



Boletín de Estabilidad Financiera

Segundo Semestre de 2011



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera
Segundo Semestre de 2011

Boletín de Estabilidad Financiera
Segundo Semestre de 2011

ISSN 1668-3978
Edición electrónica

Fecha de publicación | Septiembre 2011

Publicación editada por la Subgerencia General de Investigaciones Económicas

Banco Central de la República Argentina

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

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 | Oficial de Cumplimiento ante la U.I.F.

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 3 de abril de 2012 a través de Internet.*

Buenos Aires, 29 de septiembre de 2011

Contenido

Pág. 7 | Visión Institucional

Pág. 13 | I. Contexto Internacional

Pág. 17 | Apartado 1 / Crisis de la Deuda en Europa y Respuestas de Política

Pág. 23 | Apartado 2 / Situación de los Bancos en Europa

Pág. 29 | II. Contexto Local

Pág. 39 | III. Situación de Deudores

Pág. 49 | IV. Sector Financiero

Pág. 53 | Apartado 3 / Profundización del Financiamiento del Sistema Financiero a la Industria

Pág. 59 | Apartado 4 / Estructura del Sistema Financiero Argentino

Pág. 67 | V. Riesgos del Sistema Financiero

Pág. 75 | Apartado 5 / Basilea III y el Marco Normativo Prudencial del Sistema Financiero Argentino

Pág. 82 | Apartado 6 / Compromiso en Materia de Prevención de las Operaciones de Lavado de Activos

