interanuales las transferencias gubernamentales en concepto de asignaciones familiares, que incluyen la Asignación Universal por Hijo para Protección Social, y también se elevaron las jubilaciones y pensiones y el Salario Mínimo Vital y Móvil.

Este escenario positivo propició la ampliación del crédito a los hogares y, de esta forma, un gradual incremento del endeudamiento total de este sector (ver Gráfico III.2). La deuda de las familias totalizó 32,4% de la masa salarial formal -neta de los aportes y contribuciones a la seguridad social- a fines de 2011, con una variación positiva de 1,3 p.p. en el semestre y de 1,5 p.p. respecto a 2010, valor que sin embargo continúa por debajo de los registros de otros países emergentes y desarrollados (ver Gráfico III.18). El aumento en el nivel de endeudamiento de las familias fue mayormente originado por el desempeño del crédito para consumo (personales y tarjetas de crédito) (ver Gráfico III.19).



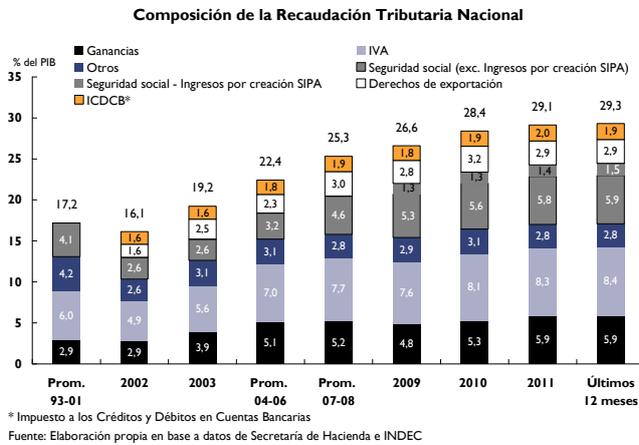
Las expectativas sobre un sostenido crecimiento de la economía, un mercado laboral robusto y la profundización de las políticas públicas, hacen prever un aumento del ingreso disponible de los hogares en 2012 que impulsaría el crecimiento del consumo privado y la capacidad de pago de los hogares.

III.4 Sector público

La recaudación tributaria abasteció a las cuentas públicas y permitió sostener un resultado prima-

rio ligeramente superavitario en 2011, que se mantuvo en los primeros meses de 2012

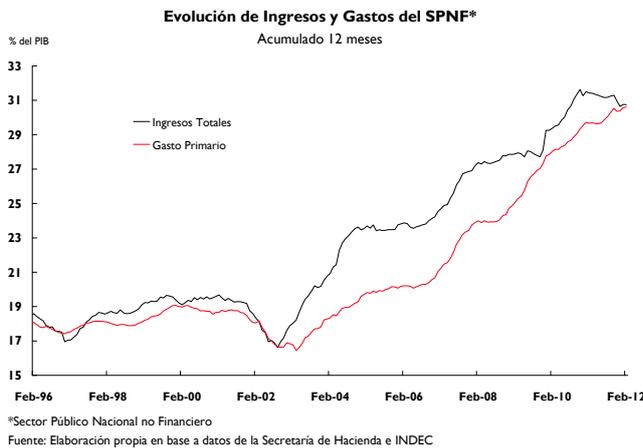
Gráfico III.20



En el segundo semestre de 2011 la recaudación registró elevadas tasas de crecimiento nominal, tendencia que perduró en el inicio de 2012, impulsada principalmente por los impuestos ligados a la actividad económica y al empleo⁴⁴. La suba anual fue motorizada por el IVA, los recursos de la seguridad social y el impuesto a las ganancias. Así, los ingresos tributarios alcanzaron un nuevo máximo histórico en torno a 29,3% del PIB (ver Gráfico III.20).

En 2011 las erogaciones primarias crecieron (ver Gráfico III.21), impulsadas principalmente por las prestaciones previsionales, las remuneraciones a los empleados públicos y las transferencias corrientes al sector privado (ver Gráfico III.22).

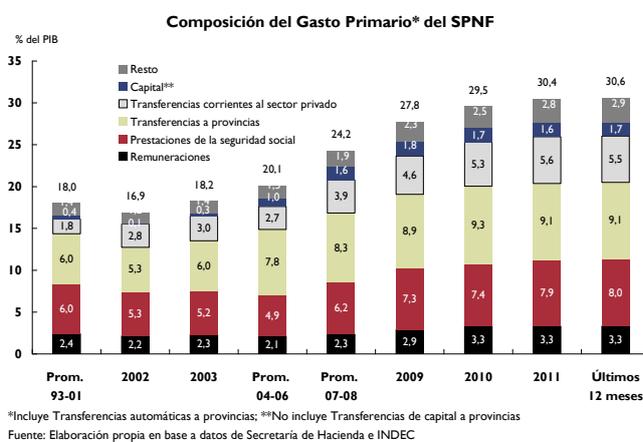
Gráfico III.21



El resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) alcanzó \$4.920 millones en 2011 (un valor ligeramente positivo en términos del PIB) (ver Gráfico III.23). El pago de intereses fue elevado en 2011, implicando un deterioro del resultado fiscal respecto de 2010. La mayor parte del aumento interanual obedeció a que en 2010 no se debió afrontar el pago de los cupones ligados a la evolución del PIB por no cumplirse las condiciones necesarias⁴⁵, mientras que en 2011 esta obligación demandó alrededor de \$10.600 millones.

A lo largo de 2012, la recaudación tributaria nacional crecería nuevamente, en línea con la evolución prevista para la actividad económica y los flujos comerciales.

Gráfico III.22



Los ingresos de origen subnacional y los asociados a la coparticipación federal de impuestos mostraron un importante dinamismo, al igual que las Transferencias del SPNF a las provincias, presentando en conjunto tasas de variación interanual superiores al 30%.

Del total de los ingresos provinciales, cerca del 60% correspondió a la coparticipación federal de impuestos, asociado principalmente al IVA y al impuesto a las ganancias, mientras que cerca del 40% provino de sus recursos propios de los estados subnacionales.

La exposición del Estado Nacional al sector privado —considerada de mayor riesgo de refinanciamiento— continuó reduciéndose a partir de la política de desendeudamiento público

⁴⁴ Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del Sector Público ver los Informes de Inflación del cuarto trimestre de 2011 y primer trimestre de 2012.

⁴⁵ De acuerdo al prospecto del Canje 2005, no fue necesario efectuar el pago de este instrumento en 2010 debido a que el crecimiento económico de 2009 (0,9%) no superó al del escenario base para ese año (3,29%).

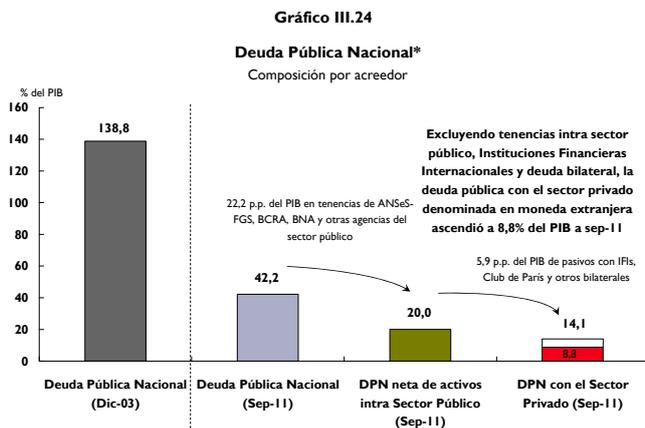
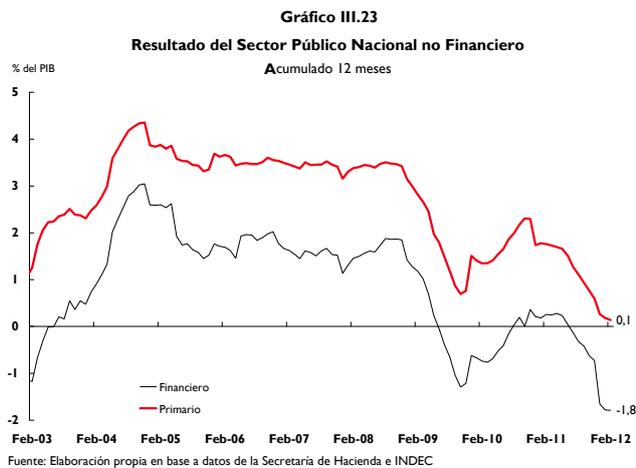


Tabla III.2
Colocaciones de deudas subnacionales 2010-I Trim. 2012

Mes	Jurisdicción	Tipo	Monto en millones de US\$	Plazo (años)	Rendimiento	Frecuencia cupón	Legislación
Abr-10	Ciudad de Bs As	Bono	475	5	12,50%	Semestral	Internacional
Jul-10	Chubut	Fideicomiso	104	10	9,75%	Trimestral	Internacional
			46				Doméstica
Ago-10	Córdoba	Bono	400	7	12,375%	Semestral	Internacional
Oct-10	Prov. Buenos Aires	Bono	550	5	12,00%	Semestral	Internacional
Oct-10	Córdoba*	Bono	196	7	11,72%	Semestral	Internacional
Oct-10	Prov. Buenos Aires*	Bono	250	5	11,50%	Semestral	Internacional
Ene-11	Prov. Buenos Aires	Bono	750	10	11,25%	Semestral	Internacional
Abr-11	Neuquén	Bono	260	10	8,0%	Trimestral	Internacional
Dic-11	Ciudad de Bs As	Bono	85	1	9,25%	Anual	Internacional
Feb-12	Ciudad de Bs As	Bono	415	5	10,0%	Semestral	Internacional
Mar-12	Salta	Bono	185	10	9,50%	Trimestral	Internacional

(*) Corresponden a ampliaciones de colocaciones anteriores.
Fuente: Bloomberg

Durante 2011 el Tesoro Nacional (TN) se financió principalmente con fuentes intra sector público. Al igual que en 2010, el Gobierno Nacional dispuso la integración del Fondo de Desendeudamiento Argentino que permitió atender los vencimientos de deuda pública con tenedores privados y con Instituciones Financieras Internacionales (IFI) mediante la aplicación de las reservas internacionales⁴⁶. El resto del financiamiento provino mayormente de Adelantos Transitorios del BCRA, de la Administración Nacional de la Seguridad Social-Fondo de Garantía de Sustentabilidad (ANSeS-FGS) y del Banco de la Nación Argentina (BNA).

La Deuda Pública Nacional (DPN) totalizó US\$175.324 millones en septiembre de 2011, reduciéndose en términos del producto hasta ubicarse cerca de 42%, 3 p.p. por debajo de la relación alcanzada en diciembre de 2010. La política de financiamiento llevada a cabo permitió, una vez más, reducir el stock de deuda en manos de tenedores privados, considerado de mayor riesgo de refinanciamiento. En efecto, la deuda en tenencia del sector privado se redujo al 33% del stock total (-3 p.p. en los primeros nueve meses del año pasado hasta 14,1% del PIB) (ver Gráfico III.24). Del resto de la DPN, el 53% se concentró en agencias intra sector público y el 14% restante en IFI, el Club de Paris y otros organismos bilaterales.

Considerando la política de financiamiento prevista para 2012, se proyecta que la porción de la deuda en tenencia del sector privado registre una caída en relación al producto.

Al igual que lo dispuesto en 2010, se decidió distribuir los fondos de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) a las provincias a la cancelación parcial de los préstamos otorgados a los distritos subnacionales en 2011. Adicionalmente, el Gobierno Nacional prorrogó por dos años (durante 2012 y 2013) el período de gracia para los pagos de amortizaciones e intereses de la deuda que las provincias tienen con la Nación, en el marco del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas⁴⁷. Esta medida implica un alivio financiero para las jurisdicciones de aproximadamente \$13.600 millones, dado que tenían que afrontar vencimientos en 2012 y 2013 en torno a \$6.800 millones anuales.

Respecto de las colocaciones de los estados subnacionales, durante 2011 se destacaron las emisiones de la Provincia de Buenos Aires, de Neuquén, y de la Ciudad de Buenos Aires (ver Tabla III.2), sumando un total de US\$1.095 millones. En el primer trimestre del

⁴⁶ Decreto N° 2054/2010 y Decreto N° 276/2011.

⁴⁷ A su vez, a partir de 2012 se dispuso la inclusión de la provincia del Chubut al programa.

año corriente la Ciudad de Buenos Aires volvió a colocar deuda por US\$415 millones, en tanto que Salta emitió US\$185 millones, previéndose que otras provincias sigan accediendo a este tipo de financiamiento en lo que queda del año.

IV. Sector Financiero

Síntesis

En 2011 el conjunto de bancos continuó incrementando el nivel de intermediación financiera (depósitos y créditos) con el sector privado, en un marco en que gradualmente se redujo la participación de los activos de mayor liquidez. El sistema financiero cerró el séptimo año consecutivo con beneficios contables, permitiendo así consolidar sus niveles de solvencia. En particular, el crédito bancario al sector privado en términos del PIB registró un avance significativo, hasta alcanzar poco más de 15% del PIB, si bien aún existe un alto potencial de desarrollo para los próximos años. Por su parte, la cartera de los inversores institucionales siguió creciendo hasta alcanzar 15% del producto. Para el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) se observa un incremento en títulos públicos, proyectos productivos y plazos fijos (en detrimento de las disponibilidades).

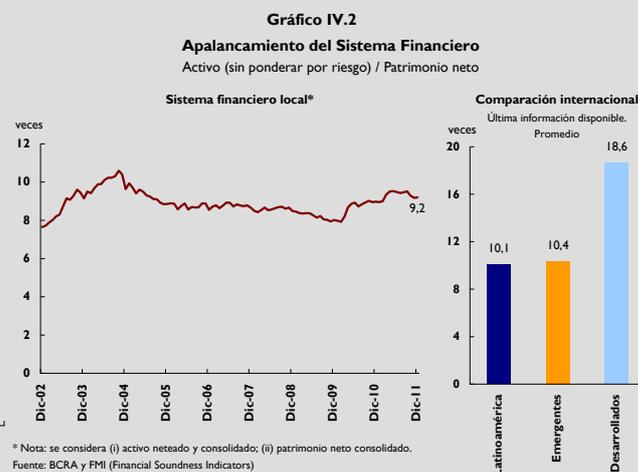
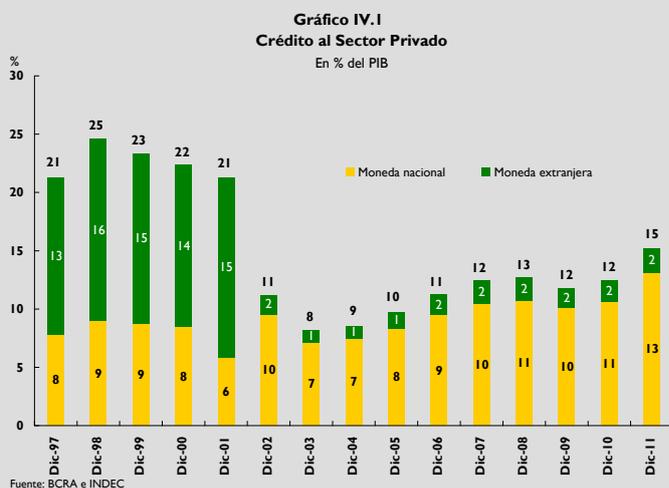
El crédito a las familias y empresas registró una tasa de crecimiento de 46,2% a lo largo del año, con un mayor ritmo de expansión del crédito otorgado al sector corporativo (especialmente en la primera parte del año). El financiamiento bancario a la industria registró el mayor aporte al crecimiento total de los préstamos a las empresas. Entre las financiaciones a los hogares se destacó el significativo dinamismo de los créditos prendarios y el aporte de las líneas destinadas al consumo.

El sistema financiero exhibe adecuados niveles de solvencia. El patrimonio neto de los bancos se expandió casi 22% a lo largo de 2011 nutriéndose principalmente de las ganancias contables y, en menor medida, de los aportes de capital, movimientos parcialmente compen-

sados por las decisiones de distribuir dividendos de un conjunto de entidades. En un contexto de un marcado incremento en el volumen de intermediación financiera, la integración de capital se redujo 2,2 p.p. en 2011 hasta alcanzar 15,5% de los activos ponderados por riesgo de crédito (APR). Aún así, todos los grupos de entidades financieras mantuvieron un importante exceso de integración frente a las exigencias normativas mínimas de capital.

En la segunda parte del año se acumularon mayores beneficios contables (tanto en monto como en porcentaje de los activos) que en los primeros 6 meses, principalmente por un incremento en los ingresos netos por intereses. Así, el sistema financiero cerró el año con utilidades equivalentes a 2,7% del activo, similar al registro de 2010. Todos los grupos de bancos devengaron ganancias, con una leve mejora en los bancos públicos y una reducción en las entidades privadas. Dentro de las fuentes de ingresos del sistema financiero, se destacó el aporte de los rubros menos volátiles (resultados por intereses y por servicios) en detrimento de los que presentan mayor volatilidad (resultados por títulos valores).

De cara al inicio de 2012 se espera que los bancos continúen devengando utilidades conducidas por los ingresos más estables. Por su parte, las nuevas medidas adoptadas por el BCRA en materia de exigencia y conservación de capital propiciarán una mayor solidez del sistema financiero que le permitirá enfrentar un contexto internacional que aún presenta incertidumbre.



IV.1 Entidades financieras⁴⁸

IV.1.1 Actividad

En 2011 se aceleró la expansión del nivel de intermediación financiera de los bancos con el sector privado

A lo largo de 2011 se incrementó significativamente el crédito destinado a los distintos sectores económicos y a los hogares, al tiempo que los depósitos del sector privado ganaron participación en el fondeo total del sistema financiero. Tanto el financiamiento al sector privado como las colocaciones de este sector crecieron a tasas elevadas a lo largo del año, evidenciándose cierta desaceleración en los últimos meses. En este marco, gradualmente fueron perdiendo participación los activos bancarios de mayor liquidez.

El activo neteado y consolidado del sistema financiero se incrementó 24,2% en el acumulado de 2011 (21,8% anualizado —a.— durante la segunda parte del año), dinamizado en mayor medida por los bancos privados. El crédito al sector privado aumentó 46,2% en 2011 (9,2 p.p. más que el año anterior) y pasó de representar 43% del activo en diciembre de 2010 a 51% a fines de 2011. Como contrapartida, los activos líquidos redujeron su participación en el activo, totalizando 19,4% en diciembre último, 2,8 p.p. menos que en igual mes de 2010 (ver Tabla IV.1).

El financiamiento bancario al sector privado alcanzó 15,2% del PIB en el cierre de 2011, 2,7 p.p. por encima de 2010, presentando el crecimiento más alto de los últimos años. De esta manera, el saldo del crédito al sector privado se incrementó 7 p.p. en términos del PIB desde fines de 2003. Si bien este valor aún se encuentra por debajo de aquellos observados en otras economías emergentes y de los registros locales previos a 2002, se destaca que la actual participación del crédito otorgado en moneda nacional supera ampliamente a aquel canalizado en moneda extranjera, a diferencia de lo observado hace más de una década atrás (ver Gráfico IV.1). Esto contribuye a la solidez del sistema financiero argentino, al minimizar los posibles impactos patrimoniales de la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar.

El aumento del crédito al sector privado se observó en todos los grupos homogéneos de entidades financieras, destacándose el desempeño de los bancos públicos y de las EFNB. En particular, en 2011 los bancos públicos incrementaron casi 60% el financiamiento al sector privado, más que duplicando el registro de un año atrás.

Tabla IV.1

Situación Patrimonial

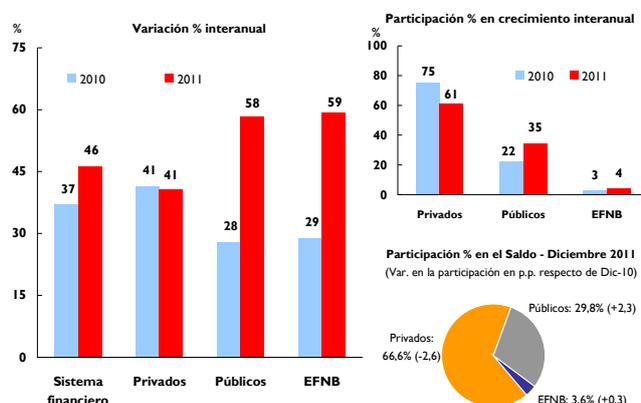
Sistema financiero - En % del activo neteado

	Dic-10	Jun-11	Dic-11	Variación en p.p.		Variación del Saldo	
				II Sem - 11	i.a.	II Sem - 11 (%)	Últimos 12 meses (%)
Activo	100	100	100				
Activos líquidos	22	20	19	-0,3	-2,8	18	8
Títulos del BCRA	13	15	10	-4,6	-2,9	-42	-4
Crédito al sector público	13	12	11	-0,5	-2,0	11	5
Crédito al sector privado	43	46	51	4,9	7,7	49	46
Otros activos	8	8	8	0,5	0,1	37	26
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100				
Depósitos del sector público	25	24	22	-1,8	-2,4	5	12
Depósitos del sector privado	54	56	56	-0,3	1,5	21	28
ON, OS y Líneas del exterior	2	2	3	0,2	0,6	46	62
Otros pasivos	8	7	8	1,4	0,6	76	34
Patrimonio neto	11	11	11	0,4	-0,2	30	22

Fuente: BCRA

Gráfico IV.3

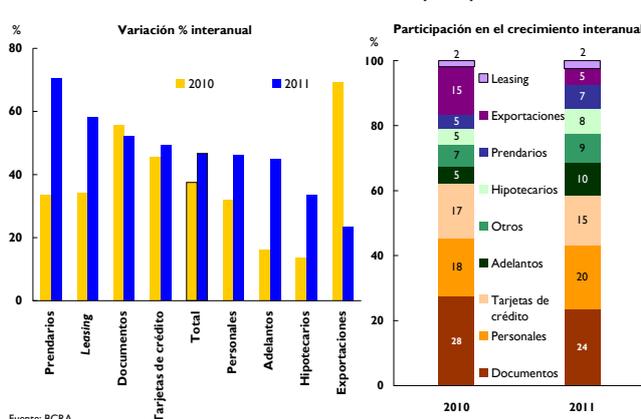
Evolución del Crédito al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras



Fuente: BCRA

Gráfico IV.4

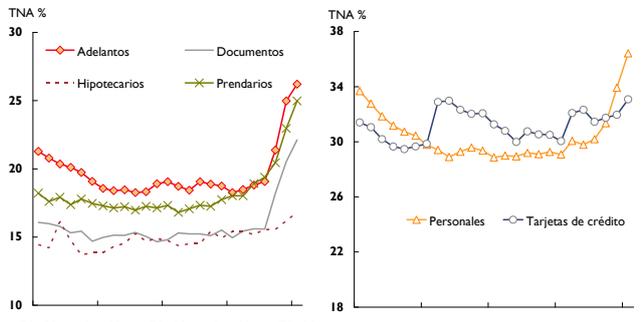
Evolución del Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea



Fuente: BCRA

⁴⁸ En esta sección se incluyen en el análisis exclusivamente a las entidades financieras reguladas y supervisadas por el BCRA (Ley N° 21.526).

Gráfico IV.5
Tasas de Interés Activas Operadas en Pesos
 Crédito al sector privado - Sistema financiero

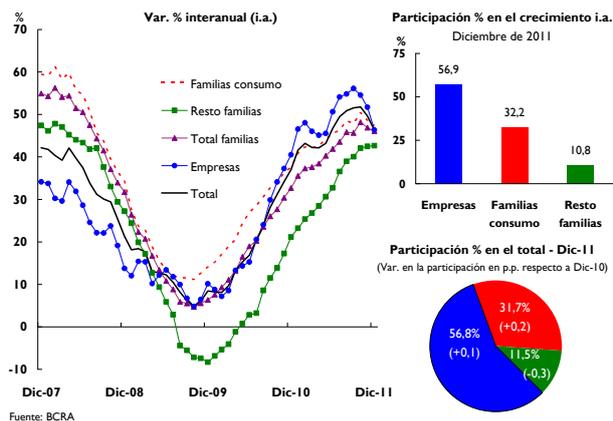


Nota: La tasa de interés de préstamos hipotecarios incluye a las operaciones concertadas a tasa fija o reajutable. Los documentos incluyen sólo aquellos a sola firma.
 Fuente: SISGEN y BCRA

Este grupo de entidades explicó 35% del crecimiento anual del crédito al sector privado (13 p.p. más que el registro del mismo período del año anterior), como contrapartida de una menor participación de los bancos privados (se ubicó en 61%, 14 p.p. menos que el registro del mismo período del año anterior). De esta manera, a diciembre de 2011 el saldo total del crédito al sector privado se distribuyó en 66,6% en los bancos privados, 29,8% en los bancos públicos y 3,6% en las EFNB (ver Gráfico IV.3).

La mayoría de las líneas de crédito verificaron un creciente dinamismo en 2011 respecto al año anterior. En particular, se destacó el desempeño de los prendarios, el leasing, los documentos y las tarjetas, que conjuntamente aportaron casi 50% del crecimiento anual del crédito. Por su parte, los personales, adelantos, hipotecarios y las exportaciones aumentaron a un ritmo levemente menor al promedio (ver Gráfico IV.4).