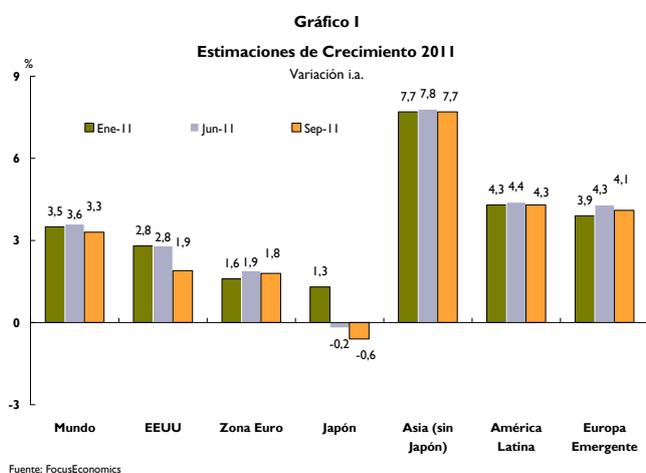
Pág. 85 | VI. Sistema de Pagos

Pág. 91 | Anexo Estadístico

Pág. 95 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

Pág. 97 | Índice de Gráficos y Tablas

Visión Institucional

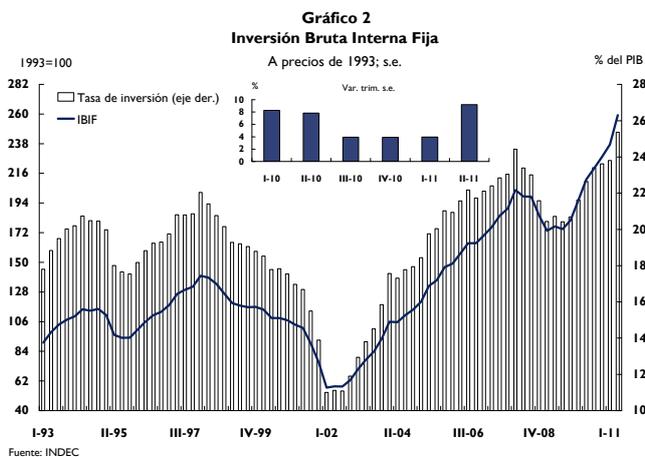


A tres años de la caída de Lehman Brothers y lejos de los pronósticos de recuperación, la actividad económica global desacelera su ritmo de crecimiento mientras que en algunas partes del mundo la actividad manufacturera ya muestra signos de contracción. En varios países, la desregulación de los mercados financieros incentivó a la generación de riqueza financiera muy por encima de los aumentos genuinos de la productividad de la economía real. No obstante, una vez desatada la crisis, sus efectos no se circunscribieron al ámbito financiero sino que generaron externalidades negativas al resto de la economía. En este escenario, los gobiernos se vieron obligados a usar recursos fiscales y los bancos centrales instrumentos de liquidez extraordinarios para garantizar la supervivencia del sistema financiero y así evitar un colapso general de la actividad económica. Este proceso puso de manifiesto la importancia de resguardar la estabilidad financiera, a partir del diseño e implementación —en términos micro y macroprudenciales— de un sistema de regulación y supervisión más férreo y comprensivo del sector, en el marco de políticas macroeconómicas que aseguren el crecimiento y el empleo.

Las economías más desarrolladas —que se encuentran en el centro de esta crisis— evidencian niveles insuficientes de crecimiento, una marcada debilidad en los mercados de trabajo y una frágil situación de sus sistemas financieros (ver Apartado 2). Estos factores, en el marco de un incipiente proceso de desendeudamiento privado de los distintos sectores de la economía, impiden la recuperación del consumo privado a la vez que desincentivan la inversión. En este contexto de debilidad económica, los países de la Eurozona presentan crecientes dificultades para garantizar su financiamiento, mientras que se plantean programas de ajuste fiscal en pos de la sustentabilidad de las cuentas públicas que hacen aún más difícil la superación de la crisis (ver Apartado 1).

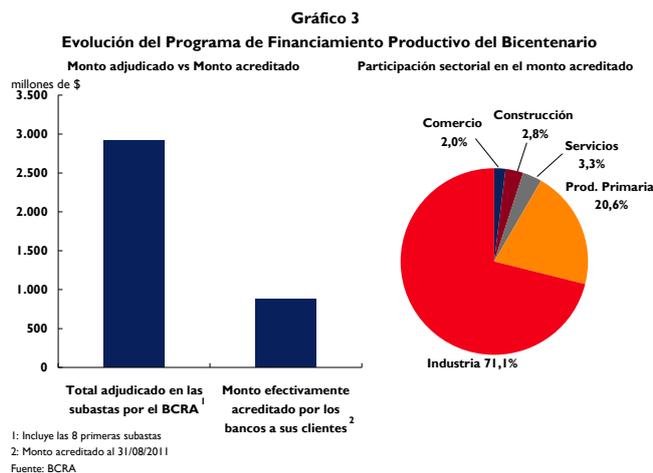
Las economías emergentes siguen presentando un mayor ritmo de expansión, aunque con una menor dinámica que en los trimestres previos. La reciente caída en los volúmenes de comercio y la reversión de los flujos de capitales en las economías más liberalizadas de este conjunto, hacen prever que los países emergentes recibirán gradualmente el impacto de una mayor desaceleración del nivel de actividad en las economías más desarrolladas. Así lo confirman las medidas adoptadas recientemente por algunos bancos centrales de estas economías que, luego de haber iniciado un camino de contracción de las políticas de estímulo desplegadas durante la crisis, parecen poner nuevamente una mayor atención sobre la marcha del nivel de actividad vis a vis la búsqueda de reducciones en las tasas de inflación.

En este escenario internacional adverso, la economía argentina siguió creciendo de manera firme y generalizada entre sectores productivos, alcanzando una expansión de 9,5% en términos interanuales durante la primera mitad del año, principalmente explicada por el incremento del consumo e inversión. En el marco de la consolidación del mercado laboral, el cual alcanzó registros mínimos de desocupación, y el aumento de los ingresos, el consumo de los hogares se fortaleció. Por su parte, estimulada por el aumento de la demanda interna y por las exportaciones, la inversión registró un marcado incremento en el primer semestre de 2011 y se ubicó a mediados de año por encima de 24% del PIB.