Gráfico IV.6
Crédito al Sector Privado por Tipo de Deudor



Fuente: BCRA

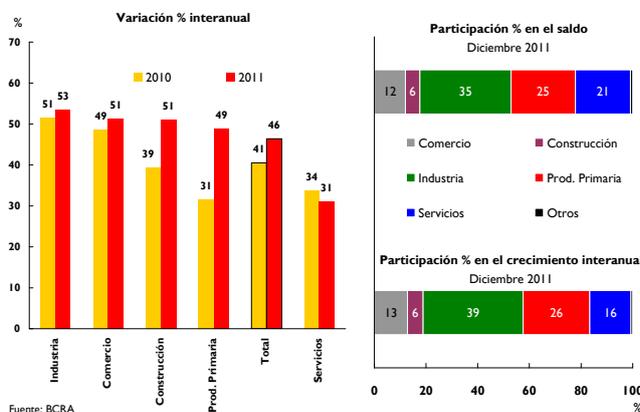
Las tasas de interés activas operadas en las distintas líneas de préstamos al sector privado —en pesos— verificaron un comportamiento heterogéneo entre el primer y el segundo semestre del año. Mientras que en la primera parte de 2011 las tasas de interés activas evidenciaron un leve descenso, durante la segunda parte —especialmente el último trimestre— se observó un aumento generalizado entre todas las líneas (Ver Gráfico IV.5). Esta tendencia comenzó a revertirse en el inicio de 2012.

El ritmo de crecimiento del crédito a las empresas continuó superando al de los hogares

El crecimiento del financiamiento bancario al sector privado fue principalmente impulsado por las líneas destinadas al sector corporativo a lo largo de 2011. Durante la primera parte del año se evidenció un desempeño marcadamente superior en las líneas a empresas sobre las de familias, brecha que se fue reduciendo hacia el último trimestre de 2011. De esta manera, el financiamiento a las empresas creció 46,4% en 2011, y explicó el 57% del aumento anual en el crédito total al sector privado, ganando así participación en el stock total de crédito bancario (ver Gráfico IV.6).

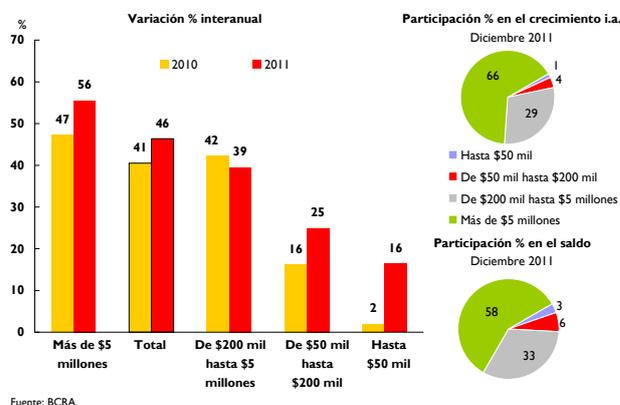
A diferencia de lo observado el año anterior, en 2011 el crédito a las empresas estuvo principalmente dinamizado por los bancos públicos. De este modo, a lo largo de 2011 este grupo de bancos aumentó 4,6 p.p. su participación en el stock total del crédito al sector corporativo, llegando a representar 32% del total.

Gráfico IV.7
Crédito a las Empresas por Actividad Económica



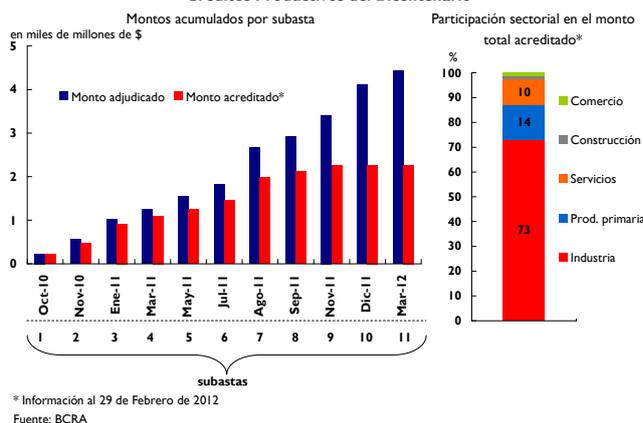
Fuente: BCRA

Gráfico IV.8
Crédito a las Empresas por Tramo de Saldo Residual



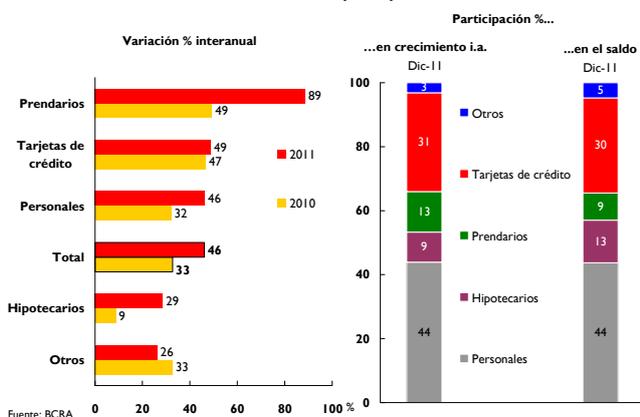
En 2011 el crecimiento del crédito a empresas se aceleró en todos los sectores productivos, a excepción de las empresas proveedoras de servicios (ver Gráfico IV.7). El crédito a la industria fue el que mayor participación tuvo en el aumento del crédito total a las empresas (39% del total), siendo al mismo tiempo el sector con mejor desempeño relativo. Excluyendo el tramo residual de financiamientos que van desde \$200 mil a \$5 millones, el resto de los segmentos crediticios verificaron un mayor dinamismo en 2011 en comparación con el año anterior (ver Gráfico IV.8). Se destacó el crecimiento del tramo de mayor tamaño relativo (préstamos superiores a \$5 millones). Así, este segmento explicó dos terceras partes del aumento anual del crédito al sector corporativo y llegó a representar 58% del saldo a diciembre de 2011.

Gráfico IV.9
Créditos Productivos del Bicentenario



Con el objetivo de estimular la oferta de crédito destinado a la inversión productiva, el Banco Central continúa realizando licitaciones de fondos en el marco del denominado Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario⁴⁹. Hasta el momento se cuenta con 347 proyectos, aprobados por las unidades evaluadoras de los Ministerios de Industria, de Economía y de Agricultura, de los cuales casi 65% corresponden a PYMES. Estos abarcan todos los sectores productivos, destacándose el automotriz, los laboratorios, el avícola, el comercio y el de logística⁵⁰. Mediante dicho Programa el Banco Central lleva adjudicado un monto total de \$4.422 millones a través de 11 subastas. A fines de febrero de 2012, los 13 bancos participantes habían acreditado a las empresas un monto total de \$2.269 millones de pesos. Casi tres cuartas partes de este monto fueron destinados a la industria. Su distribución regional alcanza a 17 provincias, fomentando la generación de empleo e inversión en cada una de ellas. Complementariamente, en febrero de 2012 se dispuso ampliar el alcance de las líneas de crédito del Programa, admitiendo la aplicación de parte de los recursos a proyectos de financiación de capital trabajo, destinados a facilitar la producción de bienes de capital⁵¹ (ver Gráfico IV.9).

Gráfico IV.10
Crédito a las Familias por Tipo de Línea



Los créditos prendarios destinados a los hogares se expandieron casi 90% en 2011

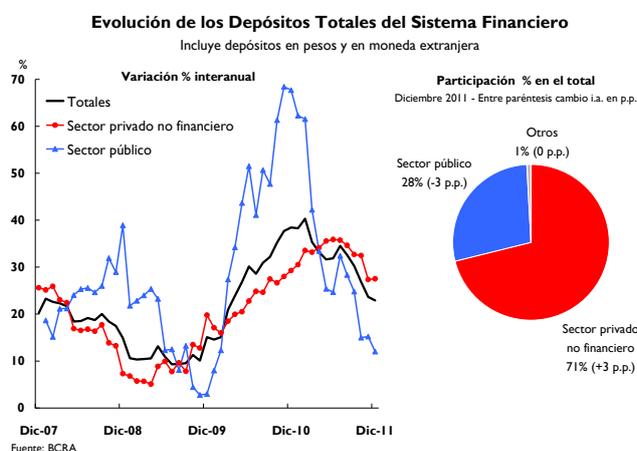
Las financiamientos a las familias verificaron una expansión interanual de 46,1% en 2011, conducidas por el desempeño de las líneas destinadas al consumo (personales y tarjetas de crédito) y el dinamismo de los créditos prendarios. Así, los préstamos al consumo aportaron casi tres cuartas partes al crecimiento anual, mientras

⁴⁹ Este Programa tiene por objetivo otorgar fondeo de hasta 5 años de plazo a las entidades financieras para que sea canalizado a la generación de créditos para la inversión.

⁵⁰ Información obtenida del Ministerio de Industria.

⁵¹ Comunicación "A" 5278.

Gráfico IV.11



que las líneas con garantía real contribuyeron un 22% (principalmente por los créditos prendarios) (ver Gráfico IV.10). Más de dos tercios del crecimiento del crédito a los hogares fue explicado por los bancos privados, participación que alcanza tres cuartas partes del total del incremento al considerar particularmente las líneas destinadas para el consumo.

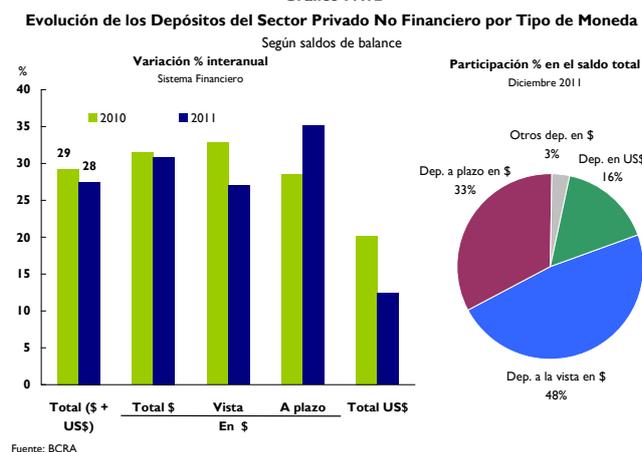
En 2011 el sistema financiero redujo su exposición al sector público, como resultado de la política estatal de desendeudamiento

Conjuntamente con el aumento del crédito al sector privado, tanto en el primer como en el segundo semestre de 2011 el conjunto de bancos redujo gradualmente su exposición al sector público. De esta manera, el crédito al sector público se ubicó en 10,6% del activo, 1,6 p.p. menos que a fines de 2010. Por su parte, si se considera el fondeo que obtienen los bancos a través de depósitos del sector público, el sistema financiero continuaría presentando una posición neta deudora frente al sector público, por un monto equivalente a 10,1% del activo total (ver Gráfico V.20).

Los depósitos del sector privado ganan participación en el fondeo total del sistema financiero. Las colocaciones a plazo evidenciaron un destacado desempeño

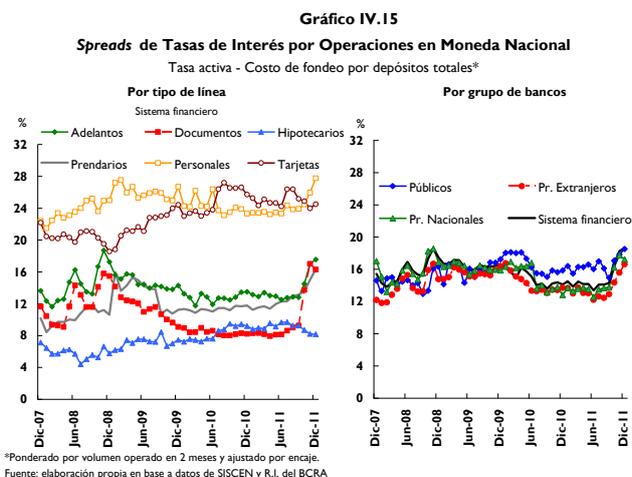
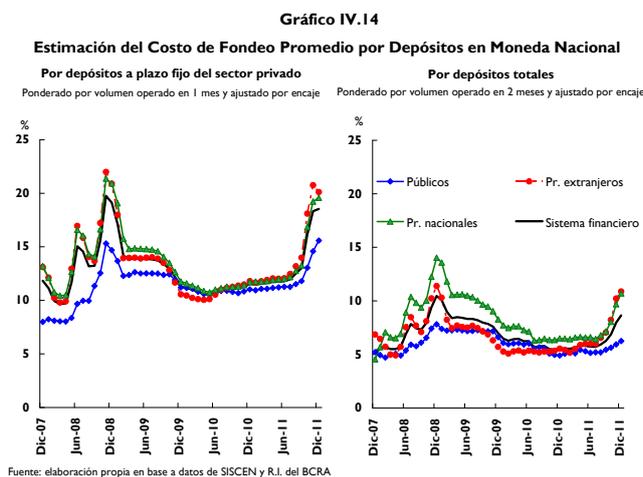
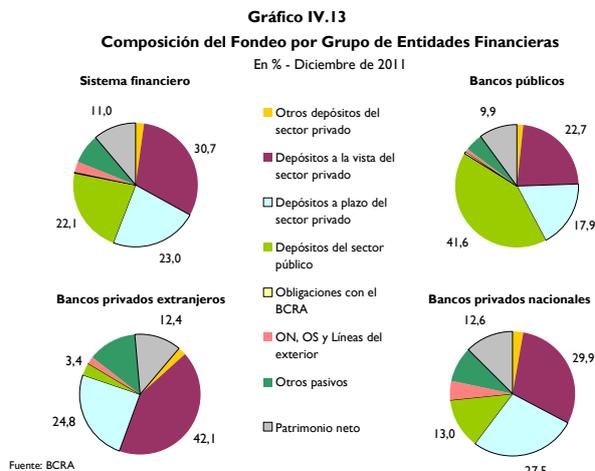
Los depósitos totales en el sistema financiero (moneda nacional y extranjera) cerraron el año con una tasa de crecimiento de 22,9%, menor que la evidenciada 12 meses atrás. A diferencia de lo observado el año anterior, en 2011 los depósitos totales en el sistema financiero fueron principalmente impulsados por las colocaciones del sector privado que, gradualmente, incrementaron su participación (ver Gráfico IV.11).

Gráfico IV.12



Los depósitos del sector privado cerraron 2011 con un incremento anual de 27,5%, verificando una reducción en su ritmo de crecimiento durante el segundo semestre del año. Estas colocaciones fueron principalmente conducidas por la evolución de las imposiciones a plazo en moneda nacional (ver Gráfico IV.12), que prácticamente compensaron el menor ritmo de crecimiento de los depósitos en pesos a la vista⁵². Como resultado, las colocaciones en pesos aumentaron 30,9% en 2011, levemente por debajo del año anterior. Por su parte, el crecimiento de los depósitos en moneda extranjera observado hasta octubre de 2011 fue en parte compensado por la reducción del saldo en el cierre del año. De esta manera, las

⁵² Así como de otros depósitos, que comprenden depósitos judiciales, saldos inmovilizados, órdenes de pago, depósitos en garantía, depósitos vinculados con operaciones cambiarias y otros depósitos.



imposiciones en moneda extranjera concluyeron 2011 con un aumento de 12,4%, 7,8 p.p. menos que en 2010.

Las colocaciones del sector público mostraron una reducción en su ritmo de expansión desde el inicio del año, cediendo terreno dentro de los depósitos totales, pasando de representar 31% a fines de 2010 a 28% en diciembre de 2011. El menor desempeño anual fue explicado principalmente por la evolución de las colocaciones a la vista y se observó en mayor medida en los bancos públicos.

Los depósitos del sector privado alcanzaron 56% del fondeo total —pasivos más patrimonio neto— del sistema financiero en diciembre de 2011, creciendo 1,4 p.p. con respecto al cierre del año anterior. Se observó una mayor participación tanto en las colocaciones a la vista como a plazo del sector privado, que alcanzaron 30,7% y 23% del fondeo total respectivamente. Por su parte, los depósitos del sector público totalizaron una ponderación de 22,1% del fondeo total del sistema financiero en el último mes del año (2,4 p.p. menos que 12 meses atrás) (ver Gráfico IV.13), con un mayor rol en la banca pública.

A diferencia de lo observado hace un año, en 2011 aumentó gradualmente la participación de las obligaciones negociables (ON), obligaciones subordinadas (OS) y líneas del exterior en el fondeo total del conjunto de bancos. A lo largo del año veintidós (22) entidades financieras realizaron colocaciones de ON, captando fondos por \$4.040 millones⁵³ (en la segunda parte del año 14 entidades financieras emitieron deuda por \$1.380 millones).

En los últimos meses de 2011 el costo de fondeo por depósitos en moneda nacional se incrementó tanto en una comparación semestral como anual (ver Gráfico IV.14). Este aumento se verificó en todos los grupos homogéneos de bancos y respondió principalmente a la dinámica de la tasa de interés por depósitos a plazo. Cabe resaltar que esta tendencia comenzó a revertirse durante los primeros meses de 2012.

El mayor incremento de las tasas de interés activas en pesos en el cierre de 2011 por sobre las tasas de fondeo, llevó a una suba en el *spread* bancario (ver Gráfico IV.15). Todos los grupos de bancos aumentaron su diferencial de tasas de interés en el segundo semestre y a lo largo del año, comenzando a revertir esta tendencia a comienzos de 2012.

El empleo en el sector bancario alcanzó el mayor nivel desde la salida de la crisis de 2001-2002

⁵³ De las cuales 13 emisiones por un monto de \$1.000 millones correspondieron a valores de corto plazo (hasta 12 meses).

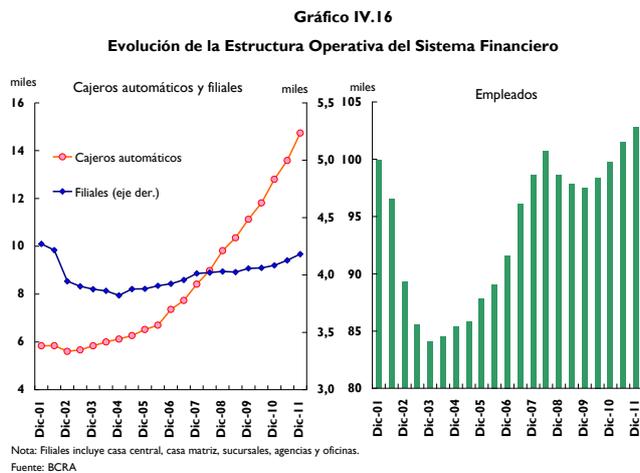


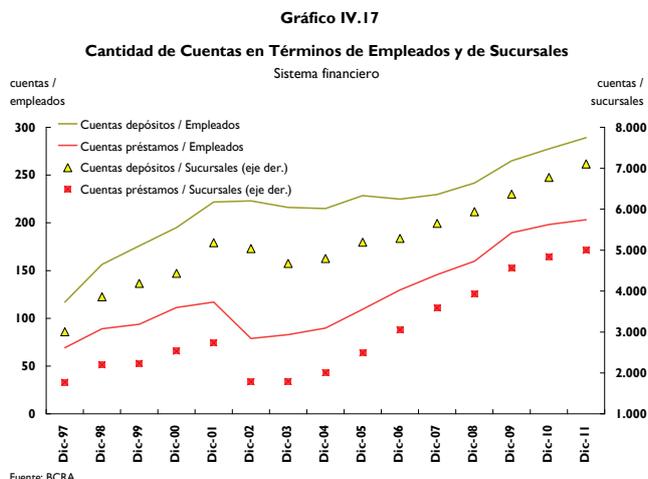
Tabla IV.2
Evolución del Empleo
En miles

	Sistema financiero				31 aglomer. EPH
	Total	Bancos		EFNB	Ocup. - Subocup.
		Priv.	Púb.		
IT-10 (Min. SF**)	97,5	56,5	37,8	3,1	9.413
IVT-10	99,7	59,0	37,7	3,1	9.638
IVT-11 (Max. SF***)	102,8	61,5	38,0	3,3	9.831
Variaciones - En %					
IVT-11 vs IT-10	5,5	8,8	0,4	5,8	4,4
IVT-11 vs IVT-10	3,1	4,3	0,8	6,9	2,0

**Considerando el período IVT-07 a IVT-11.

***Considerando el período post crisis 2001-2002.

Fuente: BCRA e INDEC



La dotación de personal del sistema financiero cerró 2011 en valores históricamente altos (ver Gráfico IV.16). En diciembre pasado el sistema financiero registró 103.000 empleados, con un incremento de 3,1% a lo largo del año. Este ritmo de crecimiento superó a la expansión del nivel de empleo de la economía en su conjunto, principalmente por el desempeño de las entidades financieras privadas (ver Tabla IV.2). Por su parte, en el año el número de filiales bancarias se expandió 2,4% y la cantidad de cajeros automáticos 15,1%, con un mayor impulso en la segunda mitad del año. La expansión de la infraestructura del sistema financiero se dio en un marco en el cual se mantiene una tendencia ascendente en el número promedio de cuentas por filial y por empleado (ver Gráfico IV.17), indicativo de un grado creciente de eficiencia operativa en el sistema financiero.

Continúa profundizándose el acceso de la población a los servicios financieros en las distintas regiones del país (ver Gráfico IV.18). A lo largo de 2011 el indicador de habitantes sobre cajeros mejoró –se redujo– en todas las zonas geográficas del país, al tiempo que disminuyó la brecha observada entre las regiones con mayor y menor cobertura, ubicándose en un mínimo de los últimos años. En una comparación internacional, la cantidad de habitantes por cajero automático en el agregado del país se ubicó levemente por debajo del promedio de los países emergentes.

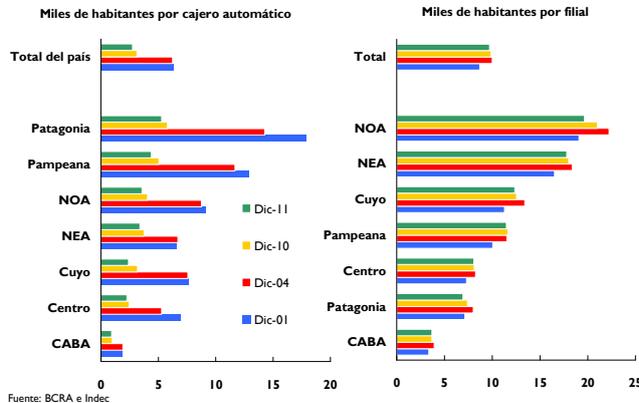
Por su parte, la cantidad de habitantes por filial bancaria también evidenció una gradual mejora entre las distintas zonas geográficas, especialmente en aquellas de menor cobertura. Esta evolución estuvo en parte impulsada por la estrategia del BCRA destinada a profundizar el grado de alcance de los servicios financieros. En este marco, a fines de 2010 se estableció un nuevo criterio para autorizar la apertura de sucursales: para los casos en que las entidades financieras soliciten la apertura de nuevas sucursales en zonas con mayor infraestructura financiera, el pedido deberá estar acompañado de una propuesta de apertura de la misma cantidad de sucursales en zonas de menores niveles de bancarización⁵⁴. A partir de esta normativa, se aprobaron la apertura de 67 nuevas sucursales en zonas con menor nivel relativo de bancarización⁵⁵ a lo largo de 2011, lo que representó casi 69% de la apertura neta de sucursales en el año.

Durante el primer semestre del año se produjo la adquisición de un banco privado nacional mediano por parte de uno privado extranjero. Si bien los niveles de concentración del sistema financiero no observaron grandes cambios (ver Gráfico IV.19), esta operación principal-

⁵⁴ Comunicación "A" 5167.

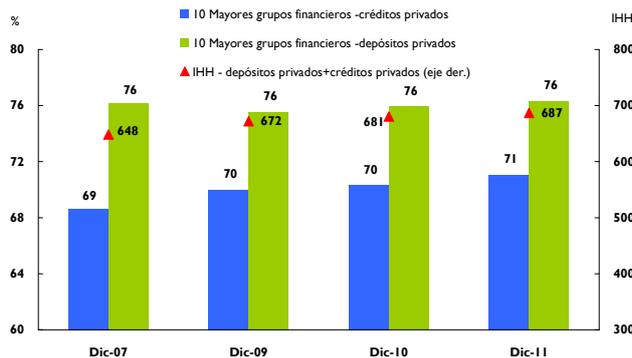
⁵⁵ A su vez 8 solicitudes se encuentran en trámite de aprobación.

Gráfico IV.18
Alcance Regional del Sistema Financiero



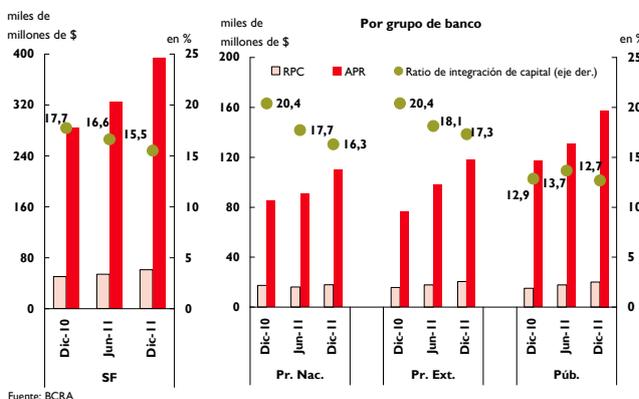
Fuente: BCRA e Indec

Gráfico IV.19
Nivel de Concentración del Sistema Financiero



IHH: Índice de Herfindahl-Hirschman
Fuente: BCRA

Gráfico IV.20
Integración de Capital (RPC) y Activos Ponderados por Riesgo (APR)



Fuente: BCRA

mente reflejó cierto aumento en la participación de los bancos privados extranjeros en el *stock* total de créditos y depósitos del sector privado. Los bancos públicos también observaron un aumento en su participación en las financiaciones al sector privado en 2011, mientras que los privados nacionales redujeron su ponderación.

IV.1.2 Posición de capital

El sistema financiero exhibe adecuados niveles de solvencia

El patrimonio neto del sistema financiero consolidado se expandió 21,8% a lo largo de 2011, evidenciando una mayor aceleración en la segunda parte del año – 31,8% a.-, dado que durante el primer semestre se observó una mayor concentración de entidades financieras que distribuyeron dividendos. El aumento en el patrimonio neto fue impulsado principalmente por las ganancias contables y, en menor medida, por las capitalizaciones que se efectuaron en 2011. Estas últimas totalizaron casi \$1.000 millones, superando así el registro de los últimos tres años.

El nivel de apalancamiento del sistema financiero aumentó levemente en 2011, recogiendo en parte el efecto del mejor desempeño del crédito al sector privado que se combinó con la comentada decisión de distribuir dividendos en ciertas entidades. Así, el activo llegó a representar 9,2 veces el patrimonio neto, registro que resulta inferior al evidenciado en la región y en otras economías emergentes y desarrolladas (ver Gráfico IV.2).

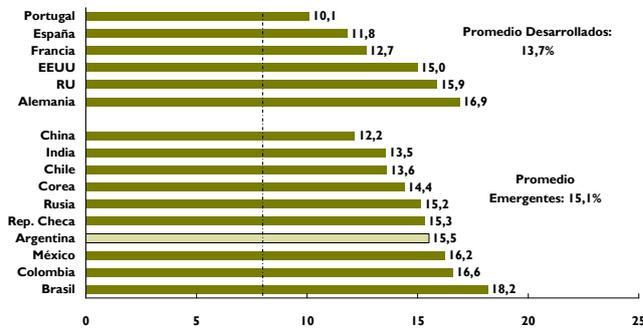
La integración de capital del sistema financiero local se encuentra en línea con los valores de otras economías de América Latina y por encima del promedio de los países avanzados

El ratio de integración de capital regulatorio disminuyó a lo largo de 2011, observando un comportamiento similar en ambos semestres. Así, en el último mes de 2011 la integración de capital del sistema financiero se ubicó en 15,5% de los activos ponderados por riesgo de crédito (APR), 2,2 p.p. menos que a fines del año pasado. Tanto los bancos privados como los públicos redujeron su ratio de integración de capital como resultado del crecimiento del crédito (ver Gráfico IV.20). El sistema financiero argentino exhibe niveles de solvencia en línea con el promedio de otras economías emergentes y superiores al promedio de las desarrolladas (ver Gráfico IV.21). Por su parte, a nivel agregado el sistema financiero local presentó un exceso de integración equivalente al 62% del total de la exigencia normativa, situación que se observa en todos los grupos homogéneos de bancos.

Gráfico IV.21

Integración de Capital

En % de los activos ponderados por riesgo



Nota: Datos a 2011: Argentina, Portugal, EEUU, Alemania, India, Chile, Corea, Rep. Checa, Rusia, España, México, Colombia y Brasil. Datos a 2010: China, Reino Unido (RU) y Francia.
Fuente: Financial Soundness Indicators (FSI), Global Financial Stability Report (GFSR) y BCRA

Tabla IV.3
Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero

Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	93-00	2009	2010	2011	II-10	I-11	II-11
Margen financiero	6,1	8,6	8,5	8,0	9,3	7,5	8,5
Resultado por intereses	4,9	4,3	4,3	4,6	4,3	4,2	5,0
Ajustes CER y CVS	0,0	0,4	0,6	0,3	0,6	0,3	0,3
Resultado por títulos valores	0,8	3,3	3,2	2,6	4,0	2,5	2,7
Diferencias de cotización	0,0	0,8	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6
Otros resultados financieros	0,3	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Resultado por servicios	3,5	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	4,0
Gastos de administración	-6,7	-6,7	-6,9	-6,7	-6,9	-6,6	-6,8
Cargos por incobrabilidad	-2,2	-1,1	-0,8	-0,7	-0,8	-0,6	-0,7
Efectos de la crisis 2001-2002 (*)	-	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Cargas impositivas	-0,5	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2
Diversos	0,7	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	0,8	3,6	4,0	3,9	4,8	3,5	4,3
Impuesto a las ganancias	-0,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,5	-1,0	-1,4
Resultado final (ROA)	0,5	2,3	2,8	2,7	3,3	2,5	2,9
Resultado ajustado (**)	-	2,6	3,0	2,8	3,4	2,6	3,0
Resultado en % del PN (ROE)	3,4	19,2	24,4	25,3	29,2	23,3	27,1
Resultado antes de impuesto a las ganancias en % del PN	5,2	29,5	34,5	36,6	42,7	32,3	40,4

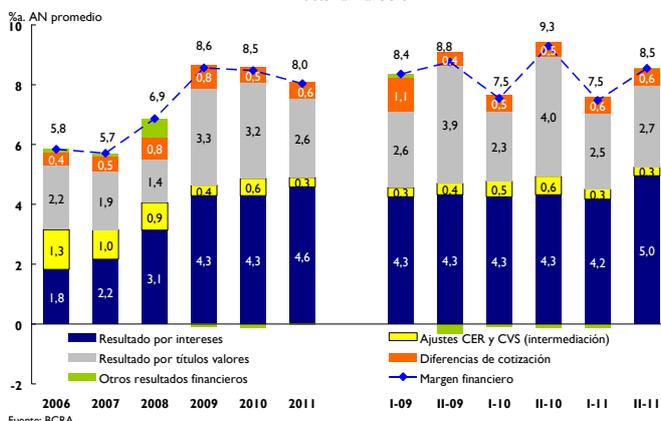
(*) Incluye amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.

(**) Excluyendo los efectos de la crisis 2001-2002.

Fuente: BCRA

Gráfico IV.22

Composición del Margen Financiero
Sistema financiero



Fuente: BCRA

Frente a un escenario internacional más volátil, recientemente esta Institución adoptó un conjunto de medidas⁵⁶ orientadas a seguir profundizando los estándares de solvencia del conjunto de bancos. Cabe considerar que las mismas se dan en el marco de los compromisos asumidos en el seno del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. Con la nueva normativa se estableció una exigencia de capital adicional para la cobertura del riesgo operacional (ver Apartado 3) y se amplió el límite de conservación de capital (*buffer*) previo a la distribución de utilidades. La exigencia de capital por riesgo operacional equivale al 15% de los ingresos brutos positivos de los últimos 3 ejercicios y se aplicará de manera gradual⁵⁷. Por su parte, los bancos que posean utilidades para distribuir, sólo lo podrán hacer si su exceso de integración, luego de la distribución, se mantiene en al menos 75% de la exigencia (modificando el límite establecido en 2010 de 30%).

Séptimo año consecutivo con beneficios contables para el sistema financiero

En la segunda mitad de 2011 las ganancias contables de los bancos alcanzaron \$8.300 millones, 30% por encima de lo devengado durante el primer semestre, totalizando en el año \$14.720 millones. En términos de los activos totales el sistema financiero registró una rentabilidad (ROA) de 2,9% en el segundo semestre del año, 0,4 p.p. por encima que en los primeros 6 meses, principalmente por los mayores resultados por intereses (ver Tabla IV.3). De este modo, el conjunto de entidades cerró el año con un ROA de 2,7%, levemente por debajo del registro de 2010. Todos los grupos de entidades financieras registraron resultados positivos, con una leve mejora en los bancos públicos y una reducción en las entidades privadas.

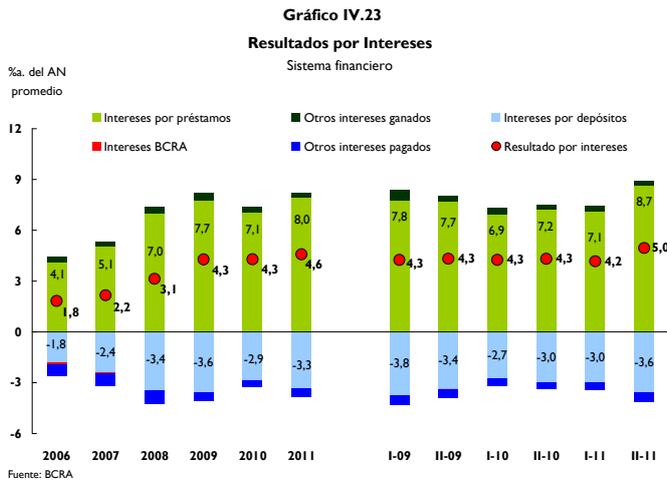
El margen financiero de los bancos aumentó 1 p.p. del activo en los últimos 6 meses de 2011 respecto a la primera parte del año, hasta ubicarse en 8,5%. En el acumulado de 2011 el margen financiero se ubicó en 8%a., verificando una gradual disminución en términos interanuales (ver Gráfico IV.22).

En un escenario de mayores niveles de intermediación financiera y de un leve aumento en el spread de tasas de interés sobre fines de 2011, los resultados por intereses crecieron a un ritmo destacado

Los ingresos netos por intereses continuaron siendo la principal fuente de ingresos del sistema financiero. En la

⁵⁶ Comunicación "A" 5272 y Comunicación "A" 5273.

⁵⁷ En febrero del presente año se deberá integrar el 50% de la nueva exigencia, en agosto el 75% y el total en diciembre de 2012.



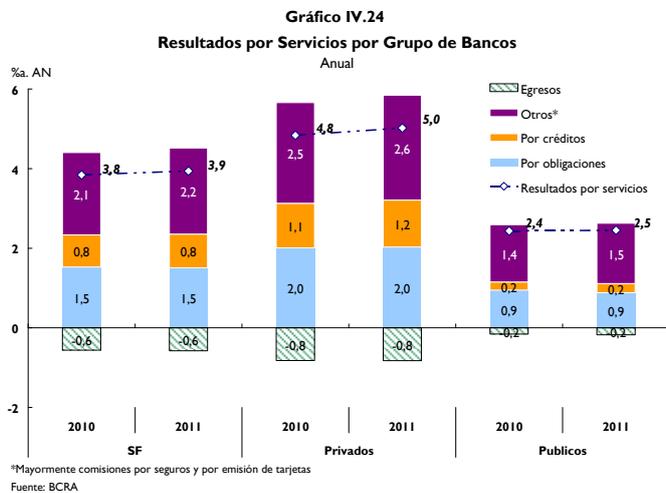
segunda parte del año estos resultados evidenciaron un incremento de 0,8 p.p. si se los compara con el primer semestre, ubicándose en 5%a. del activo (ver Gráfico IV.23). Este desempeño recogió un efecto combinado de mayores niveles de intermediación financiera con un leve aumento en los niveles de *spreads*. En este marco, en la segunda mitad del año se observó un ligero incremento tanto en los *spreads* operados en el margen (ver Gráfico IV.15) como en el diferencial de tasas implícitas en moneda nacional. De esta manera, los ingresos netos por intereses se ubicaron en 4,6% del activo a lo largo de 2011, con un incremento de 0,3 p.p. respecto al año anterior, y siendo dinamizados principalmente por los bancos privados (tanto nacionales como extranjeros).

Tabla IV.4
Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos
2011 - Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio

	Bancos privados			Bancos públicos	EFNB
	Total	Nacionales	Extranjeros		
Margen financiero	9,0	8,4	9,6	6,4	16,6
Resultado por intereses	6,1	5,6	6,6	2,1	15,8
Ajustes CER y CVS	0,1	0,0	0,2	0,6	0,0
Resultado por títulos valores	2,1	2,4	1,8	3,4	0,4
Diferencias de cotización	0,7	0,5	0,9	0,4	0,4
Otros resultados financieros	0,0	-0,1	0,1	-0,1	0,0
Resultado por servicios	5,0	4,7	5,3	2,5	5,4
Gastos de administración	-7,8	-7,6	-8,1	-5,0	-10,6
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-0,9	-0,8	-0,4	-2,3
Efectos de la crisis 2001-2002 (*)	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Cargas impositivas	-1,4	-1,5	-1,3	-0,6	-1,9
Diversos	0,6	0,7	0,5	0,5	1,4
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	4,4	3,7	5,1	3,1	8,6
Impuesto a las ganancias	-1,4	-1,1	-1,7	-0,9	-3,1
Resultado final (ROA)	3,0	2,6	3,4	2,3	5,5
Resultado ajustado (**)	3,0	2,6	3,5	2,5	5,5
Resultado en % del PN (ROE)	25,6	23,1	28,1	25,2	20,9
Resultado antes de impuesto a las ganancias en % del PN	37,8	33,5	42,3	34,9	9,1

(*) Incluye amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.
(**) Excluyendo los efectos de la crisis 2001-2002.

Fuente: BCRA



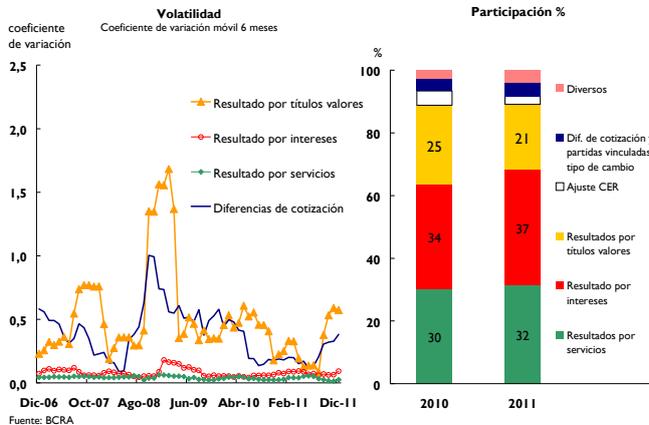
Los resultados por títulos valores aumentaron levemente en la segunda parte del año, hasta situarse en 2,7%a. del activo. En una perspectiva anual, esta fuente de ingresos se redujo significativamente, si bien cabe mencionar que el registro del año pasado se ubicó en niveles relativamente altos (especialmente durante la segunda mitad de 2010). Por lo tanto, las ganancias por títulos valores cerraron el año en 2,6% del activo, con una reducción interanual de 0,6 p.p.

A la par de la gradual reducción en el descalce de partidas con ajuste CER en términos del patrimonio neto (ver Capítulo V), estos ingresos fueron perdiendo participación dentro del margen financiero. A lo largo de 2011 estos resultados disminuyeron 0,3 p.p. del activo hasta 0,3%. El descenso anual estuvo mayormente explicado por los bancos públicos, grupo que concentra la mayor parte de este descalce y, por ende, de los ingresos netos asociados (ver Tabla IV.4). En un contexto de acotada volatilidad cambiaria y un leve aumento del descalce amplio de moneda extranjera (ver Capítulo V), los resultados por diferencias de cotización verificaron un ligero incremento anual hasta ubicarse en 0,6% del activo. Los resultados positivos por este concepto se reflejaron tanto en los bancos privados como en los públicos.

Los ingresos netos por servicios del sistema financiero aumentaron levemente en el año, fundamentalmente durante el segundo semestre. Los resultados por servicios se nutrieron del dinamismo en los rubros principalmente vinculados a las comisiones cobradas por seguros y emisión de tarjetas de crédito. El aumento en estos resultados estuvo impulsado en mayor medida por los bancos privados (ver Gráfico IV.24).

A lo largo del año los ingresos netos más estables, los resultados por servicios y por intereses, ganaron participación dentro de las principales fuentes de ingresos netos (4,5 p.p. hasta 68%). Como contrapartida, los ingre-

Gráfico IV.25
Principales Fuentes de Ingresos del Sistema Financiero

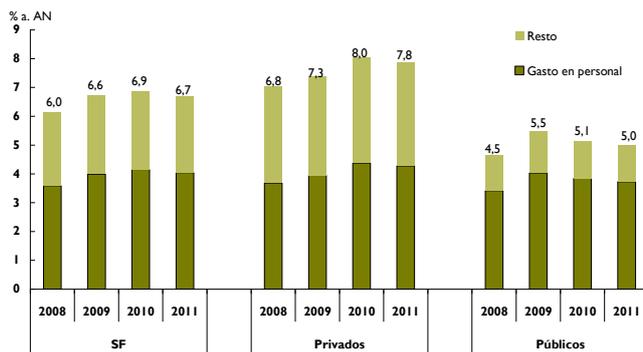


Los ingresos netos que presentan mayor volatilidad, resultados por títulos valores, disminuyeron su ponderación (-4,2 p.p. hasta 21%) (ver Gráfico IV.25).

En 2011 se registró una disminución de los costos operativos y cargos por incobrabilidad en términos de los activos en todos los grupos homogéneos de entidades

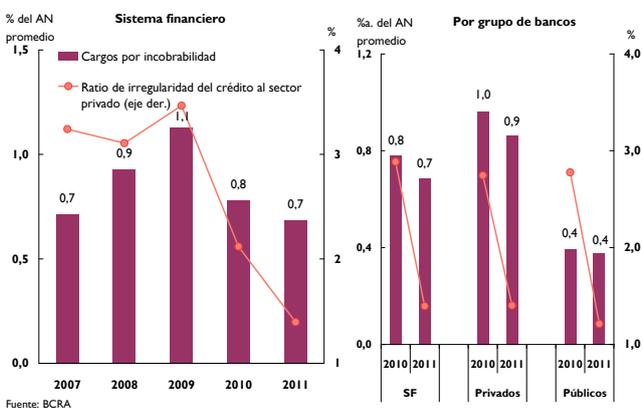
Los gastos de administración retrocedieron levemente a lo largo del año, ubicándose en 6,7% del activo. El descenso fue generalizado entre los distintos grupos de bancos (ver Gráfico IV.26). La disminución en estos egresos fue impulsada principalmente por los gastos en personal (remuneraciones y cargas sociales), que representan 60% del total de gastos de administración a nivel sistémico.

Gráfico IV.26
Gastos de Administración
En % del activo neto



Los cargos por incobrabilidad del sistema financiero se ubicaron en 0,7% del activo en 2011, 0,1 p.p. menos que el registro del año anterior. Los bancos privados explicaron mayormente la disminución anual (ver Gráfico IV.27), si bien los bancos públicos observan los niveles más bajos de estos cargos. El descenso de estas erogaciones fue mayor durante el primer semestre del año, momento en que se observó una mayor disminución en el saldo de créditos en situación irregular. Por su parte, el nivel de cobertura de la cartera en situación irregular con provisiones se incrementó 28 p.p. a lo largo de 2011 hasta alcanzar 171%.

Gráfico IV.27
Cargos por Incobrabilidad



En 2011 el sistema financiero afrontó egresos en concepto de impuestos (impuesto a las ganancias y otras cargas impositivas) por un monto equivalente a 2,3% del activo, creciendo levemente en comparación con el año pasado. El incremento interanual estuvo explicado por los bancos privados ya que los públicos redujeron estas erogaciones. Por su parte, los ajustes por préstamos al sector público y la amortización de amparos (efectos de la crisis 2001-2002) representaron en conjunto sólo 0,1% del activo, reduciéndose 0,1 p.p. en relación a 2010. Tanto los bancos públicos como los privados observaron una reducción, si bien cabe mencionar que estos egresos se concentran mayormente en los bancos públicos.

De cara al 2012, se espera que el sistema financiero consolide sus niveles de solvencia

Se prevé que los bancos comiencen 2012 con ganancias contables, conducidas por los ingresos netos más estables, que les permitirán seguir consolidando sus niveles de solvencia. Las nuevas medidas adoptadas por el BCRA en materia de exigencia y conservación de capi-

tal propiciarán una mayor solidez del sistema financiero, permitiendo continuar enfrentando adecuadamente un escenario internacional que aún presenta turbulencias financieras, a la vez de avanzar en el cumplimiento de los compromisos asumidos en el marco de los acuerdos internacionales sobre estándares regulatorios.

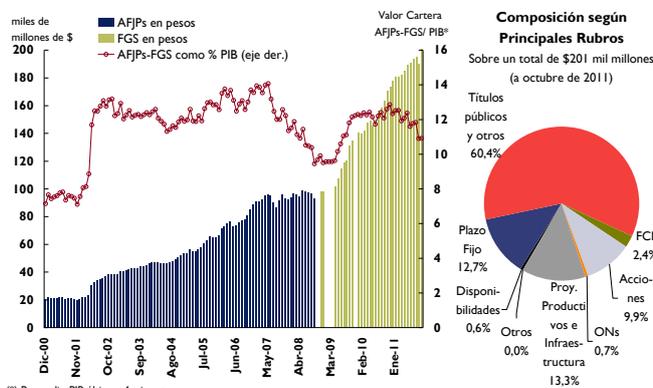
IV.2 Inversores institucionales

Las carteras de activos administrados por los tres principales grupos de inversores institucionales a nivel local – el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) administrado por la ANSES, las compañías de seguros y los fondos comunes de inversión (FCI)— continuaron creciendo en los últimos meses hasta superar en términos agregados los \$270 mil millones a septiembre de 2011 (equivalentes a casi 15% del PIB promedio del año pasado)⁵⁸, con un crecimiento de 5% en los últimos 6 meses y de 19% interanual. Con respecto a las inversiones en renta fija, que constituyen los activos más importantes en las carteras de cada uno de los principales subgrupos de inversores, la participación sobre el total era de 53% a septiembre.

La cartera del FGS siguió creciendo, con aumento en títulos públicos, proyectos productivos y plazos fijos y merma en disponibilidades

La cartera administrada por el FGS, el principal inversor institucional doméstico luego del cambio del régimen previsional en octubre de 2008, continuó creciendo durante el año pasado. Así, a octubre de 2011⁵⁹ la cartera de inversiones superó los \$201 mil millones, con un avance de 9% en los últimos 6 meses y de 18% interanual en términos nominales (ver Gráfico IV.28). En términos del PIB la cartera a octubre equivalía a casi 11% del producto. En línea con lo sucedido el año previo, los tres principales rubros de la cartera –títulos públicos, inversiones en proyectos productivos y plazos fijos— fueron los componentes que más aumentaron durante 2011⁶⁰. El incremento en el valor de los títulos públicos (rubro que representaba el 60% del total de la cartera) se explica en mayor medida por un aumento en el financiamiento al Tesoro Nacional a través de suscripciones directas de bonos, que superó a las ventas netas en el mercado secundario⁶¹. Por su parte, la suba en el

Gráfico IV.28
Evolución de la Cartera Administrada por el FGS



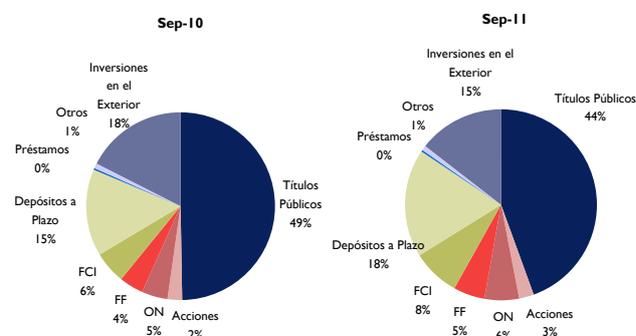
⁵⁸ Teniendo en cuenta el último mes con datos disponibles para los tres grupos de inversores institucionales. Por otro lado, sumando el último dato disponible para cada grupo (octubre para el FGS, septiembre para aseguradoras y febrero para FCI) se obtiene un total de más de \$290 mil millones (casi 16% del PIB promedio de 2011). En términos brutos (sin consolidar).

⁵⁹ Última disponible.

⁶⁰ Una parte menor del crecimiento de la cartera se explica por los aportes que recibió el FGS del ANSeS, que ascendieron a \$3 mil millones entre enero y octubre de 2011.

⁶¹ En términos de cantidades, las ventas de títulos públicos en el mercado secundario superaron a las compras. Con respecto a los precios, hasta octubre de 2011, los bonos acumulaban mermas en las cotizaciones respecto de fines de 2010, en torno a 20% para los bonos largos en dólares y de 30% para aquellos en pesos con ajuste CER.

Gráfico IV.29
Cartera de Inversiones de las Compañías de Seguro

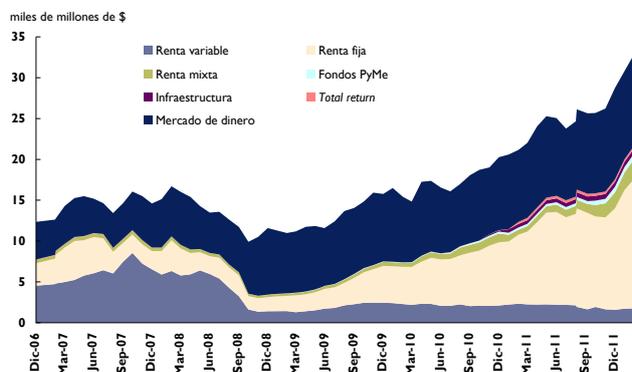


Nota: Las inversiones en el exterior incluyen bonos de gobiernos y empresas, acciones, fondos de inversión, depósitos a plazo y otras inversiones bursátiles.
Fuente: elaboración propia en base a Superintendencia de Seguros de la Nación.

monto destinado a proyectos productivos y de infraestructura, el segundo rubro en importancia, se explica mayormente por los nuevos desembolsos en proyectos en curso, al tiempo que comenzaron a desarrollarse nuevos proyectos⁶². Como contrapartida de estos movimientos y de la suba en las inversiones en FCI⁶³, se verificó una merma significativa en las disponibilidades⁶⁴.