En relación al mercado monetario, en el primer semestre de 2011 el BCRA cumplió con la meta establecida en el Programa Monetario. En el mismo sentido, las cifras provisionarias de los meses de julio, agosto y septiembre permiten estimar su cumplimiento —en un nivel cercano al escenario medio de la banda— para el tercer trimestre del año. Así, el sendero de expansión de los agregados monetarios acompañó la evolución de la actividad económica con niveles crecientes de financiamiento bancario, especialmente en el caso de los préstamos a las empresas. La política cambiaria logró acotar la volatilidad del tipo de cambio a través de intervenciones en el mercado de divisas. Complementariamente, mediante las licitaciones de Lebac y Nobac, se buscó compatibilizar los factores de creación de dinero con su demanda. Así, mientras que durante los meses en los que estacionalmente se produce un superávit en el mercado de cambios se esterilizaron los excedentes monetarios derivados de la acumulación de reservas, en los últimos meses en los que se evidenció un cambio de portafolio de los particulares a través de una mayor demanda de dólares se inyectó liquidez a través de la renovación parcial de los vencimientos de Lebac y Nobac.

Como instrumento de estímulo directo a la inversión de mediano y largo plazo, el BCRA continúa con las licitaciones de fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario. Mediante este mecanismo ya se efectuaron 8 subastas, adjudicándose poco más de \$2.900 millones sobre un total de \$8.000 millones previstos para el Programa. Actualmente se cuenta con más de 200 proyectos aprobados por las unidades evaluadoras de los Ministerios de Industria, de Economía y de Agricultura, de los cuáles aproximadamente 60% corresponden a PYMES, siendo los sectores automotriz-autopartista, los laboratorios, el avícola y el de logística los más dinámicos en la demanda de financiamiento productivo. A fines de agosto los bancos participantes (12) ya habían asistido a 74 empresas, habiéndole acreditado efectivamente casi \$900 millones sobre



un total comprometido de aproximadamente \$1.300 millones.

Con el objetivo de seguir profundizando el nivel de bancarización, el BCRA continuó con su política de impulso a la universalización del acceso a los servicios financieros. Así, a la reducción en los costos de las transferencias interbancarias introducida en la última parte de 2010, que dio lugar a un sostenido incremento en el volumen de operaciones (especialmente aquellas de menor valor dado que las transferencias menores a \$10.000 realizadas mediante cajeros automáticos o Internet pasaron a ser gratuitas), se sumó este año la implementación de la modalidad de transferencias inmediatas, que totalizaron hasta agosto casi 3,8 millones de operaciones. Esta nueva medida, se suma a los instrumentos incorporados durante 2010: la Cuenta Gratuita Universal y los Cheques Cancelatorios.

Por otra parte, frente a pedidos de apertura de sucursales en zonas con mayor bancarización, el BCRA prioriza aquellas solicitudes que contengan una propuesta de apertura simultánea de sucursales en las zonas con insuficiente infraestructura para la provisión de servicios financieros. A partir de este cambio normativo implementado a principio de año, la infraestructura para la prestación de servicios financieros en zonas del interior del país con menor cobertura aumentó significativamente: en lo que va de 2011 el Banco Central aprobó la apertura de 42 sucursales en localidades de menor bancarización, en tanto que otras 18 solicitudes de aperturas se encuentran actualmente bajo análisis. Así, a lo largo de este año las autorizaciones para abrir nuevas sucursales en las zonas con menor presencia de los servicios financieros se duplicaron respecto a igual período de 2010.