Con información a septiembre de 2011⁶⁵, la cartera de inversiones de las compañías de seguros ascendía a \$56.600 millones, con un incremento semestral de 8% y 19% interanual. Los títulos públicos locales concentraron el 44% de la cartera, aunque el rubro cedió participación en la cartera total en el último año (ver Gráfico IV.29). Las inversiones en fondos comunes de inversión locales crecieron 70% entre septiembre de 2010 y septiembre de 2011, mientras que las obligaciones negociables y los fideicomisos financieros lo hicieron en más de 50% en el mismo periodo. Por su parte, las inversiones de las compañías de seguro en el exterior alcanzaron los \$8.200 millones a septiembre del año pasado (casi 15% de la cartera total), con una merma interanual de 2% en términos nominales.

Gráfico IV.30
Evolución del Patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

Respecto a los FCI, el patrimonio conjunto ascendió a fines de febrero de 2012 a casi \$33.000 millones, registrando una suba interanual de 50%. Los fondos de renta fija continuaron ganando ponderación, llegando a explicar el 48% del total del patrimonio de los FCI, mientras que en febrero de 2011 representaban el 40% del total (ver Gráfico IV.30). En cambio, los fondos de renta variable y los de mercado de dinero (que invierten en activos más líquidos) cedieron participación a lo largo del año pasado. El patrimonio administrado de los fondos de renta variable cayó en términos nominales por las mermas en las cotizaciones de acciones y el rescate de posiciones, debido al impacto de la profundización de la crisis en Europa. No obstante, se observaba una recuperación a febrero. Por otro lado, es remarcable el crecimiento de los fondos que invierten en activos emitidos por PyMEs domésticas. En efecto, el patrimonio administrado por estos fondos creció cerca de 145% en términos interanuales a febrero de 2012, aunque representan sólo el 2% del patrimonio total de los FCI.

⁶² Los desembolsos en proyectos en curso están relacionados con la generación de energía y obras de infraestructura hídrica y viales, mientras que los nuevos proyectos, de menor envergadura, financian la construcción de viviendas en distintas provincias.

⁶³ Estos crecieron más de 60% hasta octubre de 2011. Por otro lado, tras la merma en los precios durante 2011, las acciones locales cedieron participación y representaban a octubre menos 10% del total de la cartera, siendo el cuarto componente en importancia, mientras que las obligaciones negociables también redujeron su participación.

⁶⁴ Las disponibilidades representaban a octubre de 2011 el 0,6% de la cartera, mientras que a fin de 2010 dicho guarismo era de 7,8% y de 9% en octubre de 2010 (cuando había alcanzado un valor máximo).

⁶⁵ Última disponible.

V. Riesgos del Sistema Financiero

Síntesis

El mapa de exposición a riesgos que enfrenta el sistema financiero no presentó grandes modificaciones en la segunda parte de 2011, período en que la actividad de intermediación financiera conservó la tendencia expansiva de semestres anteriores. Sobre el cierre del año se observaron ciertos focos de volatilidad en algunos mercados financieros que fueron disipándose gradualmente hacia comienzos de 2012. Los mercados se vieron afectados transitoriamente por la tensión de origen externo, fenómeno que se verificó en otras economías.

En un contexto de importante crecimiento del crédito, los indicadores de liquidez bancaria se redujeron en el segundo semestre de 2011. En este marco, se observó asimismo cierta diversificación y ampliación de los plazos de sus fuentes de fondeo.

El crédito al sector privado ganó ponderación en el activo total del sistema financiero en el período. La irregularidad del financiamiento bancario al sector privado se ubicó en un mínimo histórico al cierre de 2011, manteniéndose un nivel importante de cobertura con provisiones de la cartera en mora. La capacidad de pago de las empresas y de las familias habría permanecido sin cambios significativos, en un contexto de bajos niveles relativos de endeudamiento y crecimiento de los ingresos.

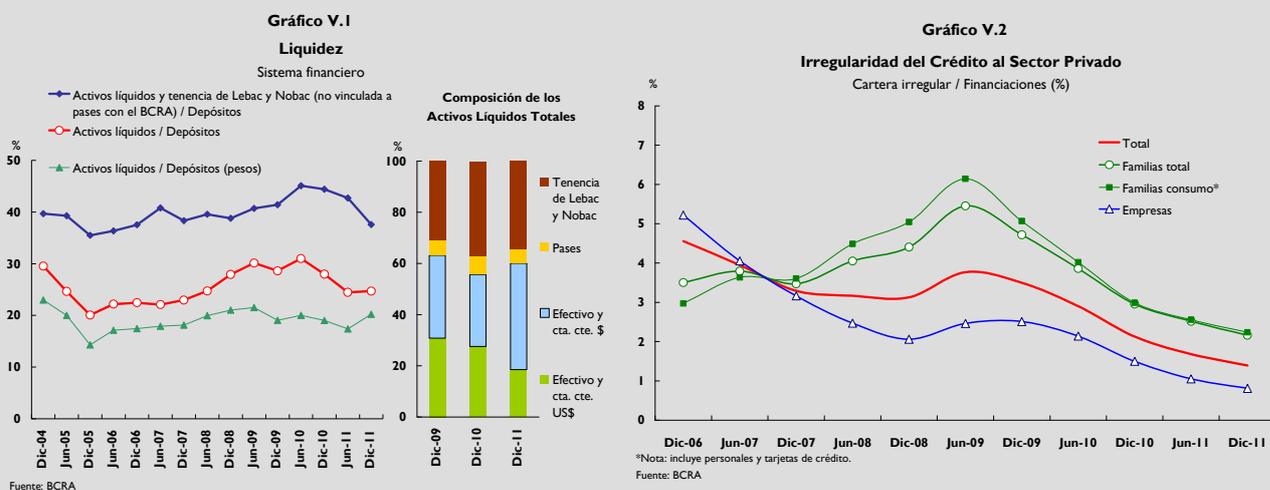
Desde niveles moderados, en la segunda mitad de 2011 el sistema financiero aumentó levemente su exposición

al riesgo de moneda. El descalce de moneda del conjunto de bancos creció en un período caracterizado por un leve aumento de la volatilidad del tipo de cambio y fue fundamentalmente impulsado por mayores compras netas a término de divisas.

Luego de un prolongado período de estabilidad, las principales tasas de interés locales presentaron un aumento transitorio sobre el cierre de 2011. En consecuencia, aunque desde niveles acotados, el sistema financiero aumentó su exposición al riesgo de tasa de interés.

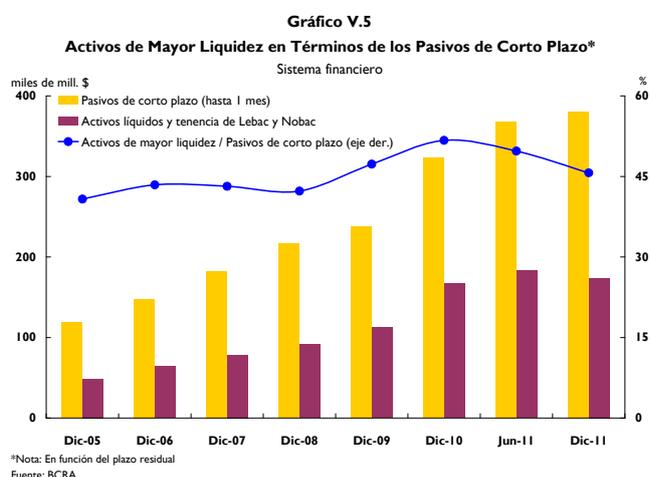
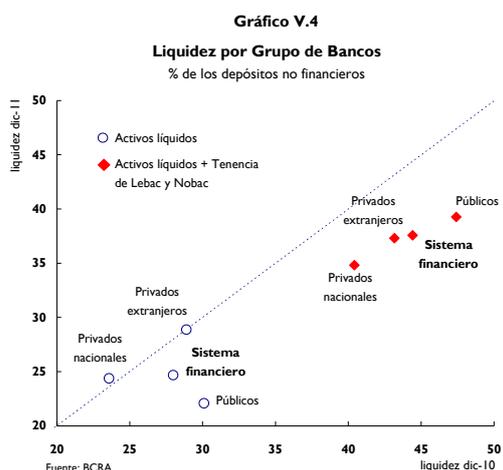
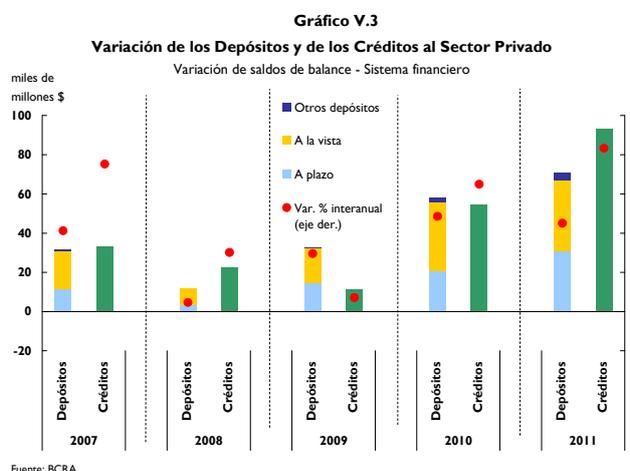
Durante el segundo semestre se redujo la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado, producto principalmente de la caída de la cartera de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria a valor razonable de mercado.

Recientemente, el BCRA adoptó medidas orientadas a seguir profundizando los estándares de solvencia del conjunto de bancos, estableciéndose una exigencia de capital adicional para la cobertura del riesgo operacional (que será equivalente a 1,9% de los activos ponderados por riesgo de crédito) (ver Apartado 3) y ampliándose el límite de conservación de capital (buffer) previo a la distribución de utilidades. Estas medidas fortalecen la capacidad del sistema financiero para absorber el impacto de la materialización de un eventual escenario adverso



V.1 Riesgo de liquidez

El sistema bancario mantiene una reducida exposición al riesgo de liquidez



Durante 2011 el sistema financiero pudo desarrollar sus actividades en un contexto favorable. Sobre el cierre del año se evidenciaron ciertos focos aislados de volatilidad en algunas variables financieras que fueron disipándose gradualmente hacia comienzos de 2012. El conjunto de entidades financieras pudo hacer frente a esta situación de volatilidad transitoria a partir de los adecuados niveles de liquidez y de solvencia que fueron constituidos en los últimos años. La estrategia de política financiera del BCRA, enmarcada en un régimen de flotación administrada del tipo de cambio, contribuyó a morigerar las eventuales fluctuaciones de los indicadores financieros, así como a atemperar el cambio de portafolio de los agentes privados que tuvo lugar a fines de 2011. Las modificaciones oportunamente efectuadas a ciertos aspectos de los requisitos de encajes en el segmento de moneda extranjera, ayudaron a mitigar el impacto sobre el crédito bancario.

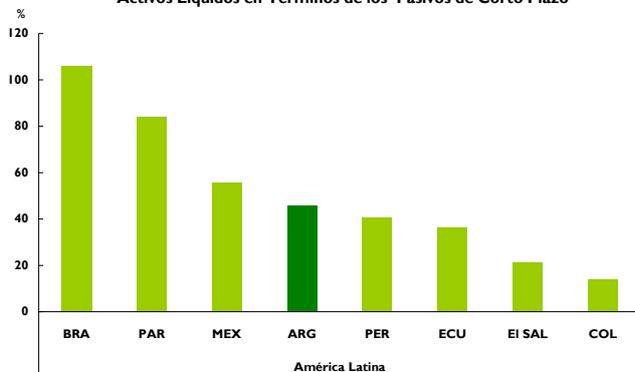
En 2011, el aumento de los depósitos del sector privado resultó nuevamente el origen de fondos más importante para el sistema financiero. La magnitud del incremento de estas imposiciones fue levemente inferior a la suba del saldo de crédito a empresas y familias (ver Gráfico V.3). La expansión anual de los depósitos del sector público resultó la segunda fuente de recursos para las entidades financieras.

El fondeo bancario de mayor plazo incrementó su importancia relativa durante 2011. Los depósitos totales extendieron su madurez en el período, fundamentalmente por el dinamismo de las colocaciones a plazo fijo del sector privado en pesos. Además, en el año las entidades financieras efectuaron una captación neta de fondos a través de obligaciones negociables, instrumentos de mediano plazo que colaboraron a la extensión de la duración promedio del fondeo.

Producto del incremento del crédito, en el año se redujeron levemente los indicadores de liquidez del sistema financiero

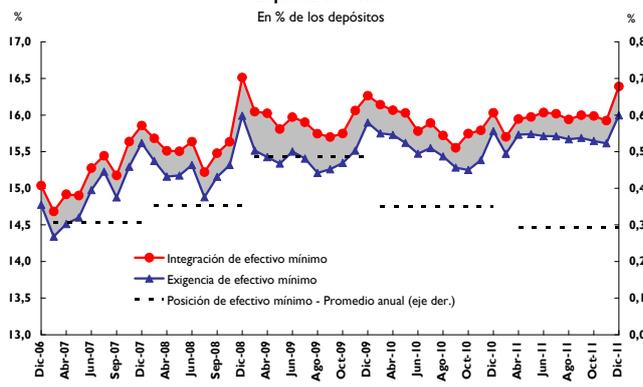
En un contexto de significativo crecimiento de la intermediación financiera con el sector privado, a lo largo de 2011 se redujo gradualmente la cobertura del conjunto de las entidades frente al riesgo de liquidez, si bien los indicadores mantuvieron niveles relativamente elevados (ver Gráfico V.1). Cabe considerar que entre fines de 2007 y mediados de 2010 —a partir de los efectos de la

Gráfico V.6
Activos Líquidos en Términos de los Pasivos de Corto Plazo



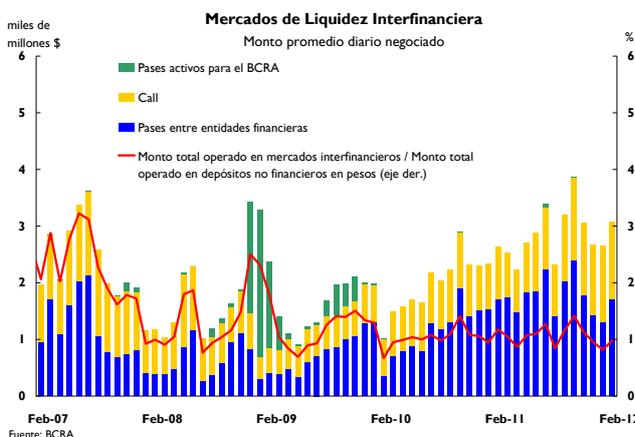
* Nota: última información disponible en cada caso de 2011
Fuente: Financial Soundness Indicators (FSI) y BCRA

Gráfico V.7
Liquidez en Pesos
En % de los depósitos



Nota: en los meses de diciembre se refleja la exigencia, integración y posición del periodo trimestral (diciembre a febrero).
Fuente: BCRA

Gráfico V.8



Fuente: BCRA

crisis financiera internacional— la liquidez del sistema financiero agregado había experimentado un incremento significativo.

A lo largo de 2011, y en particular en su segundo semestre, los activos líquidos en sentido amplio⁶⁶ del sistema financiero disminuyeron en términos de los depósitos totales, hasta alcanzar niveles más en línea con los verificados antes del inicio de la crisis financiera internacional. Considerando esta definición amplia, todos los grupos de bancos redujeron sus indicadores de liquidez en 2011 (ver Gráfico V.4). El indicador de liquidez (en moneda nacional y extranjera) que no considera las tenencias de LEBAC y NOBAC se mantuvo estable en la segunda mitad del año y, de esta manera, experimentó una moderada disminución en 2011. En términos de la composición, a lo largo del año tanto las tenencias de letras y notas del BCRA como los activos líquidos en moneda extranjera redujeron su participación en los activos.

El sistema financiero continuó presentando una amplia cobertura de los pasivos de corto plazo⁶⁷ con los activos líquidos en sentido amplio. Si bien en 2011 tal cobertura se redujo levemente hasta 46%, permanece en un nivel superior al promedio observado para el período 2005-2009 (ver Gráfico V.5). Este indicador está en línea con el promedio de los países de la región (ver Gráfico V.6).

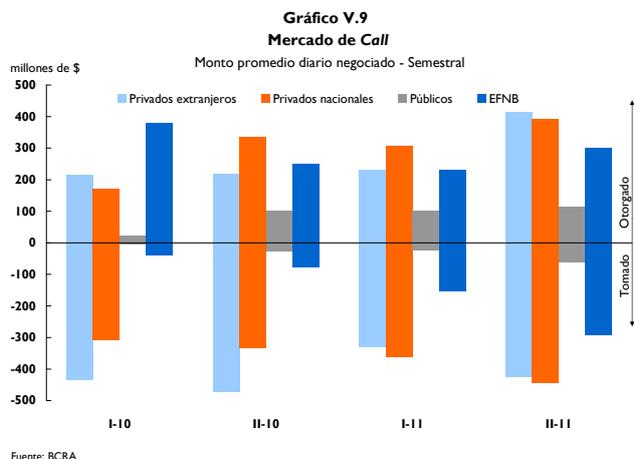
Las exigencias normativas de liquidez, que deben ser integradas en la moneda de denominación del pasivo, fueron cumplidas con holgura por las entidades financieras

Las exigencias normativas de liquidez para las entidades financieras continuaron siendo cubiertas holgadamente en el período. Considerando el segmento en pesos, en el cómputo trimestral diciembre-febrero para el Efectivo Mínimo, el sistema financiero presentó una integración excedentaria equivalente a 0,45% de los depósitos (ver Gráfico V.7). Por su parte, el exceso de integración de liquidez para las obligaciones en moneda extranjera en este período fue de 34,9% de los depósitos. Cabe considerar que en el marco de la nueva Carta Orgánica del BCRA, estos requisitos de liquidez sólo podrán ser integrados con depósitos en cuenta corriente en esta Institución.

Con el objetivo de evitar que la transitoria reducción de los depósitos en moneda extranjera en noviembre de 2011 tuviera un efecto relevante sobre el crédito dirigido

⁶⁶ Considerando moneda nacional y extranjera. La definición incluye disponibilidades (integración de “efectivo mínimo” y otros conceptos, fundamentalmente corresponsalías) más el saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA utilizando instrumentos de regulación monetaria de esta Institución más las tenencias de LEBAC y NOBAC no vinculadas a operaciones de pase.

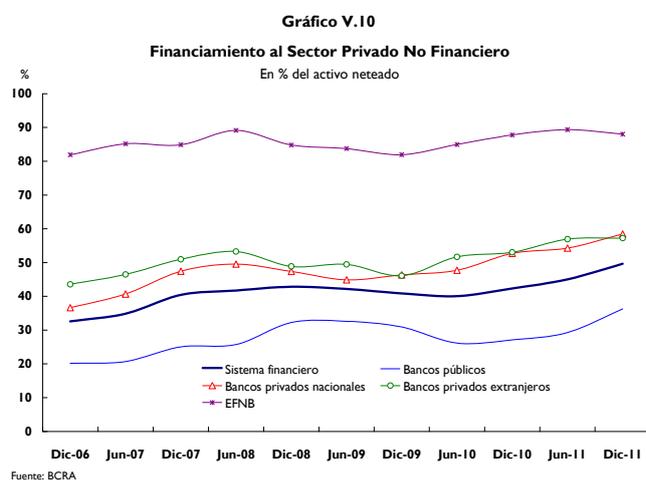
⁶⁷ Se define aquí como pasivo de corto plazo a los que tienen un plazo residual inferior a un mes (Fuente: Régimen Informativo para Publicación Trimestral del BCRA).



a la exportación, el BCRA dispuso una readecuación temporaria de las normas de efectivo mínimo⁶⁸.

En el año continuó aumentando el volumen negociado en los mercados interfinancieros, manteniendo cierta preponderancia las operaciones de pases entre entidades

En la segunda parte de 2011 siguió expandiéndose el monto negociado en el mercado de *call*, así como el monto de las transacciones totales de pases entre entidades financieras (ver Gráfico V.8), explicando estas últimas más de la mitad de las operaciones interfinancieras. Al igual que en la primera parte del año, en el segundo semestre las EFNB y los bancos públicos fueron oferentes netos de recursos en el mercado de *call*, en tanto que los bancos privados resultaron demandantes de fondos (ver Gráfico V.9).

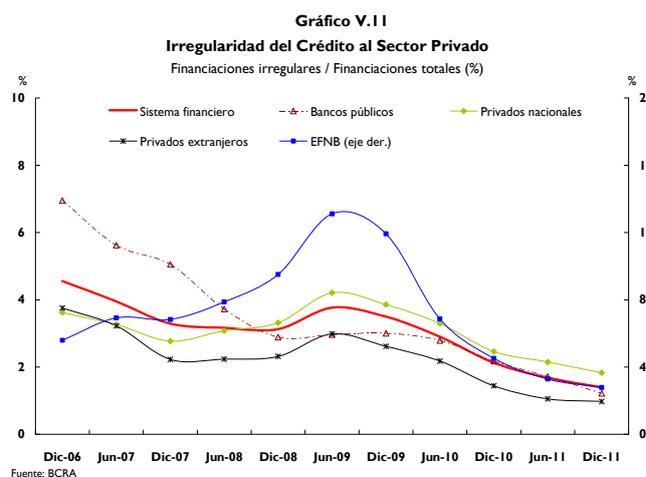


V.2 Riesgo de crédito

V.2.1 Sector privado

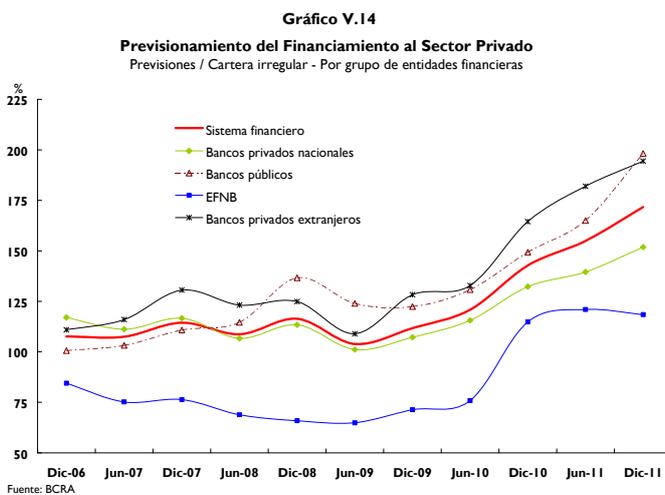
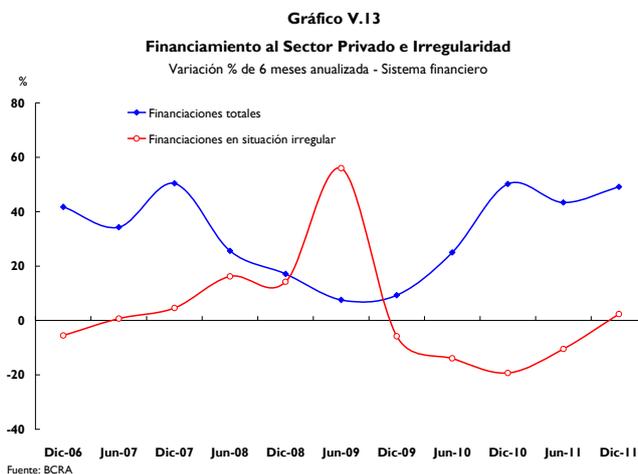
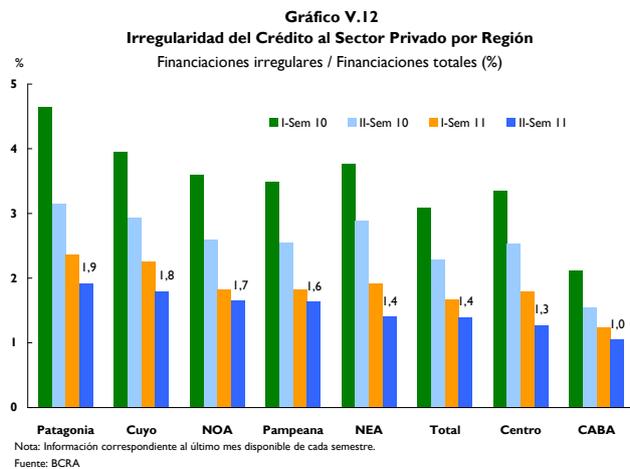
El crédito al sector privado ganó participación en el activo total del sistema financiero, en un contexto en el que los bancos preservaron su posición frente al riesgo de contraparte

La exposición bruta del sistema financiero al sector privado continuó incrementándose en la segunda parte de 2011, hasta llegar a representar casi la mitad del activo bancario agregado (ver Gráfico V.10). Todos los grupos de entidades presentaron un gradual aumento de la ponderación del financiamiento al sector privado. En un contexto de moderado nivel de endeudamiento de las empresas y de los hogares y positivo desempeño de los ingresos, el riesgo de repago del sector privado se mantuvo acotado. Esto se reflejó en niveles decrecientes de morosidad del crédito bancario. Adicionalmente, las entidades financieras conservaron una sólida cobertura con provisiones contables. De esta manera, el sistema financiero muestra una limitada exposición patrimonial al riesgo de repago del sector privado.



La irregularidad del financiamiento al sector privado se ubicó en un mínimo histórico al cierre de 2011, con una robusta cobertura del riesgo de crédito

⁶⁸ Comunicación "A" 5246. Desde noviembre para determinar la integración mínima diaria en moneda extranjera se debe excluir de la base de cálculo el defecto de aplicación de recursos correspondientes a depósitos en esa especie (la parte de los depósitos en esta especie que un banco no aplicó al financiamiento en moneda extranjera). El saldo diario de la cuenta corriente en dólares de los bancos en el BCRA no puede ser inferior al 50% de la exigencia de Efectivo Mínimo del mes anterior. A partir de noviembre se considera sólo la exigencia por depósitos, en tanto que anteriormente se consideraba la exigencia total (que incluye el defecto de aplicación de recursos).



El ratio de irregularidad del cr3dito al sector privado se redujo 0,3 p.p. en la segunda parte de 2011 (0,7 p.p. en el a3o), llegando a un m3nimo hist3rico de 1,4%. Este positivo desempe3o abarc3 a todos los grupos de entidades financieras (ver Gráfico V.11) y se explic3 por sendas mejoras en el segmento de cr3dito a las empresas y en los pr3stamos a las familias (ver Gráfico V.2). La tendencia decreciente de la morosidad fue difundida en todas las regiones del pa3s, apreci3ndose sobre el cierre de 2011 una menor dispersi3n del ratio de irregularidad del cr3dito al sector privado entre zonas geogr3ficas (ver Gráfico V.12).

La disminuci3n del ratio de morosidad del financiamiento al sector privado en la segunda mitad de 2011 fue impulsada por el mayor ritmo de expansi3n del saldo total de cr3ditos, en un marco en el que el saldo de los pr3stamos morosos se mantuvo pr3cticamente estable (ver Gráfico V.13).

Desde niveles reducidos de morosidad, las financiaci3nes vigentes a mediados de 2011 desmejoraron levemente su situaci3n en la segunda parte del a3o. El ratio de morosidad de estas financiaci3nes se ubic3 en 1,8% hacia el cierre del a3o, superando apenas al registro de junio de 2011.

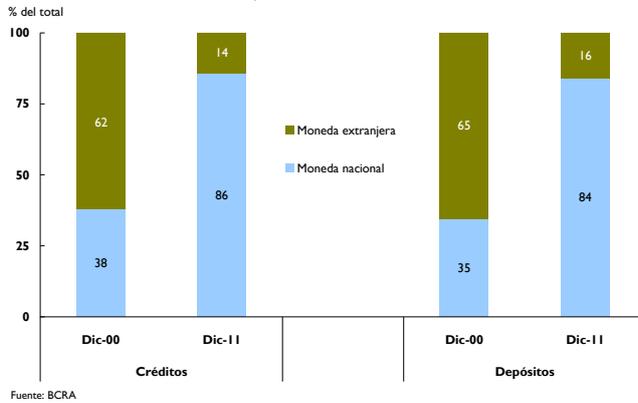
El conjunto de entidades financieras registr3 un alto nivel de cobertura del cr3dito en situaci3n irregular con provisiones. A fines de 2011 el ratio de cobertura para el sistema financiero aument3, hasta 171% (ver Gráfico V.14). Todos los grupos de entidades financieras continuaron presentando un nivel de cobertura que supera al saldo total de cr3ditos en situaci3n irregular.

En la segunda parte de 2011 se increment3 levemente la proporci3n de financiaci3nes al sector privado con garant3as⁶⁹, hasta 16% del total. La morosidad de las financiaci3nes al sector privado sin garant3as se ubic3 en 1,4% en diciembre de 2011, levemente por debajo del nivel registrado a mediados de a3o.

Dado el reducido nivel de dolarizaci3n del balance del sistema financiero, el riesgo de cr3dito enfrentado por los bancos locales derivado de eventuales fluctuaciones en el tipo de cambio nominal es muy bajo. Cabe destacar que esta fortaleza del sistema financiero local se gener3 en el marco de la normativa macroprudencial vigente. Las entidades financieras s3lo pueden ofrecer financiamiento en moneda extranjera a agentes con ingresos ligados a la evoluci3n del tipo de cambio. A diferencia de

⁶⁹ Est3n constituidas por la cesi3n o cauci3n de derechos respecto de t3tulos o documentos (Preferidas "A") y por derechos reales sobre bienes o compromisos de terceros (Preferidas "B") que aseguren que la entidad podr3 disponer de los fondos para la cancelaci3n de la obligaci3n contra3da por el cliente. Para mayor detalle ver Texto Ordenado de Garant3as, BCRA.

Gráfico V.15
Intermediación Financiera con el Sector Privado
Saldos por moneda - Sistema financiero



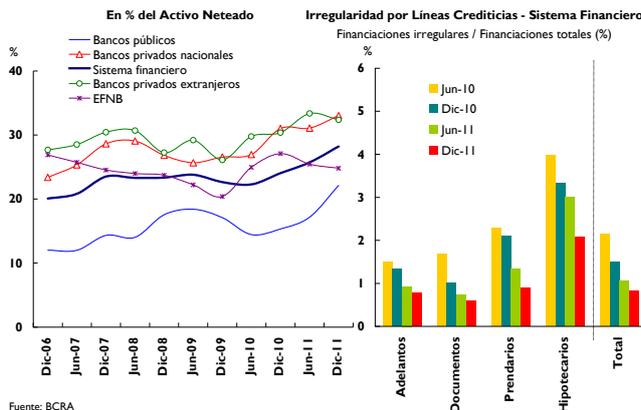
lo evidenciado hace más de una década, el financiamiento al sector privado en moneda extranjera tiene actualmente una moderada participación en el financiamiento total (ver Gráfico V.15).

Empresas

La exposición del sistema financiero al sector productivo aumentó al tiempo que cayó nuevamente la morosidad de esta cartera

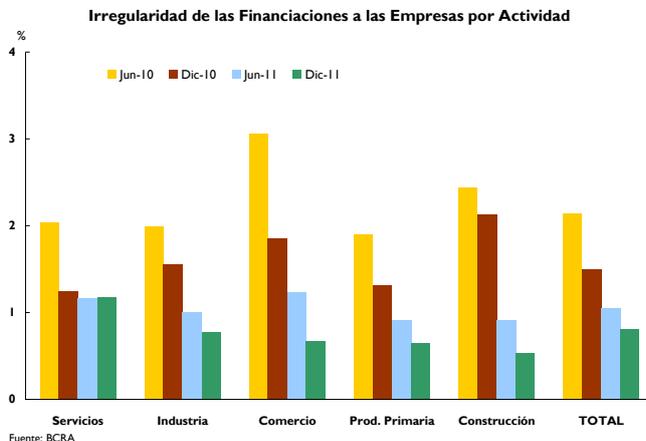
En el segundo semestre de 2011 la participación del financiamiento a las empresas en el activo del sistema financiero presentó un nuevo incremento, hasta ubicarse en 28,2% del total (ver Gráfico V.16). En particular, se destacó el aporte de los bancos públicos en la provisión de crédito a las empresas (ver Capítulo IV). Los niveles de actividad económica de la segunda parte del año y los moderados niveles de endeudamiento del sector productivo (ver Capítulo III) impulsaron cierta mejora en la capacidad de pago de las empresas. De esta manera, la posición del conjunto bancos frente al riesgo de crédito de las firmas evidenció algunas mejoras en el año.

Gráfico V.16
Financiaci3nes a Empresas



El nivel de morosidad del crédito a las empresas se redujo 0,2 p.p. en el segundo semestre de 2011 (0,7 p.p. en el año), hasta llegar a 0,8% de las financiaci3nes totales a este sector. Todas las líneas de financiamiento al sector productivo mejoraron su desempeño crediticio en el período. La disminuci3n de la morosidad resultó generalizada entre las ramas de la producci3n, presentándose las mayores caídas en los préstamos a la construcci3n, al comercio y a la producci3n primaria, sectores que cerraron el año con los menores ratios de morosidad (ver Gráfico V.17).

Gráfico V.17

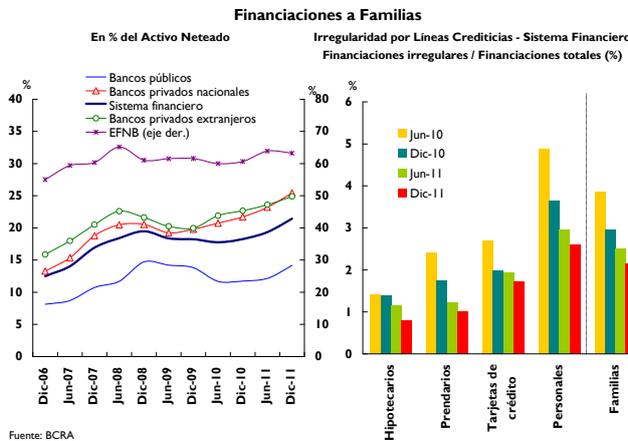


Familias

Se incrementó la ponderaci3n del crédito a los hogares en el activo bancario y mejoró la calidad de las financiaci3nes

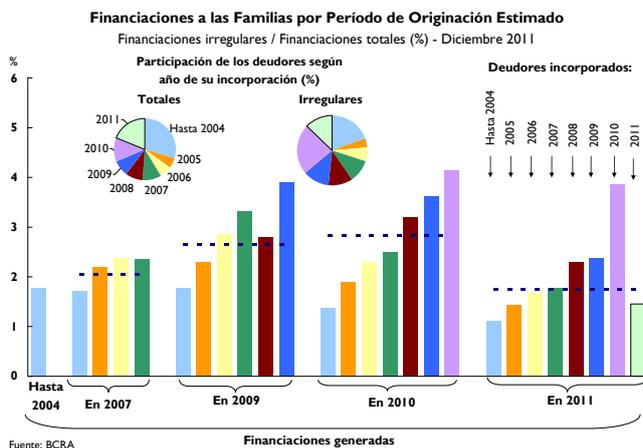
En la segunda parte del año el sistema financiero continuó aumentando su exposici3n a los hogares (ver Gráfico V.18), fundamentalmente a través del crédito al consumo y, en menor medida, por medio de los préstamos con garantía real. Durante el período se evidenciaron nuevamente mejoras en el mercado laboral, al tiempo que el endeudamiento del sector siguió creciendo desde niveles reducidos (ver Capítulo III). La morosidad del financiamiento a los hogares disminuyó en el semestre, mejorando la posici3n del sistema financiero frente al riesgo de contraparte de las familias.

Gráfico V.18



Fuente: BCRA

Gráfico V.19



Fuente: BCRA

Gráfico V.20



* (Posición en títulos públicos (sin Lebac ni Nobac) + Préstamos al sector público - Depósitos del sector público) / Activo total
 Fuente: BCRA

El ratio de morosidad del crédito a las familias se redujo 0,4 p.p. en la segunda parte del año (0,8 p.p. en todo 2011), hasta alcanzar 2,2%. Todas las líneas de financiamiento mejoraron su desempeño crediticio en el período, manteniendo el crédito al consumo los indicadores de irregularidad relativamente más elevados.

Se estima que dentro del saldo vigente a fines de 2011 de los préstamos a familias, el segmento de los créditos otorgados entre 2009 y 2010 a sujetos que se incorporaron al sistema financiero en ese período, presentaron un mayor nivel relativo de mora (ver Gráfico V.19). Se estima que los préstamos a deudores relativamente nuevos (incorporados entre 2009 y 2011) representaban casi 40% del saldo total de financiamiento a los hogares.

V.2.2 Sector público

La exposición bruta del sistema financiero al sector público se redujo en el semestre

En línea con el importante crecimiento de la intermediación financiera con el sector privado, la exposición de los bancos al sector público siguió disminuyendo. A fines de 2011 la exposición del conjunto de bancos a este sector se ubicó en 10,6% del activo total, cayendo 1,6 p.p. a lo largo del año. En términos consolidados entre jurisdicciones, y considerando el fondeo que obtiene el sistema financiero agregado en la forma de depósitos del sector público, las entidades financieras agregadas continuarían presentando una posición neta deudora frente al sector público, por un monto equivalente a 10,1% del activo total (ver Gráfico V.20). Los valores actuales de exposición al sector público resultan menores a los vigentes en otras economías de la región y en otros países emergentes y desarrollados.

V.3 Riesgo de moneda

Desde niveles moderados, en la segunda mitad de 2011 el sistema financiero aumentó levemente su exposición al riesgo de moneda

En la segunda parte del año, en un contexto de mayores turbulencias financieras a nivel internacional, el descalce activo de moneda extranjera del sistema financiero local aumentó, conjuntamente con un leve incremento de la volatilidad del tipo de cambio. De esta manera, las entidades financieras incrementaron moderadamente su exposición patrimonial al riesgo de moneda, si bien la misma permaneció por debajo de los picos de fines de 2008-principios de 2009, y de los niveles previos

Apartado 3 / Avances Locales en el Marco de Basilea II y III: Implementación de una Exigencia de Capital Mínimo por Riesgo Operacional

La Argentina viene realizando un conjunto de esfuerzos para converger a los estándares internacionales en materia de normativa bancaria, avances que seguirán en los próximos períodos⁷⁰. Este camino obedece principalmente a la necesidad de fortalecer la posición de las entidades locales frente al deterioro actual de los mercados globales, así como para protegerlas de eventuales escenarios futuros de similares características que puedan repercutir sobre el mercado crediticio argentino. Además, de esta manera se avanza con los compromisos asumidos en el seno del G20, el Foro de Estabilidad Financiera (FSB) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), organismos de los que la Argentina es miembro activo

El conjunto de estándares emanados del BCBS que comúnmente se denominó Basilea II, estableció un marco intrínsecamente más complejo y sensible al riesgo que las recomendaciones difundidas a fines de la década de los ochenta (conocidas como Basilea I), teniendo el propósito original de asegurar la convergencia de la regulación de los países miembros del G-10. Paulatinamente otros países se sumaron al esfuerzo, convirtiendo al nuevo estándar en una referencia para la supervisión bancaria a nivel internacional, entre otros aspectos. Más recientemente, los líderes del G20 reunidos en la cumbre de Pittsburgh de septiembre de 2009 se comprometieron a adoptar el marco de capital de Basilea II durante 2011.

Basilea II no sólo modificó el modo de evaluar el riesgo de crédito de los bancos, sino que también introdujo una nueva exigencia como reaseguro contra el riesgo operacional. Más aún, se especificó más detalladamente cuál es el rol de los organismos de supervisión soberanos (Pilar 2), así como la relevancia que tiene la disciplina de mercado (Pilar 3). El Pilar 2 dejó en claro que las recomendaciones de Basilea II constituyen un piso para el capital de las entidades financieras. Las autoridades de supervisión pueden incrementar el requisito cuando el nivel de capitalización de los bancos sea insuficiente frente a las características y el perfil de riesgos de sus jurisdicciones.

⁷⁰ Ver la ruta hacia Basilea III de septiembre 2011: www.bcra.gov.ar/pdfs/marco/Hoja%20de%20Ruta%20Basilea%20III.pdf

En los últimos años el BCRA ha implementado una serie de disposiciones que se pueden enmarcar en el Pilar 2 de Basilea II. Así, durante 2008 y 2011⁷¹ se introdujeron lineamientos generales para la gestión de riesgos (ver Apartado 4) y particulares para la gestión del riesgo operacional. Asimismo, en enero de 2012⁷² se incorporó al texto ordenado de Capitales Mínimos de las Entidades Financieras una sección referida a la exigencia por riesgo operacional, la que tiene vigencia a partir de febrero de 2012.

Como se mencionó, el requisito de capital por riesgo operacional es una de las innovaciones que Basilea II sumó a los tradicionales requisitos por riesgo de crédito y de mercado, con el objetivo de que los bancos cuenten con reservas para absorber las pérdidas que se pudieran originar en fallas de los procesos, del personal y de los sistemas, o bien a causa de acontecimientos externos. Como ejemplos de tales pérdidas se cuentan los fraudes (internos o externos), las fallas en la seguridad en el trabajo, los eventos de discriminación, la negligencia profesional, las prácticas comerciales abusivas, las fallas de los productos y los desastres naturales. La cobertura debe incluir al riesgo legal (que se materializa a través de sentencias judiciales adversas, arreglos privados y multas), pero no así el riesgo estratégico o el de reputación.

El riesgo operacional no es exclusivo de los servicios financieros. Desde hace algunos años se ha empezado a evaluar también en otras industrias⁷³, aunque la modelización está todavía en una fase inicial. Basilea II ofrece tres enfoques para su cálculo, e insta a los bancos a evolucionar en sofisticación y sensibilidad al riesgo a medida que desarrollen sistemas y prácticas de medición más avanzados. Los enfoques son: (i) Indicador Básico; (ii) Método Estándar y (iii) Métodos de Medición Avanzada (AMA).

La normativa argentina sólo permite el primero, conocido internacionalmente como BIA (*Basic Indicator Approach*). Consiste en una exigencia equivalente a 15%⁷⁴ del promedio de los tres últimos años de los in-

⁷¹ Comunicaciones "A" 4793, 4854 y 5203.

⁷² Comunicación "A" 5272.

⁷³ Por ejemplo, el impacto de la contaminación para las actividades extractivas, y de eventos catastróficos (como los del 11 de septiembre de 2001) para los servicios de procesamiento de datos.

⁷⁴ Parámetro calibrado en el marco de Basilea II.

gresos brutos anuales positivos (intereses y comisiones ganados, netos de los pagados, pero sin deducir la previsión por incobrabilidad y los gastos de administración). El margen financiero funciona como un *proxy* del volumen de actividad y, por lo tanto, del riesgo de sufrir eventos operacionales.

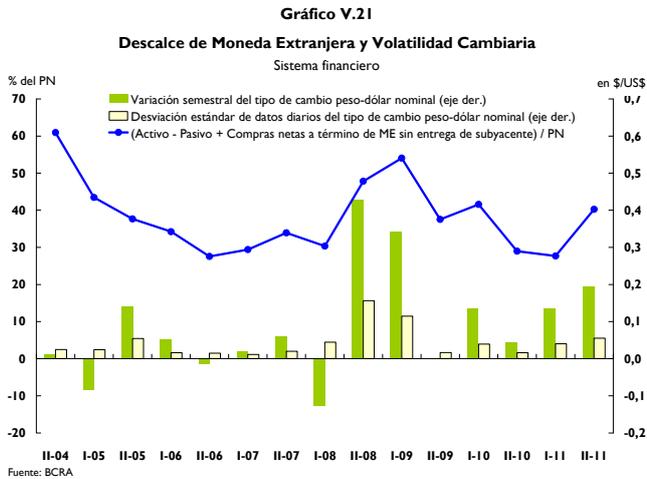
Para dar tiempo a la capitalización de las entidades ante este cambio normativo, se estableció un período de transición: en abril de 2012 se deberá integrar el 50% de la nueva exigencia, en agosto el 75% y el total en diciembre de 2012. Se estima que, cuando se haya integrado el 100%, la exigencia total para el sistema financiero se va a incrementar por un monto equivalente a 1,9% de los activos ponderados por riesgo de crédito. Con la introducción de la exigencia por riesgo operacional se estima que la exigencia de capital mínimo a nivel del sistema financiero estará en el orden del 11,4% de los activos ponderados por riesgo de crédito.

Como resultado, nuestro esquema normativo presenta un grado avanzado de adecuación al marco de Basilea II, con sustanciales progresos en lo referido al Pilar 2 (directrices respecto de la administración de riesgo operacional y pruebas de tensión que deben realizar las entidades) y Pilar 1 (incorporación de requisito de capital por riesgo operacional y trabajo avanzado para migrar al Enfoque Estandarizado para riesgo de crédito incluyendo los cambios de Basilea 2.5 y Basilea III). Adicionalmente, y a diferencia de lo establecido en los estándares de Basilea, en la Argentina se encuentran vigente límites respecto a los descalses de moneda, fuente potencial de riesgos para los sistemas financieros en las economías emergentes donde existen situaciones de dolarización.

Las recomendaciones conocidas como Basilea III conservan las disposiciones de Basilea II pero amplían significativamente el marco regulador, restringen la definición del capital elegible para mejorar la capacidad de absorber pérdidas por parte de las entidades, mejoran la gestión de los riesgos y hacen más transparente la información que los bancos deben publicar. A diferencia de Basilea II, la nueva normativa no se limita a preservar la liquidez y la solvencia de las entidades individuales sino que, con un enfoque macroprudencial, intenta capturar el efecto de la acumulación y el contagio de los riesgos dentro del sistema financiero. En resumen, el BCBS define a Basilea III como un conjunto integral de marcos de comportamiento, elaborado con el objetivo de mejorar la capacidad del sector financiero para afrontar las perturbaciones ocasionadas por las tensiones financieras y económicas. En el entendimiento de que los nuevos estándares limitarán la probabilidad y severi-

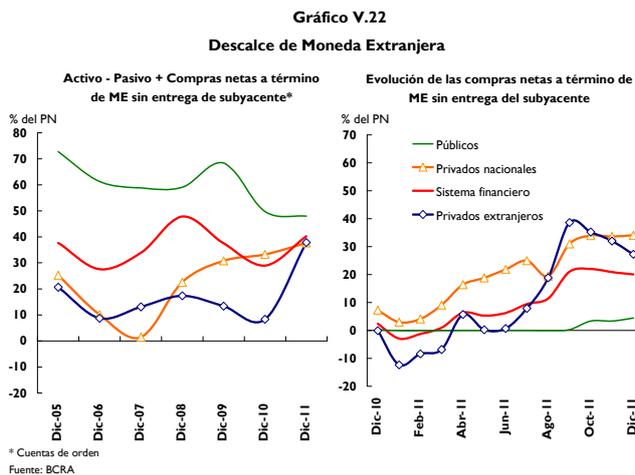
dad de las crisis futuras, los líderes del G20 se comprometieron a incorporarlos en la legislación de cada país e implementarlos a partir de enero de 2013 según el cronograma preestablecido, hasta su vigencia plena en enero de 2019.

En línea con los compromisos asumidos, en la Argentina se está trabajando para cumplir con las recomendaciones de Basilea III, teniendo en cuenta el contexto propio de una economía emergente, la experiencia ganada tras la administración de crisis financieras pasadas y las características particulares del sistema financiero y la legislación argentina. En este sentido, ya se encuentra operativo localmente un colchón de conservación de capital con un requerimiento mayor al equivalente previsto en Basilea III, al tiempo que el nivel de apalancamiento total actual es sustancialmente inferior al límite acordado en dicho marco. Así es que el sistema financiero argentino opera a nivel agregado con un importante exceso de capital regulatorio, observándose incluso que el capital ordinario actual excede los requerimientos mínimos totales previstos en Basilea III (que se incorporarán en su totalidad a partir de 2019). En lo que atañe a los nuevos estándares de liquidez, la normativa vigente en Argentina impone requerimientos más estrictos a los acordados internacionalmente.



a 2005. Sobre el cierre del año, el descalce amplio⁷⁵ alcanzó 40,3% del patrimonio neto del sistema financiero, 12,6 p.p. más que a mediados de 2011 (ver Gráfico V.21).

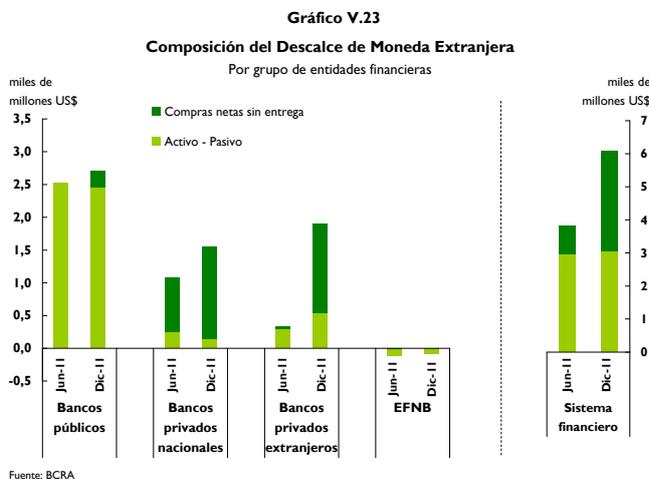
El aumento semestral del descalce amplio de moneda extranjera del sistema financiero se explicó fundamentalmente por mayores compras netas a término de divisas sin entrega del subyacente (derivados de moneda extranjera) efectuadas por los bancos privados (ver Gráfico V.22). En menor medida, las variaciones del activo y del pasivo en moneda extranjera también colaboraron a la suba semestral del descalce. En particular, en la segunda mitad del año la caída del pasivo del sistema financiero en moneda extranjera (principalmente depósitos) superó a la reducción del activo en divisas (fundamentalmente liquidez).



Producto de la dinámica del segundo semestre, las compras netas a término de moneda extranjera liquidables en pesos efectuadas por los bancos ganaron participación en el descalce amplio del sistema financiero agregado. A fines de 2011, tal descalce se repartía en partes prácticamente iguales entre las compras netas de divisas a término y la diferencia entre activos y pasivos (ver Gráfico V.23). Los bancos privados explican cerca de 90% de las compras netas a término de moneda extranjera del sistema, en tanto que los bancos públicos mantenían aproximadamente 80% de la diferencia entre activos y pasivos en divisa.

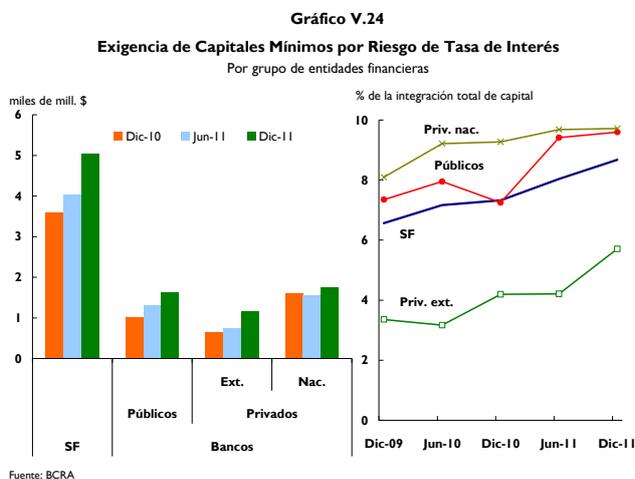
V.4 Riesgo de tasa de interés

Desde niveles moderados, en la segunda parte de 2011 el sistema financiero aumentó su exposición patrimonial al riesgo de tasa de interés



En el segundo semestre de 2011 se incrementó la exposición del conjunto de bancos al riesgo de tasa de interés. En este marco, desde niveles moderados, la exigencia normativa de capital mínimo por este riesgo creció de forma generalizada en los distintos grupos de entidades financieras (ver Gráfico V.24), destacándose el aumento relativo registrado en los bancos privados extranjeros. En particular, esta exigencia llegó a 8,7% de la integración total de capital para el sistema financiero agregado, 0,6 p.p. más que a mediados de 2011. Las operaciones de intermediación financiera en pesos sin ajuste por CER condujeron mayormente el aumento de la exigencia normativa de capital mínimo (ver Gráfico V.25), en el marco de cierta volatilidad en las tasas de interés en el período.

⁷⁵ Incluyendo partidas del activo y del pasivo y las operaciones a término de moneda extranjera en cuentas de orden.

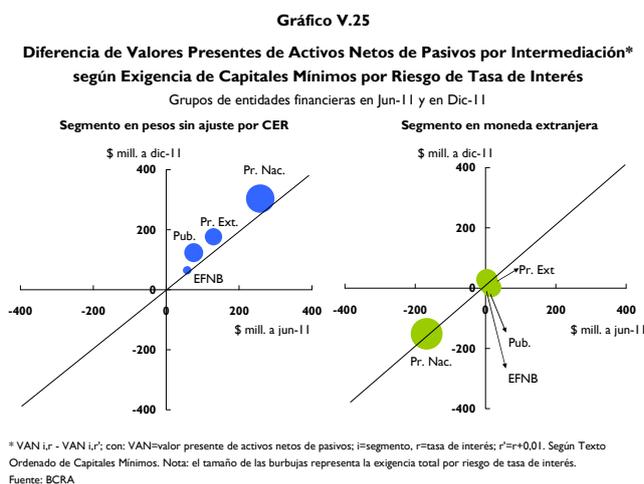


Luego del pico evidenciado en noviembre de 2011, las principales tasas de interés en moneda nacional experimentaron una reducción gradual que se mantuvo en el comienzo de 2012. Esta situación colaboró a que el impacto patrimonial en el sistema financiero del descalce de tasas de interés sea de carácter transitorio.

Por la naturaleza propia de la operatoria bancaria, en general los flujos originados en los activos (ingresos por intereses) presentan una menor sensibilidad ante cambios de la tasa de interés con respecto a los flujos derivados de los pasivos (egresos por intereses). Este menor grado de respuesta se debe básicamente a las operaciones pactadas a tasa de interés fija en un contexto de mayor *duration* de los activos. A los fines de administrar el riesgo de tasa de interés, los bancos cuentan con el mercado de futuros, en el que participa el BCRA con la función giro. Desde niveles bajos, este mercado viene incrementando gradualmente su profundidad (ver Capítulo II).

El descalce de partidas ajustables por CER continuó perdiendo importancia relativa para los bancos

En la segunda parte del año y dada la menor tenencia de títulos valores cuyo capital se ajusta por CER, el sistema financiero redujo el descalce positivo entre activos y pasivos ajustables por dicho indicador. Este movimiento fue impulsado principalmente por los bancos públicos. A fines de 2011 dicho descalce representó 37% del patrimonio neto agregado, casi 8 p.p. por debajo de los niveles de mediados de año. De esta manera, el conjunto de entidades financieras preservaron una baja exposición al riesgo de tasa de interés real.



V.5 Riesgo de mercado

En la segunda parte del año se redujo la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado

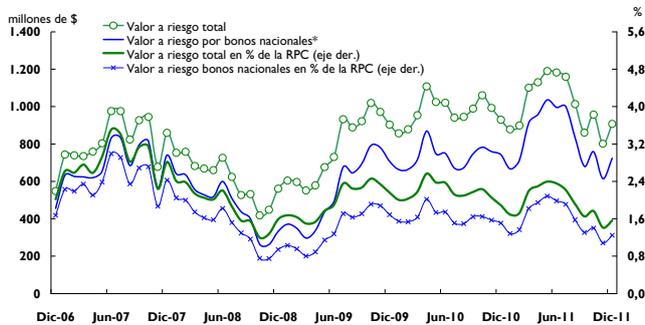
La exigencia normativa de capital por riesgo de mercado para el conjunto de bancos se redujo levemente en el segundo semestre de 2011 (ver Gráfico V.26), hasta representar el 1,6% de la integración total de capital. La caída estuvo principalmente explicada por la disminución del valor a riesgo derivado de los bonos nacionales⁷⁶, componente que representó 80% de la exigencia total de mercado. De esta manera, el riesgo de mercado mantuvo una baja ponderación en el balance de riesgos del conjunto de bancos.

⁷⁶ Posiciones consolidadas: (i) de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria del BCRA incluidos en el listado de volatilidades publicadas por esta Institución y registrado a valor razonable de mercado, y (ii) de cuotapartes de FCI cuyo objeto sean los títulos e instrumentos mencionados en el punto anterior.

Gráfico V.26

Valor a Riesgo de Mercado

Exigencia de capitales mínimos total y exigencia de capitales mínimos por bonos nacionales*



*Posiciones incluidas: (i) de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria del BCRA incluidos en el listado de volatilidades publicadas por esta Institución y registrado a valor razonable de mercado, y (ii) de cuotapartes de FCI cuyo objeto sean los títulos e instrumentos mencionados en el punto anterior.
Fuente: BCRA

En la segunda parte de 2011 la caída de la exposición de las entidades financieras a este riesgo se debió principalmente a la reducción de la cartera de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria a valor razonable de mercado. Adicionalmente, en el período tales instrumentos bajo este criterio de valuación perdieron participación en el *stock* total de títulos públicos, LEBAC y NOBAC (ver Gráfico V.27).

Por su parte, las cotizaciones y las volatilidades de los principales títulos públicos y de las letras y notas del BCRA en cartera de los bancos presentaron un desempeño mixto en la segunda parte de 2011, con un efecto heterogéneo sobre la exposición frente al riesgo de mercado.

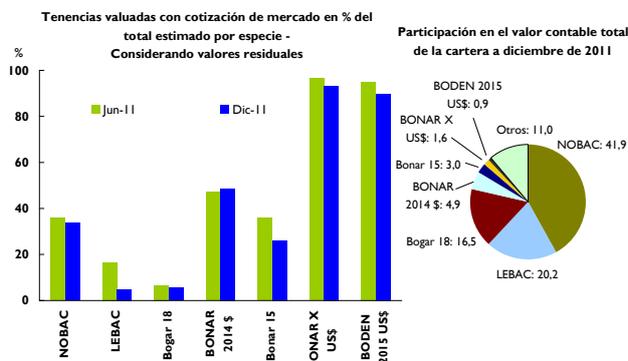
V.6 Balance de riesgos

Durante el segundo semestre de 2011 la configuración de riesgos del sistema financiero presentó sólo cambios leves con respecto a la percepción vigente en la primera parte del año pasado. Frente a ciertos desacoples transitorios de algunas variables financieras evidenciados hacia fines de 2011, el sistema bancario continuó desarrollando su actividad de intermediación sin cambios significativos. A lo largo del período, prevaleció una combinación satisfactoria entre las exposiciones y las coberturas a los riesgos.

De cara a 2012, la administración de riesgos bancarios continuará condicionada al desenvolvimiento de la coyuntura internacional, imponiendo desafíos. En este marco, y considerando un escenario con crecimiento económico local más moderado, se estima que el riesgo de crédito del sector privado que enfrenta el sistema financiero podría incrementarse levemente, si bien se mantendría en niveles bajos. Frente a este factor, el sistema financiero conservaría elevados niveles tanto de cobertura con provisiones como de posición de capital. Se espera que los bancos conserven su fortaleza y que la intermediación financiera continúe expandiéndose.

Gráfico V.27

Títulos Valores* en Cartera del Sistema Financiero**



* Posición de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria (Lebac y Nobac). ** Se considera tenencias contabilizadas a "valor razonable de mercado". Fuente: BCRA

Apartado 4 / Lineamientos en Materia de Gobierno Societario y para la Gestión de Riesgos

Con el objetivo de continuar avanzando con los compromisos internacionales asumidos, a mediados de 2011 se divulgaron las normas sobre “Lineamientos para el gobierno societario en entidades financieras”⁷⁷ y “Lineamientos para la gestión de riesgos en las entidades financieras”⁷⁸

En términos de gobierno societario, la nueva normativa⁷⁹ busca asistir a las entidades financieras a fin de que logren mejoras en sus sistemas de gobierno interno, contribuyendo a preservar su solvencia y, en definitiva, las acreencias de los depositantes. De esta forma, se permite al supervisor adquirir un mayor conocimiento sobre los procesos internos de las entidades financieras, mejorando así su monitoreo sobre las mismas y, en última instancia, propiciando el fortalecimiento de la estabilidad del sistema financiero. Cuando las entidades atraviesan dificultades la importancia de contar con un adecuado gobierno societario se acrecienta, y el rol del Directorio se torna fundamental.

El BCRA dispuso que, a partir de enero de 2012, las entidades financieras deben tener efectivamente implementado un código de gobierno societario que —tomando en consideración los lineamientos aprobados en la reciente normativa— considere íntegramente todos los riesgos que enfrenta la entidad. El mencionado código se refiere a la manera en que las autoridades de la entidad deben dirigir sus actividades y negocios, influyendo de esta manera tanto en la forma de establecer las políticas, el cumplimiento de los niveles de seguridad, los riesgos a asumir, la protección de los derechos de los depositantes y las responsabilidades frente a los accionistas. El código que se establezca debe ser proporcional a la dimensión, complejidad e importancia económica y

perfil de riesgo de la entidad financiera y del grupo económico que integre.

Estos lineamientos brindan criterios y conceptos a ser tenidos en cuenta por las entidades en términos de las responsabilidades del Directorio, la Alta Gerencia y las auditorías —interna y externa—, conteniendo estándares aplicables en materia de: independencia, comités, fijación de objetivos estratégicos, valores organizacionales, líneas de responsabilidades, control interno, política de incentivos económicos al personal, gestión de riesgos, transparencia —apropiada divulgación de información— y de “conozca su estructura organizacional”. El Directorio de cada entidad debe aprobar y supervisar la implementación del citado código, considerándose una sana práctica que el mismo cuente con una composición tal que permita ejercer un juicio independiente para la toma de decisiones. Por su parte, la Alta Gerencia debe asegurar que exista consistencia entre las políticas aprobadas por el Directorio, las actividades de la entidad y los riesgos asumidos, entre otros aspectos.

Asimismo, se recomienda la constitución de comités especializados (gestión de riesgos, compensaciones al personal, etc.) y que la mayoría de los miembros que los integren revistan el carácter de independiente⁸⁰. En relación con la política de incentivos económicos al personal, las buenas prácticas previstas tienen como objetivo reducir los estímulos hacia una toma excesiva de riesgos.

Por otro lado, el diseño de una norma que contenga los lineamientos para la gestión de riesgos de las entidades había sido uno de los cursos de acción identificados por este Banco Central en su autoevaluación de los “Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz” (realizada en 2010). La emisión e implementación de los citados lineamientos⁸¹ contribuyó a mejorar el cumplimiento de los principios sobre la gestión de los riesgos de mercado y de tasa de interés en la cartera de inversiones, reforzando y ordenando los requisitos para la

⁷⁷ Comunicación “A” 5201.

⁷⁸ Comunicación “A” 5203.

⁷⁹ En su elaboración se tuvieron en cuenta los principios publicados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD), los principios publicados por el BCBS en “*Enhancing corporate governance for banking organizations*” (2006), el “*Combined Code on Corporate Governance*” del *Financial Reporting Council* británico, los “Estándares mínimos de gestión para instituciones financieras” (2007) del Banco Central del Uruguay, los documentos “*Principles for Sound Compensation Practices*” y “*Principles for Sound Compensation Practices - Implementation Standards*” publicados por el *Financial Stability Forum* (FSF) y el *Financial Stability Board* (FSB) (2009), “*Compensation Principles and Standards Assessment Methodology*” del BCBS (2010) y los criterios establecidos por la CNV.

⁸⁰ Según las características de independencia establecidas en la norma.

⁸¹ Para su elaboración se tuvieron en cuenta los estándares del BCBS, así como los documentos publicados por el mismo: “Principios básicos para una supervisión bancaria eficaz”, “*Principles for the Management of Credit Risk*” (2000), “*Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*” (2008), “*Principles for Management and Supervision of Interest Rate Risk*” (2004), “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version*” (2006) y “*Principles for Sound Stress Testing Practices and Supervision*” (2009).

gestión del riesgo de crédito y de liquidez. De esta manera, se alineó la regulación local con los estándares vigentes en otros países de la región, tales como Brasil, Chile, Uruguay, Colombia y Perú.

Mediante esta normativa se dispuso que, a partir de enero de 2012, las entidades financieras deberán contar con un proceso integral para la gestión de riesgos. Este debe ser proporcional a su dimensión, importancia económica, como así también a la naturaleza y complejidad de sus operaciones. Asimismo, se estableció que las entidades deben tener un proceso interno que les permita evaluar la adecuación de su capital en relación con su perfil de riesgos, contando con una unidad responsable de la evaluación, seguimiento, control y mitigación de cada uno de ellos, separada de aquella área que los origina.

Dentro del proceso integral de gestión de riesgos se prevén secciones con lineamientos específicos para la gestión de cada uno de ellos: de crédito, de liquidez, de mercado y de tasa de interés, incorporándose la normativa para la gestión del riesgo operacional oportunamente establecida (Com. "A" 4793). Para cada riesgo se especifican lineamientos sobre los procesos involucrados, se estipulan buenas prácticas y las responsabilidades que le competen al Directorio y a la Alta Gerencia, entre otros aspectos. Además, se establece que las entidades deben dar a conocer al público información general que contribuya a realizar una evaluación sobre la solidez del marco de gestión de los distintos riesgos.

Finalmente, se hace referencia específica a la realización de pruebas de estrés de carácter prospectivo, definiéndolas como la evaluación de la posición financiera de una entidad en un escenario severamente adverso, aunque posible. Estas pruebas tienen un rol particularmente importante para brindar una evaluación del riesgo enfrentado por las entidades, superar limitaciones de los modelos y datos históricos, apoyar la comunicación externa e interna, establecer procedimientos de planeamiento de capital y liquidez, colaborar en la fijación de los niveles de tolerancia al riesgo y, facilitar el desarrollo de planes de contingencia y mitigación de los riesgos en un rango de posibles situaciones adversas.

Es de destacar que previo a la emisión de las disposiciones detalladas precedentemente, la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) observaba una importante heterogeneidad en el desarrollo de tales disciplinas entre entidades. La misma estaba originada no sólo por diferencias en el tamaño y complejidad de las operaciones entre bancos, sino también por la existencia de culturas organizacionales y estilos de gobierno

particulares de cada entidad. Desde la emisión de estas regulaciones las entidades financieras en general han estado efectuando relevamientos sobre la brecha existente entre sus herramientas de gestión de riesgos y las mejores prácticas expuestas en la nueva normativa, a fin de realizar las adecuaciones correspondientes.

En el marco del nuevo cronograma de visitas de inspección a las entidades por parte de la SEFyC a realizarse a partir del segundo trimestre de 2012, se trabajará enfatizando la verificación de los citados aspectos, a fin de constatar no sólo la formalización de tales prácticas a través de políticas y límites aprobados por las máximas autoridades de cada entidad financiera, sino también su aplicación en la gestión periódica de las mismas. Ello teniendo en cuenta que la efectiva implementación de estas buenas prácticas coadyuvará al fortalecimiento de las entidades tanto desde una óptica individual como desde el sistema financiero en su conjunto.

VI. Sistema de Pagos

Síntesis

Durante el 2011 se registró una mayor profundidad en el uso de los mecanismos de pago distintos al dinero en efectivo, como las tarjetas, las transferencias y los débitos directos. Esta evolución se dio en un contexto de mayores condiciones de seguridad para la utilización de estos instrumentos de pago.

En 2011 siguió expandiéndose tanto el volumen como la cantidad de cheques compensados. Por su parte, se verificó un sostenido crecimiento de la cantidad de tarjetas de débito y crédito, presentando las primeras un mayor dinamismo como resultado del incremento de las cuentas sueldo vis à vis la expansión del empleo formal de la economía. De la misma forma que en años anteriores, se evidenció un incremento en la utilización de los débitos directos para el pago habitual de servicios.

Se extendió el uso de las transferencias inmediatas de fondos para la concertación de transacciones. Desde la implementación de esta nueva modalidad a fines de abril de 2011 y hasta febrero de 2012 se transfirieron fondos por un monto acumulado superior a \$51.200 millones, mediante 11,4 millones de operaciones. En el segundo semestre del año más de 95% de la cantidad de estas transferencias pertenecieron al segmento de hasta \$10.000. Las transferencias minoristas e inmediatas, de forma agregada, llegaron a representar

15,9% del PIB en el cierre de 2011, por encima del nivel de 2010.

En los últimos dos años el BCRA ha diseñado e implementado instrumentos que buscan promover una mayor bancarización de la población, entre los que se encuentran la Cuenta Gratuita Universal (CGU), que hacia mediados de marzo de 2012 ascendió a 101.200 unidades (con un crecimiento de 35% en la segunda mitad de 2011). Por su parte, desde el relanzamiento del cheque cancelatorio hasta febrero de 2012 se acumularon operaciones en moneda extranjera por US\$229 millones y en moneda nacional por \$157 millones.

El BCRA siguió avanzando en su objetivo de dotar de mayor agilidad y eficiencia al Sistema Nacional de Pagos, propiciando un ámbito de menores riesgos en las transacciones. Recientemente se elevó a \$10.000 el monto de los documentos truncados sin envío de imagen en el marco de la Compensación Federal Uniforme (CFU), a fin de acelerar los tiempos de envío y distribución de imágenes de cheques. En diciembre de 2011 se homologaron los modelos de un conjunto de certificados de depósitos a plazo, con lo que las entidades financieras deberán entregar a sus clientes los mismos contemplando las características estandarizadas en la normativa del BCRA.

Gráfico VI.1

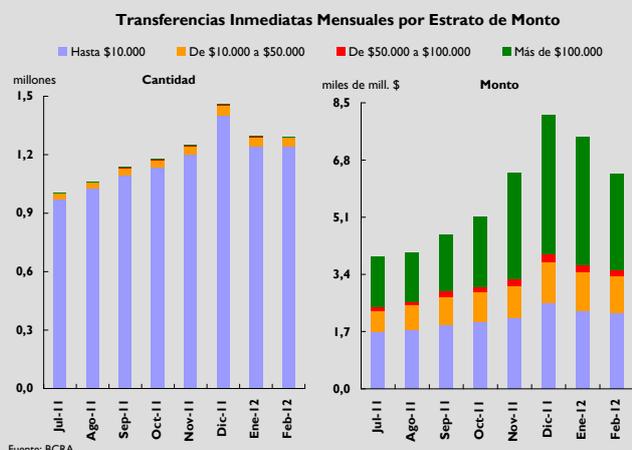
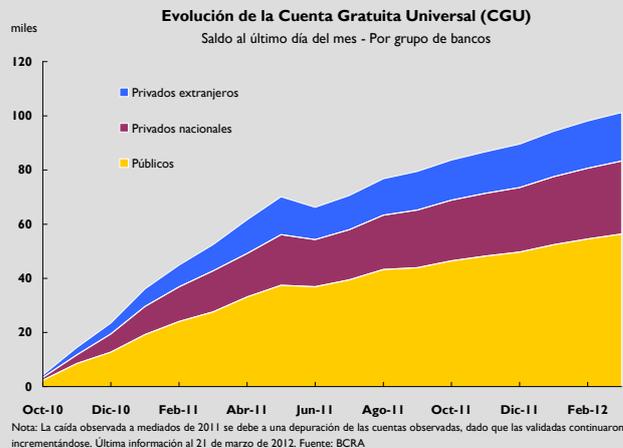
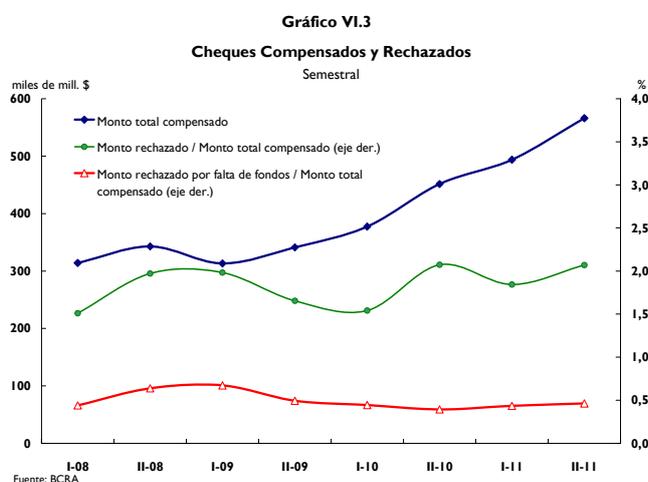


Gráfico VI.2



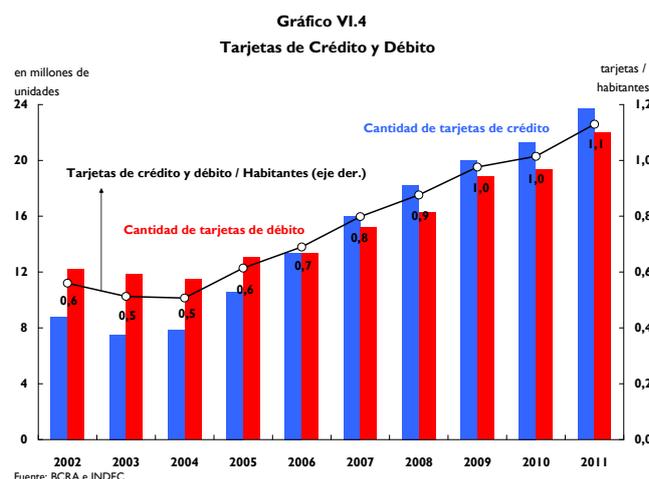
VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

Aumenta la compensación de cheques, en un contexto de acotados niveles de rechazo

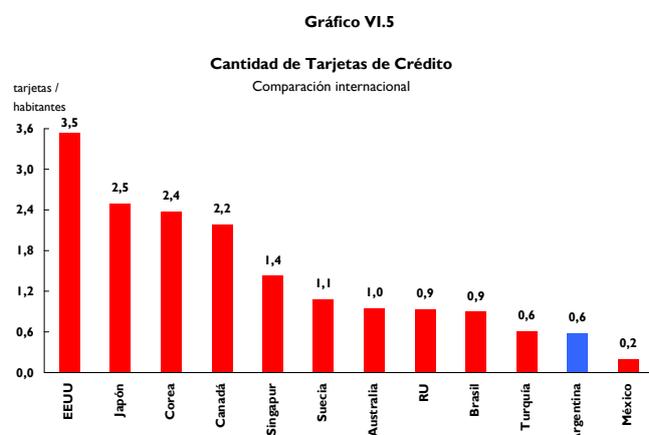


En el segundo semestre de 2011 el sistema financiero siguió incrementando la provisión de servicios de medios de pagos para la economía local. Así, el volumen de cheques compensados aumentó gradualmente en la segunda mitad del año tanto respecto al semestre inmediato anterior como en términos interanuales, totalizando 50 millones de documentos transados (por un monto de casi \$570 mil millones). Por su parte, el rechazo de cheques por falta de fondos observó un leve aumento en los últimos meses del año (ver Gráfico VI.3), si bien manteniéndose en valores acotados.

El mercado de tarjetas de crédito y débito continuó creciendo sostenidamente en el cierre de 2011



Los medios de pago alternativos al dinero en efectivo continuaron expandiéndose. El mercado de tarjetas (débito y crédito) se incrementó 12,3% en 2011, lo que representó un aumento de más del doble de lo verificado un año atrás. De esta manera, en el cierre del año existía un total de 1,1 tarjetas -de débito y crédito- por habitante (ver Gráfico VI.4). En particular, las tarjetas de débito experimentaron un crecimiento de 13,5% en 2011 (dinamismo 5 veces superior que el año anterior), con una destacada evolución de los bancos públicos. El crecimiento de las cuentas sueldo, originado en la expansión del empleo formal de la economía, impulsó en parte esta tendencia. Por su parte, la cantidad de tarjetas de crédito aumentó 11,1% en 2011, siendo superior al crecimiento del año anterior, dinamizada principalmente por los bancos privados. La disponibilidad de tarjetas de crédito en términos de la población aún seguía presentando un espacio de mejora si se lo comparaba con otras economías emergentes y desarrolladas (ver Gráfico VI.5).

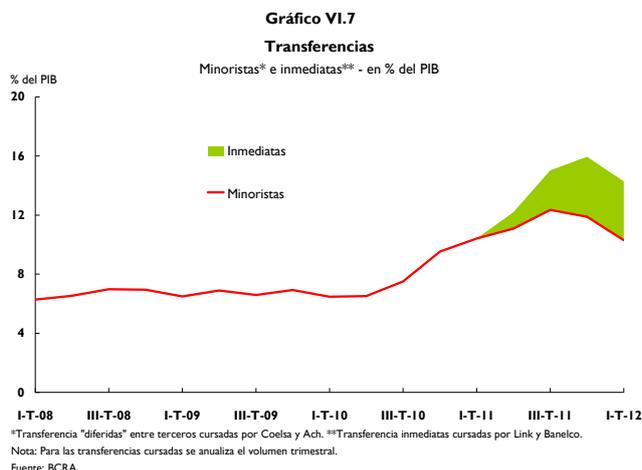
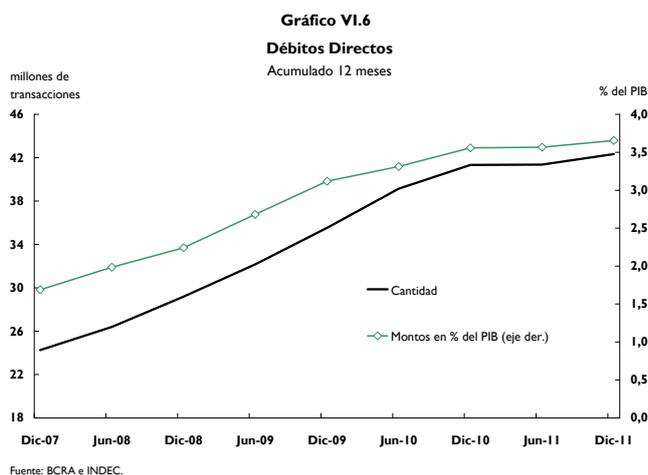


La utilización de los débitos directos para realizar pagos de servicios (luz, agua, cuotas asistenciales, tarjetas de crédito, entre otros) fue ganando participación en el conjunto de la población: durante 2011 se incrementó tanto el monto como la cantidad de operaciones mediante este canal (ver Gráfico VI.6).

Siguió profundizándose la utilización de las transferencias inmediatas de fondos

A partir de la implementación de la modalidad de transferencias inmediatas⁸² en de abril de 2011 y hasta febre-

⁸² Se compensan mediante las redes de cajeros automáticos y se acreditan en línea.



ro de 2012 (ver Gráfico VI.1), se transfirieron fondos por un monto acumulado superior a \$51.200 millones (\$32.200 millones en el segundo semestre de 2011), mediante 11,4 millones de operaciones (7,1 millones en el segundo semestre de 2011). Durante el segundo semestre del año pasado más de 95% de la cantidad de estas transferencias pertenecieron al segmento de hasta \$10.000 si bien en términos de montos predominó el tramo que supera los \$100.000 (45% del total). A principios de 2012 se redujo gradualmente el número de transferencias inmediatas, en parte por factores de índole estacional.

La cantidad de transferencias minoristas canalizadas a través de las cámaras compensadoras —con plazo de acreditación de 24 horas— se redujeron 9% en la segunda parte del año respecto al primer semestre, en parte porque pasaron a ser sustituidas por la modalidad de transferencias inmediatas. De forma conjunta, las transferencias minoristas e inmediatas llegaron a representar 15,9% del PIB en el cierre de 2011 (ver Gráfico VI.7), 3,7 p.p. y 6,4 p.p. más que a mediados de año y a fines de 2010.

En los últimos dos años el BCRA ha desarrollado instrumentos que buscan promover una mayor bancarización de la población. Entre los mismos se encontró la implementación de la Cuenta Gratuita Universal (CGU)⁸³, que hacia mediados de marzo de 2012 ascendía a 101.200⁸⁴ unidades (ver Gráfico VI.2). Este producto presentó una destacada participación de los entidades financieras públicas. Con el propósito de otorgar mayor seguridad a las operaciones de montos elevados (por ejemplo compra de inmuebles, automotores, entre otras) y desalentar la utilización y el traslado de dinero en efectivo, el BCRA reintrodujo el cheque cancelatorio. Desde el relanzamiento del instrumento hasta febrero de 2012 se acumularon operaciones en moneda extranjera por US\$229 millones y en moneda nacional por \$157 millones (ver Gráfico VI.8).

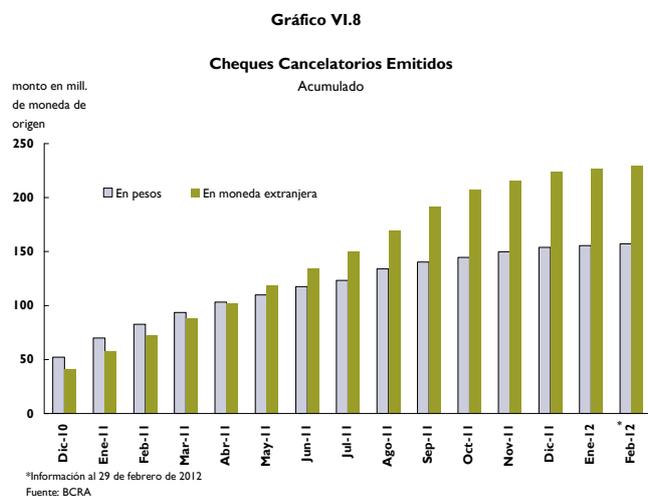
Por su parte, el monto total de operaciones cursadas mediante el MEP -sistema de pagos de alto valor- verificó un incremento de 19% respecto al primer semestre del año (7% en términos de la cantidad de operaciones), si bien perdió levemente profundidad en términos del PIB (ver Gráfico VI.9).

⁸³ Pueden disponer de este medio aquellos individuos que no posean otra cuenta, siendo sin costo y cuyo único requisito de habilitación es la presentación del DNI.

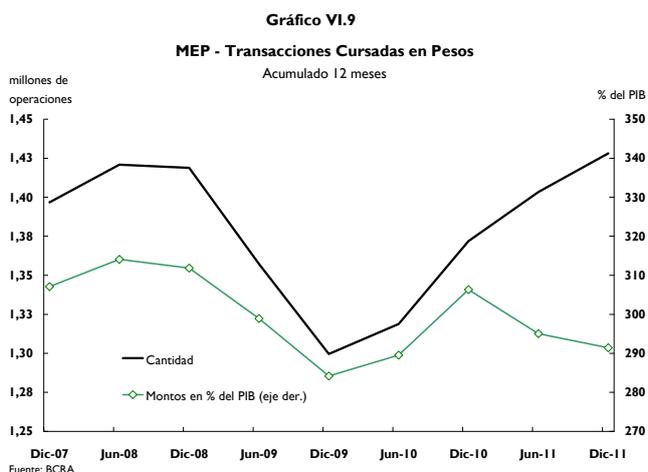
⁸⁴ De las cuales, aproximadamente 12.700 cuentas se encontraban en proceso de validación, hasta que se complete la verificación de requisitos para los solicitantes.

VI.2 Modernización del Sistema de Pagos

El BCRA tomó medidas tendientes a dotar de mayor agilidad y eficiencia al SNP, propiciando un ámbito de menores riesgos para la realización de los pagos



Desde el año 2006 el proceso de truncamiento de cheques es total y en todo el territorio del país. Es decir que no se efectúa traslado de los documentos físicos, los cuales quedan en poder de las entidades depositarias quienes remiten la información electrónica pertinente y, de corresponder, la imagen respectiva. En este marco, a partir de septiembre de 2011 se elevó a \$10.000 (desde \$5.000) el monto de los documentos truncados sin envío de imagen⁸⁵ en el marco de la Compensación Federal Uniforme (CFU), a los fines de lograr acelerar los tiempos de envío y distribución de imágenes de cheques.



En diciembre de 2011 se homologaron los modelos de un conjunto de certificados de depósitos a plazo. Por otro lado, desde fines de 2011, las entidades financieras deberán entregar a sus clientes los certificados de depósitos a plazo contemplando las características estipuladas en la normativa del BCRA. La estandarización de estos documentos permite brindar a las entidades mayores herramientas para la verificación y el control, ayudando en parte a mitigar el riesgo operacional (por ejemplo, originado en eventuales fraudes).

En el mismo sentido, y con el propósito de minimizar posibles fraudes informáticos asociados a las transferencias inmediatas, durante la segunda parte de 2011 el BCRA estableció nuevas recomendaciones⁸⁶ a las entidades financieras para la realización de estas operaciones. En el marco de la política “conozca a su cliente”, antes de realizar la transferencia de fondos se recomienda a las entidades financieras que tomen en cuenta recaudos especiales⁸⁷.

⁸⁵ Comunicación “A” 5224.

⁸⁶ Comunicación “A” 5230.

⁸⁷ Algunos de ellos se refieren a considerar con mayor detalle aquellas cuentas que presenten las siguientes características: cuentas de destino que no hayan sido previamente asociadas por el originante de la transferencia a través de cajeros automáticos, en sede de la entidad financiera o por cualquier otro mecanismo que las entidades financieras consideren pertinente; cuentas de destino que no registren una antigüedad mayor a 180 días desde su apertura; cuentas que no hayan registrado depósitos o extracciones en los 180 días anteriores a la fecha en que sea ordenada la transferencia inmediata.

Anexo Estadístico – Sistema Financiero

Cuadro 1 | Indicadores de solidez

En %	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Jun 2011	2011
1.- Liquidez	22,8	29,1	29,6	20,1	22,5	23,0	27,9	28,6	28,0	24,5	24,7
2.- Crédito al sector público	48,9	47,0	40,9	31,5	22,5	16,3	12,7	14,4	12,2	10,9	10,6
3.- Crédito al sector privado	20,8	18,1	19,6	25,8	31,0	38,2	39,4	38,3	39,8	42,8	47,4
4.- Irregularidad de cartera privada	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1	1,7	1,4
5.- Exposición patrimonial al sector privado	16,6	11,5	1,1	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-3,7	-4,3
6.- ROA	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,8	2,5	2,7
7.- ROE	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	23,3	25,3
8.- Eficiencia	189	69	125	151	167	160	167	185	179	171	179
9.- Integración de capital	-	14,5	14,0	15,3	16,9	16,9	16,9	18,8	17,7	16,6	15,5
10.- Integración de capital Nivel I	-	-	13,5	14,1	14,1	14,6	14,2	14,5	13,1	12,2	10,9
11.- Posición de capital	-	115,9	185,1	173,5	134,0	92,8	89,8	99,8	86,3	73,1	62,2

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	Dic 10	Jun 11	Dic 11	Variaciones (en %)	
												Semes-tral	Anual
Activo	187.532	186.873	212.562	221.962	258.384	297.963	346.762	387.381	510.304	569.837	628.994	10,4	23,3
Disponibilidades ¹	17.138	27.575	29.154	20.819	37.991	46.320	58.676	71.067	93.085	95.782	104.389	9,0	12,1
Títulos públicos	31.418	45.062	55.382	66.733	64.592	62.678	65.255	86.318	117.951	128.130	112.906	-11,9	-4,3
Lebac/NOBac	-	-	17.755	28.340	29.289	36.022	37.093	43.867	76.948	89.633	71.050	-20,7	-7,7
Tenencia por cartera propia	-	-	11.803	21.067	25.767	31.598	25.652	34.748	61.855	78.316	59.664	-23,8	-3,5
Por operaciones de pase activo ²	-	-	5.953	7.273	3.521	4.424	11.442	9.119	15.093	11.317	11.386	0,6	-24,6
Títulos privados	332	198	387	389	813	382	203	307	209	238	212	-11,1	1,2
Préstamos	84.792	68.042	73.617	84.171	103.668	132.157	154.719	169.868	230.127	274.698	332.317	21,0	44,4
Sector público	44.337	33.228	30.866	25.836	20.874	16.772	17.083	20.570	25.907	29.342	31.346	6,8	21,0
Sector privado	38.470	33.398	41.054	55.885	77.832	110.355	132.844	145.247	199.202	238.910	291.708	22,1	46,4
Sector financiero	1.985	1.417	1.697	2.450	4.962	5.030	4.793	4.052	5.018	6.446	9.263	43,7	84,6
Previsiones por préstamos	-11.952	-9.374	-7.500	-4.930	-3.728	-4.089	-4.744	-5.824	-6.232	-6.425	-7.173	11,6	15,1
Otros créditos por intermediación financiera	39.089	27.030	32.554	26.721	26.039	29.712	38.152	33.498	39.009	38.674	40.806	5,5	4,6
ON y OS	1.708	1.569	1.018	873	773	606	912	1.146	1.433	1.819	1.658	-8,9	15,7
Fideicomisos sin cotización	6.698	4.133	3.145	3.883	4.881	5.023	5.714	5.942	6.824	7.088	7.967	12,4	16,7
Compensación a recibir	17.111	14.937	15.467	5.841	763	377	357	16	0	0	0	-17,6	-33,3
Otros	13.572	6.392	12.924	16.124	19.622	23.706	31.169	26.395	30.752	29.767	31.182	4,8	1,4
Bienes en locación financiera (leasing)	567	397	611	1.384	2.262	3.469	3.935	2.933	3.936	4.893	6.222	27,2	58,1
Participación en otras sociedades	4.653	4.591	3.871	4.532	6.392	6.430	7.236	6.711	7.921	8.059	9.134	13,3	15,3
Bienes de uso y diversos	8.636	8.164	7.782	7.546	7.619	7.643	7.903	8.239	9.071	9.478	10.110	6,7	11,5
Filiales en el exterior	3.522	3.144	3.524	3.647	2.782	2.912	3.153	3.926	3.283	3.481	3.541	1,7	7,9
Otros activos	9.338	12.043	13.180	10.950	9.953	10.347	12.275	10.337	11.943	12.828	16.530	28,9	38,4
Pasivo	161.446	164.923	188.683	195.044	225.369	261.143	305.382	339.047	452.752	508.780	558.877	9,8	23,4
Depósitos	75.001	94.635	116.655	136.492	170.898	205.550	236.217	271.853	376.344	429.225	462.537	7,8	22,9
Sector público ³	8.381	16.040	31.649	34.019	45.410	48.340	67.151	69.143	115.954	127.036	129.905	2,3	12,0
Sector privado ³	59.698	74.951	83.000	100.809	123.431	155.048	166.378	199.278	257.595	298.976	328.463	9,9	27,5
Cuenta corriente	11.462	15.071	18.219	23.487	26.900	35.245	39.619	45.752	61.306	71.031	76.804	8,1	25,3
Caja de ahorros	10.523	16.809	23.866	29.078	36.442	47.109	50.966	62.807	82.575	97.444	103.636	6,4	25,5
Plazo fijo	19.080	33.285	34.944	42.822	54.338	65.952	69.484	83.967	104.492	119.003	135.082	13,5	29,3
CEDRO	12.328	3.217	1.046	17	13	0	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	60.029	64.136	76.038	18,6	26,7
Obligaciones interfinancieras	1.649	1.317	1.461	2.164	4.578	4.310	3.895	3.251	4.201	5.414	7.947	46,8	89,2
Obligaciones con el BCRA	27.837	27.491	27.726	17.005	7.686	2.362	1.885	270	262	781	1.920	145,7	631,6
Obligaciones negociables	9.096	6.675	7.922	6.548	6.603	6.938	5.984	5.033	3.432	5.897	6.856	16,3	99,7
Líneas de préstamos del exterior	25.199	15.196	8.884	4.684	4.240	3.864	4.541	3.369	3.897	4.966	6.467	30,2	66,0
Otros	11.955	11.012	18.934	21.671	22.930	28.752	41.357	40.191	48.236	47.077	52.849	12,3	9,6
Obligaciones subordinadas	3.712	2.028	1.415	1.381	1.642	1.672	1.763	1.922	2.165	1.851	2.065	11,6	-4,6
Otros pasivos	6.997	6.569	5.685	5.099	6.792	7.695	9.740	13.159	14.213	13.569	18.236	34,4	28,3
Patrimonio neto	26.086	21.950	23.879	26.918	33.014	36.819	41.380	48.335	57.552	61.057	70.117	14,8	21,8
Memo													
Activo neteado	185.356	184.371	202.447	208.275	244.791	280.336	321.075	364.726	482.532	543.244	601.992	10,8	24,8
Activo neteado consolidado	181.253	181.077	198.462	203.286	235.845	271.652	312.002	357.118	472.934	532.167	587.418	10,4	24,2

(1) Incluye cuentas de garantías. (2) Valuación contable de balance (incluye todas las contrapartes). (3) No incluye intereses ni CER devengados.

Fuente: BCRA

Nota metodológica (cuadro 1)

1.- (Integración de liquidez en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera + Saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA utilizando LEBAC y NOBAC) / 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.- (Financiaciones al sector privado irregular - Previsiones de las financiaciones al sector privado) / Patrimonio neto. La cartera irregular incluye las financiaciones clasificadas en situación 3, 4, 5 y 6; 6.- Resultado acumulado anual / Activo neteado promedio mensual - % anualizado; 7.- Resultado acumulado anual / Patrimonio neto promedio mensual - % anualizado; 8.- (Margen financiero (Resultado por intereses + Ajustes CER y CVS + Resultado por títulos valores + Diferencias de cotización + Otros resultados financieros) + Resultados por servicios) / Gastos de administración acumulado anual; 9.- Integración de capital (Responsabilidad Patrimonial Computable) / Activos ponderados por riesgo según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos; 10.- Integración de capital Nivel I (Patrimonio neto básico - Cuentas deducibles) / Activos ponderados por riesgo según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos; 11.- Posición de capital total (Integración menos exigencia, incluyendo franquicias) / Exigencia de capital.

Anexo Estadístico – Sistema Financiero (cont.)

Cuadro 3 | Rentabilidad

Montos en millones de pesos	Anual										Semestre			Variaciones (%)	
	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	II-10	I-11	II-11	II-11 / I-11	II-11 / II-10
Margen financiero	13.991	1.965	6.075	9.475	13.262	15.134	20.462	28.937	35.490	43.665	20.764	19.202	24.463	27	18
Resultado por intereses	-3.624	-943	1.753	3.069	4.150	5.744	9.573	14.488	17.963	24.904	9.660	10.720	14.183	32	47
Ajustes CER y CVS	8.298	2.315	1.944	3.051	3.012	2.624	2.822	1.196	2.434	1.727	1.391	881	846	-4	-39
Diferencias de cotización	5.977	-890	866	751	944	1.357	2.307	2.588	2.100	3.025	1.057	1.430	1.595	11	51
Resultado por títulos valores	3.639	1.962	1.887	2.371	4.923	5.144	4.398	11.004	13.449	14.220	8.931	6.454	7.766	20	-13
Otros resultados financieros	-299	-480	-375	233	235	264	1.362	-339	-457	-211	-275	-284	73	-126	-127
Resultado por servicios	4.011	3.415	3.904	4.781	6.243	8.248	10.870	13.052	16.089	21.407	8.630	9.853	11.554	17	34
Cargos por incobrabilidad	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.198	-1.894	-2.839	-3.814	-3.267	-3.734	-1.731	-1.623	-2.111	30	22
Gastos de administración	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.655	-14.634	-18.767	-22.710	-28.756	-36.353	-15.340	-16.991	-19.361	14	26
Cargas impositivas	-691	-473	-584	-737	-1.090	-1.537	-2.318	-3.272	-4.120	-5.967	-2.296	-2.649	-3.319	25	45
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	-701	-320	-410	-752	-837	-1.757	-262	-214	-336	-63	-191	-144	-25	128
Amortización de amparos	0	-1.124	-1.686	-1.867	-2.573	-1.922	-994	-703	-635	-290	-293	-135	-154	14	-47
Diversos	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.664	2.380	1.441	918	2.079	2.931	1.038	1.466	1.465	0	41
Resultado monetario	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ³	-18.653	-4.960	-623	2.360	4.901	4.938	6.100	12.145	16.665	21.323	10.708	8.930	12.393	39	16
Impuesto a las ganancias	-509	-305	-275	-581	-595	-1.032	-1.342	-4.226	-4.904	-6.604	-3.372	-2.509	-4.095	63	21
Resultado total³	-19.162	-5.265	-898	1.780	4.306	3.905	4.757	7.920	11.761	14.720	7.336	6.421	8.298	29	13
Resultado ajustado ⁴	-	-3.440	1.337	4.057	7.631	6.665	7.508	8.885	12.610	15.345	7.692	6.748	8.597	27	12
Indicadores anualizados - En % del activo neteado															
Margen financiero	6,5	1,1	3,1	4,6	5,8	5,7	6,7	8,6	8,5	8,0	9,3	7,5	8,5	1,1	-0,7
Resultado por intereses	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,2	3,1	4,3	4,3	4,6	4,3	4,2	5,0	0,8	0,6
Ajustes CER y CVS	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0	0,9	0,4	0,6	0,3	0,6	0,3	0,3	0,0	-0,3
Diferencias de cotización	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,0	0,1
Resultado por títulos valores	1,7	1,1	1,0	1,2	2,2	1,9	1,4	3,3	3,2	2,6	4,0	2,5	2,7	0,2	-1,3
Otros resultados financieros	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,1
Resultado por servicios	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	3,1	3,6	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	4,0	0,2	0,2
Cargos por incobrabilidad	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-0,8	-0,7	-0,8	-0,6	-0,7	-0,1	0,0
Gastos de administración	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-6,1	-6,7	-6,9	-6,7	-6,9	-6,6	-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	-1,1	-1,0	-1,0	-1,2	-0,1	-0,1
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Amortización de amparos	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
Diversos	-1,8	0,9	0,8	0,8	1,2	0,9	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	-0,1	0,0
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	0,0
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ³	-8,7	-2,7	-0,3	1,1	2,2	1,9	2,0	3,6	4,0	3,9	4,8	3,5	4,3	0,9	-0,5
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,5	-1,0	-1,4	-0,5	0,1
Resultado total³	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,8	2,7	3,3	2,5	2,9	0,4	-0,4
Resultado ajustado ⁴	-8,9	-1,9	0,7	2,0	3,4	2,5	2,5	2,6	3,0	2,8	3,4	2,6	3,0	0,4	-0,4
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias / Patrimonio neto	-57,6	-21,4	-2,9	9,3	16,2	13,9	17,2	29,5	34,5	36,6	42,7	32,3	40,4	8,1	-2,3
Resultado total / Patrimonio neto ³	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	25,3	29,2	23,3	27,1	3,8	-2,2

(1) Datos en moneda de diciembre de 2002.

(2) Com. "A" 3911. Los ajustes a la valuación de títulos públicos en función de la Com. "A" 4084 están incluidos en el rubro "resultado por títulos valores".

(3) A partir de enero de 2008 se dispone de datos para el cálculo del resultado consolidado del sistema financiero. En este indicador se eliminan los resultados y las partidas del activo vinculadas a participaciones permanentes en entidades financieras locales.

(4) Al resultado total se le excluyen la amortización de amparos y los efectos de la Com. "A" 3911 y 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	Jun 11	Dic 11
Cartera irregular total	18,1	17,7	10,7	5,2	3,4	2,7	2,7	3,0	1,8	1,5	1,2
Previsiones / Cartera irregular	72,3	76,8	97,8	115,3	108,2	115,2	117,0	115,3	147,7	160,3	176,1
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	5,0	4,1	0,2	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	18,2	13,3	0,8	-2,6	-0,9	-1,6	-1,8	-1,7	-3,6	-4,1	-4,6
Al sector privado no financiero	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1	1,7	1,4
Previsiones / Cartera irregular	73,8	79,0	96,9	114,8	107,6	114,4	116,4	111,8	142,8	155,0	171,2
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	10,1	7,0	0,6	-1,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,9	-0,9	-1,0
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	16,6	11,5	1,1	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-3,7	-4,3

Fuente: BCRA

Anexo Estadístico – Bancos Privados

Cuadro 5 | Indicadores de solidez

En %	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Jun 2011	2011
1.- Liquidez	24,8	27,6	29,2	21,5	23,7	25,7	34,1	29,8	26,0	25,4	26,7
2.- Crédito al sector público	50,0	47,7	41,6	28,5	16,3	9,5	6,3	6,1	4,4	3,5	3,4
3.- Crédito al sector privado	22,4	19,9	22,5	31,1	37,9	46,6	44,0	43,3	50,3	52,5	54,5
4.- Irregularidad de cartera privada	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5	2,8	3,3	2,0	1,6	1,4
5.- Exposición patrimonial al sector privado	19,0	12,9	3,6	-0,4	-1,4	-2,0	-1,8	-1,6	-3,4	-3,9	-4,4
6.- ROA	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6	1,9	3,0	3,2	2,6	3,0
7.- ROE	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	15,2	22,9	24,5	22,1	25,6
8.- Eficiencia	168	93	115	136	158	152	166	195	176	169	178
9.- Integración de capital	-	14,0	15,1	17,8	18,6	19,2	18,3	22,6	20,4	17,9	16,8
10.- Integración de capital Nivel I	-	-	14,7	16,1	15,3	16,7	14,9	17,2	15,2	15,0	12,5
11.- Posición de capital	-	88,2	157,1	155,0	115,8	86,9	86,4	121,3	100,4	79,2	70,3

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	Dic 10	Jun 11	Dic 11	Variaciones (en %)	
												Semes-tral	Anual
Activo	118.906	116.633	128.065	129.680	152.414	175.509	208.888	229.549	280.025	320.983	364.122	13,4	30,0
Disponibilidades ¹	11.044	14.500	15.893	14.074	22.226	29.418	37.044	43.562	49.730	54.500	58.877	8,0	18,4
Títulos públicos	19.751	22.260	24.817	29.966	27.663	24.444	29.552	47.949	48.903	50.638	50.055	-1,1	2,4
Lebac/Nozac	-	-	8.359	15.227	15.952	17.684	23.457	31.575	34.422	36.952	34.246	-7,3	-0,5
Tenencia por cartera propia	-	-	5.611	12.899	14.220	15.639	12.858	27.413	31.148	31.438	23.908	-24,0	-23,2
Por operaciones de pase activo ²	-	-	2.749	2.328	1.732	2.045	10.598	4.161	3.274	5.514	10.338	87,5	215,7
Títulos privados	273	172	333	307	683	310	127	233	184	172	164	-4,9	-10,8
Préstamos	51.774	47.017	50.741	56.565	69.294	88.898	98.529	101.722	143.202	170.979	202.117	18,2	41,1
Sector público	25.056	23.571	21.420	15.954	10.036	6.413	6.249	1.694	1.625	1.286	1.215	-5,5	-25,2
Sector privado	26.074	22.816	28.213	39.031	55.632	78.587	88.426	96.790	137.308	164.270	193.126	17,6	40,7
Sector financiero	644	630	1.107	1.580	3.626	3.898	3.854	3.238	4.270	5.423	7.777	43,4	82,1
Previsiones por préstamos	-7.463	-5.225	-3.717	-2.482	-2.227	-2.365	-2.871	-3.653	-3.926	-4.048	-4.574	13,0	16,5
Otros créditos por intermediación financiera	27.212	22.148	25.753	16.873	18.387	17.084	25.265	21.258	20.241	25.291	29.338	16,0	44,9
ON y OS	1.514	1.394	829	675	618	430	699	734	757	965	796	-17,5	5,2
Fideicomisos sin cotización	6.205	3.571	2.362	2.444	2.982	3.456	3.869	4.198	4.500	4.411	5.268	19,4	17,1
Compensación a recibir	15.971	13.812	14.657	5.575	760	377	357	16	0	0	0	-	-
Otros	3.523	3.370	7.905	8.179	14.027	12.822	20.339	16.311	14.984	19.915	23.273	16,9	55,3
Bienes en locación financiera (leasing)	553	387	592	1.356	2.126	3.149	3.451	2.569	3.519	4.381	5.452	24,4	54,9
Participación en otras sociedades	3.123	2.791	1.892	2.416	4.042	3.762	4.538	4.067	4.934	5.021	5.998	19,5	21,6
Bienes de uso y diversos	5.198	4.902	4.678	4.575	4.677	4.685	4.926	5.096	5.808	6.171	6.663	8,0	14,7
Filiales en el exterior	-109	-136	-53	-148	-139	-154	-178	-202	-215	-225	-240	6,3	11,7
Otros activos	7.549	7.816	7.137	6.178	5.682	6.277	8.505	6.946	7.646	8.102	10.271	26,8	34,3
Pasivo	103.079	101.732	113.285	112.600	131.476	152.153	182.596	198.438	243.766	283.975	321.123	13,1	31,7
Depósitos	44.445	52.625	62.685	75.668	94.095	116.719	135.711	154.387	198.662	229.581	253.705	10,5	27,7
Sector público ³	1.636	3.077	6.039	6.946	7.029	7.564	19.600	17.757	23.598	29.124	27.664	-5,0	17,2
Sector privado ³	38.289	47.097	55.384	67.859	85.714	107.671	114.176	134.426	173.203	198.471	223.141	12,4	28,8
Cuenta corriente	8.905	11.588	13.966	17.946	20.604	27.132	30.188	35.127	46.297	52.519	57.586	9,6	24,4
Caja de ahorros	6.309	10.547	14.842	18.362	23.165	30.169	32.778	40.999	53.085	63.330	66.891	5,6	26,0
Plazo fijo	11.083	18.710	22.729	27.736	38.043	45.770	46.990	54.058	67.568	75.307	89.924	19,4	33,1
CEDRO	9.016	2.409	798	3	0	0	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	34.427	44.226	53.973	22,0	56,8
Obligaciones interfinancieras	836	726	1.070	1.488	3.383	1.979	1.160	1.668	1.903	2.362	3.524	49,2	85,2
Obligaciones con el BCRA	16.624	17.030	17.768	10.088	3.689	675	649	41	57	193	456	136,2	701,9
Obligaciones negociables	9.073	6.674	7.922	6.548	6.413	6.686	5.672	4.626	2.802	4.779	5.119	7,1	82,7
Líneas de préstamos del exterior	15.434	9.998	5.444	2.696	2.249	1.833	2.261	1.262	1.716	2.794	4.252	52,2	147,8
Otros	7.374	7.939	12.878	11.530	16.015	18.150	29.555	26.638	27.949	34.097	40.622	19,1	45,3
Obligaciones subordinadas	3.622	1.850	1.304	1.319	1.642	1.668	1.759	1.918	2.148	1.833	1.948	6,3	-9,3
Otros pasivos	5.671	4.890	4.213	3.264	3.989	4.443	5.828	7.897	8.528	8.335	11.497	37,9	34,8
Patrimonio neto	15.827	14.900	14.780	17.080	20.938	23.356	26.292	31.111	36.259	37.008	42.999	16,2	18,6
Memo													
Activo neteado	117.928	115.091	121.889	123.271	143.807	166.231	192.074	216.100	267.364	303.658	344.101	13,3	28,7

(1) Incluye cuentas de garantías. (2) Valuación contable de balance (incluye todas las contrapartes). (3) No incluye intereses ni CER devengados.

Fuente: BCRA

Nota metodológica (cuadro 5)

1.- (Integración de liquidez en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera + Saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA utilizando LEBAC y NOBAC) / 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.- (Financiaciones al sector privado irregular - Previsiones de las financiaciones al sector privado) / Patrimonio neto. La cartera irregular incluye las financiaciones clasificadas en situación 3, 4, 5 y 6; 6.- Resultado acumulado anual / Activo neteado promedio mensual - % anualizado; 7.- Resultado acumulado anual / Patrimonio neto promedio mensual - % anualizado; 8.- (Margen financiero (Resultado por intereses + Ajustes CER y CVS + Resultado por títulos valores + Diferencias de cotización + Otros resultados financieros) + Resultados por servicios) / Gastos de administración acumulado anual; 9.- Integración de capital (Responsabilidad Patrimonial Computable) / Activos ponderados por riesgo según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos; 10.- Integración de capital Nivel I (Patrimonio neto básico - Cuentas deducibles) / Activos ponderados por riesgo según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos; 11.- Posición de capital total (Integración menos exigencia, incluyendo franquicias) / Exigencia de capital.

Anexo Estadístico – Bancos Privados (cont.)

Cuadro 7 | Rentabilidad

Montos en millones de pesos	Anual											Semestre			Variaciones (%)	
	2002 ¹	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	II-10	I-11	II-11	II-11 / I-11	II-11 / II-10	
Margen financiero	10.628	2.575	3.415	5.253	7.778	8.960	12.964	19.724	21.837	27.234	12.254	11.936	15.297	28	25	
Resultado por intereses	-304	107	1.214	2.069	2.826	4.191	7.727	10.572	12.842	18.518	6.988	8.081	10.437	29	49	
Ajustes CER y CVS	1.476	1.082	900	1.215	858	662	651	185	244	288	136	144	144	0	5	
Diferencias de cotización	6.189	-312	666	576	740	990	1.620	1.646	1.493	2.064	775	970	1.094	13	41	
Resultado por títulos valores	3.464	1.892	959	1.259	3.154	2.888	1.637	7.343	7.464	6.358	4.517	2.907	3.450	19	-24	
Otros resultados financieros	-197	-195	-322	134	199	229	1.329	-22	-205	6	-163	-166	172	-204	-206	
Resultado por servicios	2.782	2.341	2.774	3.350	4.459	5.881	7.632	9.198	11.345	15.243	6.054	6.955	8.288	19	37	
Cargos por incobrabilidad	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-737	-1.174	-1.863	-2.751	-2.253	-2.633	-1.203	-1.143	-1.490	30	24	
Gastos de administración	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-7.741	-9.735	-12.401	-14.807	-18.819	-23.821	-10.019	-11.201	-12.621	13	26	
Cargas impositivas	-512	-366	-393	-509	-769	-1.105	-1.715	-2.380	-2.927	-4.300	-1.610	-1.897	-2.403	27	49	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	-665	-51	-201	-170	-100	-267	0	47	-40	38	-40	0	-100	-100	
Amortización de amparos	0	-791	-1.147	-1.168	-1.182	-1.466	-688	-367	-441	-133	-200	-62	-72	16	-64	
Diversos	-4.164	1.178	846	1.156	1.641	1.576	916	398	1.382	1.723	807	909	815	-10	1	
Resultado monetario	-10.531	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ³	-15.447	-2.518	-973	865	3.279	2.836	4.579	9.014	10.171	13.272	6.121	5.458	7.815	43	28	
Impuesto a las ganancias	-337	-295	-202	-217	-365	-380	-1.168	-3.001	-2.733	-4.293	-1.572	-1.757	-2.536	44	61	
Resultado total³	-15.784	-2.813	-1.176	648	2.915	2.457	3.412	6.014	7.438	8.980	4.549	3.701	5.279	43	16	
Resultado ajustado ⁴	-	-1.357	252	2.016	4.267	4.023	4.367	6.381	7.832	9.153	4.711	3.802	5.350	41	14	
<i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>																
Margen financiero	7,6	2,3	2,9	4,3	5,9	5,8	7,3	9,8	9,3	9,0	9,9	8,4	9,5	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	6,1	5,6	5,7	6,5	0,8	0,8	
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	0,1	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	0,7	0,6	0,7	0,7	0,0	0,1	
Resultado por títulos valores	2,5	1,7	0,8	1,0	2,4	1,9	0,9	3,7	3,2	2,1	3,6	2,0	2,1	0,1	-1,5	
Otros resultados financieros	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,8	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	
Resultado por servicios	2,0	2,0	2,4	2,7	3,4	3,8	4,3	4,6	4,8	5,0	4,9	4,9	5,1	0,2	0,3	
Cargos por incobrabilidad	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,0	-0,9	-1,0	-0,8	-0,9	-0,1	0,0	
Gastos de administración	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-5,9	-6,3	-7,0	-7,4	-8,0	-7,8	-8,1	-7,9	-7,8	0,1	0,3	
Cargas impositivas	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,4	-1,3	-1,3	-1,5	-0,2	-0,2	
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	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	0,0	
Amortización de amparos	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	
Diversos	-3,0	1,0	0,7	0,9	1,2	1,0	0,5	0,2	0,6	0,7	0,6	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	
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	0,0	
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ³	-11,1	-2,2	-0,8	0,7	2,5	1,8	2,6	4,5	4,3	4,4	4,9	3,8	4,8	1,0	-0,1	
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,7	-1,5	-1,2	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-0,3	-0,3	
Resultado total³	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6	1,9	3,0	3,2	3,0	3,7	2,6	3,3	0,7	-0,4	
Resultado ajustado ⁴	-11,3	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,6	2,5	3,2	3,3	3,0	3,8	2,7	3,3	0,6	-0,5	
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias / Patrimonio neto	-77,3	-17,1	-6,7	5,5	17,2	12,6	20,4	34,4	33,5	37,8	39,2	32,6	42,6	10,0	3,3	
Resultado total / Patrimonio neto ³	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	15,2	22,9	24,5	25,6	29,2	22,1	28,8	6,6	-0,4	

(1) Datos en moneda de diciembre de 2002.

(2) Com. "A" 3911. Los ajustes a la valuación de títulos públicos en función de la Com. "A" 4084 están incluidos en el rubro "resultado por títulos valores".

(3) A partir de enero de 2008 se dispone de datos para el cálculo del resultado consolidado del sistema financiero. En este indicador se eliminan los resultados y las partidas del activo vinculadas a participaciones permanentes en entidades financieras locales.

(4) Al resultado total se le excluyen la amortización de amparos y los efectos de la Com. "A" 3911 y 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	Jun 11	Dic 11
Cartera irregular total	19,8	15,7	8,9	4,4	2,9	2,2	2,5	3,1	1,9	1,5	1,3
Previsiones / Cartera irregular	71,4	73,0	89,2	102,7	114,2	123,4	118,5	115,9	143,5	154,9	168,3
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	5,7	4,2	1,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	20,0	14,4	3,4	-0,4	-1,4	-2,1	-1,9	-1,7	-3,4	-4,0	-4,4
Al sector privado no financiero	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5	2,8	3,3	2,0	1,6	1,4
Previsiones / Cartera irregular	72,4	75,0	88,3	102,4	113,9	122,7	118,0	115,1	143,0	154,1	167,1
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	10,3	7,6	1,8	-0,1	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	19,0	12,9	3,6	-0,4	-1,4	-2,0	-1,8	-1,6	-3,4	-3,9	-4,4

Fuente: BCRA

Glosario de Abreviaturas y Siglas

a.: anualizado	CPAU: Consejo Profesional de Arquitectura y Urbanismo
ADEERA: Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina	CPI: <i>Consumer Price Index</i> (Índice Precios al Consumidor de EE.UU.)
AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos	Cuyo: Región de Cuyo. Incluye las provincias de Mendoza, San Juan, La Rioja y San Luis
AFJP: Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones	CyE: Combustibles y energía
ALADI: Asociación Latinoamericana de Integración	DJVE: Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior
ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social	DLI: Demanda Laboral Insatisfecha
AT: Adelantos Transitorios	DPN: Deuda Pública Nacional
BADLAR: <i>Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate</i> (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)	ECB: <i>European Central Bank</i>
BCB: Banco Central de Brasil	EDP: Equipo durable de producción
BCRA: Banco Central de la República Argentina	EE.UU.: Estados Unidos
BdP: Balance de Pagos	EIA: Administración de Información Energética
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	EIL: Encuesta de Indicadores Laborales
BM: Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA	EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica
BODEN: Bonos del Estado Nacional	EMBI+: <i>Emerging Markets Bond Index</i>
BoE: <i>Bank of England</i>	EMEA: <i>Europe, Middle East and Africa</i>
BONAR: Bono de la Nación Argentina en pesos.	EMTA: <i>Emerging Markets Trade Association</i>
BONAR ARG \$ V: Bono de la Nación Argentina en pesos. Vencimiento 2012	EMI: Estimador Mensual Industrial
BONAR V: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2011	EPH: Encuesta Permanente de Hogares
BONAR VII: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2013	FCI: Fondos Comunes de Inversión
BONAR X: Bono de la Nación Argentina en dólares. Vencimiento 2017	Fed: Reserva Federal de EE.UU.
BOJ: Banco de Japón	Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EE.UU.
Bovespa: Bolsa de Valores del Estado de San Pablo	FF: Fideicomisos Financieros
BRIC: Brasil, Rusia, India y China	FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Provisional Público de Reparto
Bs. As.: Buenos Aires	FMI: Fondo Monetario Internacional
CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires	FOB: <i>Free on Board</i> (Libre a bordo)
CAFCI: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión	F&E: <i>Food and Energy</i>
CBA: Canasta Básica Alimentaria	GBA: Gran Buenos Aires. Incluye los 24 partidos del Gran Buenos Aires
CCBCRA: Cuentas Corrientes de las Entidades Financieras en el Banco Central de la República Argentina	ha: Hectárea
Cta. Cte: Cuenta corriente	HICP: Índice Armonizado de Precios al Consumidor de la Unión Monetaria
CDS: <i>Credit Default Swaps</i> (Instrumento de Cobertura de Riesgo Crediticio)	i.a.: Interanual
Centro: Región del Centro. Incluye las provincias Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos	IBIF: Inversión Bruta Interna Fija
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	ICC: Índice del Costo de la Construcción
CFI: Coparticipación Federal de Impuestos	ICDCB: Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
CGU: Cuenta Gratuita Universal.	IED: Inversión Extranjera Directa
CIF: <i>Cost of Insurance and Freight</i>	IGBVL: Índice General de la Bolsa de Valores de Lima
CNV: Comisión Nacional de Valores	IGPA: Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago
CO: Carta Orgánica	IHH: Índice de Herfindahl- Hirschman.
Copom: Comité de Política Monetaria (Brasil)	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	Crédito al Sector Privado.....	7
2	Crédito al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	8
3	Créditos Productivos del Bicentenario.....	9
4	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	10
I.1	<i>Credit Default Swaps</i> a 5 Años sobre Deuda Soberana Europea.....	11
I.2	Balance del Banco Central Europeo y <i>Spreads</i> Interbancarios.....	11
I.3	PIB Real.....	12
I.4	Volúmenes de Comercio Mundial.....	12
I.5	Evolución de las Proyecciones de Crecimiento 2012.....	13
I.6	Economías Seleccionadas. Tasas de Referencia.....	13
I.7	Precios de Materias Primas.....	14
I.8	Países Seleccionados. Inflación.....	14
A.1.1	Requisitos Temporarios de Capital para Bancos Europeos.....	16
A.1.2	Canje de Deuda Griega con Inversores Privados: Esquema General (Ejemplo).....	16
I.9	Deuda Soberana Europea – Rendimientos a 10 años.....	18
I.10	Índices Bursátiles de EEUU y Europa.....	18
I.11	Sector Financiero de EEUU y Europa: Índices Bursátiles y <i>Spreads</i> de CDS.....	18
I.12	Dólar / Euro y Rendimientos de Deuda de EEUU y Alemania.....	19
I.13	Índices Bursátiles de Economías de Mercados Emergentes.....	19
I.14	Emisiones de Deuda Emergente en los Mercados Internacionales.....	19
I.15	Monedas de Economías de Mercados Emergentes.....	20
A.2.1	Calificaciones de Deuda Soberana de Países Europeos Seleccionados (S&P).....	21
A.2.2	Calificaciones Soberanas y <i>Spreads</i> de Deuda: Casos Seleccionados.....	22
II.1	PIB Real.....	25
II.2	Evolución de Rendimientos de Bonos soberanos <i>Benchmark</i>	25
II.3	Argentina. Participación de los Asalariados en el PIB y Consumo Privado.....	26
II.4	Inversión Bruta Interna Fija.....	26
II.5	Cuenta Corriente del Balance de Pagos.....	27
II.6	Índice de Precios.....	27
II.7	Metas del Programa Monetario 2011 - M2.....	28
II.8	Factores de Explicación de la Variación del M2.....	28
II.9	Reservas Internacionales.....	29
II.10	Depósitos a Plazo Fijo del Sector Privado.....	29
II.11	Curvas de Rendimientos de Bonos de Argentina.....	30
II.12	Evolución de Diferenciales de Riesgo.....	30
II.13	Composición del Saldo de LEBAC y NOBAC en Circulación.....	31
II.14	Mercado Primario de LEBAC.....	31
II.15	Mercado Secundario de Instrumentos de BCRA.....	32
II.16	Montos Negociados Renta Fija.....	32
II.17	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	33
II.18	Financiamiento al Sector Privado a través de Obligaciones Negociables.....	33
II.19	Colocaciones de Obligaciones Negociables PYME.....	33
II.20	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	34
II.21	Evolución del Mercado Local de Acciones.....	34
II.22	Negociación de Derivados Financieros.....	34
III.1	Deuda de las Empresas.....	35
III.2	Deuda de las Familias.....	35
III.3	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	36
III.4	Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas.....	36
III.5	PIB. Bienes y Servicios.....	36
III.6	Deuda de las Empresas.....	37
III.7	Carga de la Deuda del Sector Empresas.....	37
III.8	Indicadores Industriales.....	37
III.9	EMI.....	38
III.10	Indicadores del Sector Automotor.....	38
III.11	Deuda de la Industria.....	38
III.12	Deuda del Sector Primario.....	39
III.13	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	39
III.14	Deuda del Sector de Servicios.....	40
III.15	Ventas Minoristas.....	40

III.16	Indicadores de la Construcción.....	40
III.17	Mercado Laboral.....	41
III.18	Deuda de las Familias.....	41
III.19	Endeudamiento por Consumo de las Familias.....	41
III.20	Composición de la Recaudación Tributaria Nacional.....	42
III.21	Evolución de Ingresos y Gastos del SPNF.....	42
III.22	Composición del Gasto Primario del SPNF.....	42
III.23	Resultado del Sector Público Nacional no Financiero.....	43
III.24	Deuda Pública Nacional.....	43
IV.1	Crédito al Sector Privado.....	45
IV.2	Apalancamiento del Sistema Financiero.....	45
IV.3	Evolución del Crédito al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras.....	46
IV.4	Evolución del Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea.....	46
IV.5	Tasas de Interés Activas Operadas en Pesos.....	47
IV.6	Crédito al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	47
IV.7	Crédito a las Empresas por Actividad Económica.....	47
IV.8	Crédito a las Empresas por Tramo de Saldo Residual.....	48
IV.9	Créditos Productivos del Bicentenario.....	48
IV.10	Crédito a las Familias por Tipo de Línea.....	48
IV.11	Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero.....	49
IV.12	Evolución de los Depósitos del Sector Privado No Financiero por Tipo de Moneda.....	49
IV.13	Composición del Fondeo por Grupo de Entidades Financieras.....	50
IV.14	Estimación del Costo de Fondeo Promedio por Depósitos en Moneda Nacional.....	50
IV.15	<i>Spreads</i> de Tasas de Interés por Operaciones en Moneda Nacional.....	50
IV.16	Evolución de la Estructura Operativa del Sistema Financiero.....	51
IV.17	Cantidad de Cuentas en Términos de Empleados y de Sucursales.....	51
IV.18	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	52
IV.19	Nivel de Concentración del Sistema Financiero.....	52
IV.20	Integración de Capital (RPC) y Activos Ponderados por Riesgo (APR).....	52
IV.21	Integración de Capital.....	53
IV.22	Composición del Margen Financiero.....	53
IV.23	Resultados por Intereses.....	54
IV.24	Resultados por Servicios por Grupo de Bancos.....	54
IV.25	Principales Fuentes de Ingresos del Sistema Financiero.....	55
IV.26	Gastos de Administración.....	55
IV.27	Cargos por Incobrabilidad.....	55
IV.28	Evolución de la Cartera Administrada por el FGS.....	56
IV.29	Cartera de Inversores de las Compañías de Seguro.....	57
IV.30	Evolución del Patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión.....	57
V.1	Liquidez.....	59
V.2	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	59
V.3	Variación de los Depósitos y de los Créditos al Sector Privado.....	60
V.4	Liquidez por Grupo de Bancos.....	60
V.5	Activos de Mayor Liquidez en Términos de los Pasivos de Corto Plazo.....	60
V.6	Activos Líquidos en Términos de los Pasivos de Corto Plazo.....	61
V.7	Liquidez en Pesos.....	61
V.8	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	61
V.9	Mercado de <i>Call</i>	62
V.10	Financiamiento al Sector Privado No Financiero.....	62
V.11	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	62
V.12	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Región.....	63
V.13	Financiamiento al Sector Privado e Irregularidad.....	63
V.14	Previsionamiento del Financiamiento al Sector Privado.....	63
V.15	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	64
V.16	Financiaciones a Empresas.....	64
V.17	Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas por Actividad.....	64
V.18	Financiaciones a Familias.....	65
V.19	Financiaciones a las Familias por Período de Originación Estimado.....	65
V.20	Exposición al Sector Público.....	65
V.21	Descalce de Moneda Extranjera y Volatilidad Cambiaria.....	68
V.22	Descalce de Moneda Extranjera.....	68
V.23	Composición del Descalce de Moneda Extranjera.....	68
V.24	Exigencia de Capitales Mínimos por Riesgo de Tasa de Interés.....	69
V.25	Diferencia de Valores Presentes de Activos Netos de Pasivos por Intermediación según Exigencia de Capitales Mínimos por Riesgo de Tasa de Interés.....	69

V.26	Valor a Riesgo de Mercado.....	70
V.27	Títulos Valores en Cartera del Sistema Financiero.....	70
VI.1	Transferencias Inmediatas Mensuales por Estrato de Monto.....	73
VI.2	Evolución de la Cuenta Gratuita Universal (CGU).....	73
VI.3	Cheques Compensados y Rechazados.....	74
VI.4	Tarjetas de Crédito y Débito.....	74
VI.5	Cantidad de Tarjetas de Crédito.....	74
VI.6	Débitos Directos.....	75
VI.7	Transferencias.....	75
VI.8	Cheques Cancelatorios Emitidos.....	76
VI.9	MEP - Transacciones Cursadas en Pesos.....	76

Índice de Tablas

III.1	Producción Agrícola Principales Granos.....	39
III.2	Colocaciones de Deudas Subnacionales 2010 - I Trim. 2012.....	43
IV.1	Situación Patrimonial.....	46
IV.2	Evolución del Empleo.....	51
IV.3	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	53
IV.4	Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	54