En este marco, y acompañando el contexto macroeconómico positivo, la actividad de intermediación de las entidades financieras con el sector privado siguió acelerando su ritmo de expansión en el primer semestre de 2011, alcanzando un desempeño similar al registrado antes de la crisis internacional. El financiamiento bancario al sector privado en su conjunto creció 44% de forma anualizada (a.) en el semestre, con un incremento interanual de poco más de 47% a mediados de año. El crédito bancario destinado a las empresas acumuló un variación de 45%a. en el primer semestre de 2011, con un destacado desempeño de las líneas destinadas a la industria (ver Apartado 3). El crecimiento del crédito a las empresas superó —por segundo semestre consecutivo— el ritmo de expansión de los préstamos totales a las familias, e incluso se encontró por encima de la dinámica observada en los créditos al consumo (personales y tarjetas de crédito), fenómeno que se registra de forma sostenida

por primera vez desde que se recuperó el sendero de crecimiento luego de la crisis financiera local de 2001-2002.

Como resultado, el financiamiento bancario al sector privado alcanzó 13,2% del PIB sobre mediados de 2011, acumulando un incremento de 1,4 p.p. en los últimos 12 meses, si bien se mantiene por debajo de lo registrado en décadas anteriores. Cabe destacar que, a diferencia de lo observado en el pasado, actualmente la participación del crédito denominado en moneda extranjera permanece en niveles reducidos, canalizándose fundamentalmente a deudores con ingresos en la misma moneda. Esto debe ponderarse como un factor de fortaleza para el sistema financiero local.

La configuración global de los riesgos asumidos por las entidades financieras en el marco de su actividad habitual de intermediación se ha mantenido en niveles acotados. A pesar de la disminución de los principales indicadores de liquidez bancaria en el primer semestre de 2011—signada por la expansión del crédito al sector privado— el sistema financiero sigue presentando una adecuada cobertura de sus pasivos de corto plazo con activos líquidos. Asimismo, continuó creciendo el monto total de las transacciones de pasaje entre bancos, impulsando una mayor profundidad de los mercados interfinancieros.

En los primeros meses del año siguió consolidándose la capacidad de pago de los principales deudores del sistema financiero, a partir de bajos niveles relativos de endeudamiento del sector privado, situación que se refleja en los menores niveles de irregularidad observados tanto en el crédito a los sectores productivos como en aquellos canalizados a las familias. Este patrón sigue siendo principalmente impulsado por los elevados niveles de actividad productiva, las mejoras en el mercado laboral y los mayores niveles de ingresos de las familias. La posición de las entidades financieras frente al riesgo de crédito se encuentra fortalecida a partir de la existencia de niveles de cobertura con provisiones que superan holgadamente la cartera en mora.

En la primera mitad de 2011 se redujo levemente el descalce de moneda extranjera de las entidades financieras, en un marco de acotada volatilidad cambiaria resultante de la política de flotación administrada del tipo de cambio. Por su parte, en este periodo, el sistema financiero evidenció leves incrementos en su exposición por riesgos de tasa de interés y de mercado, si bien permanecen en ambos casos en niveles reducidos.

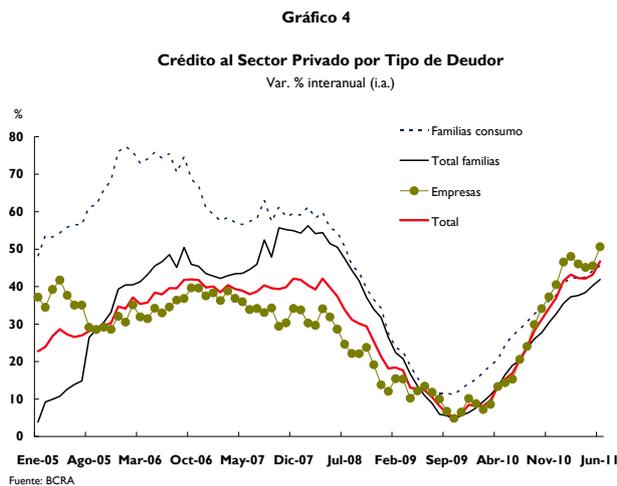
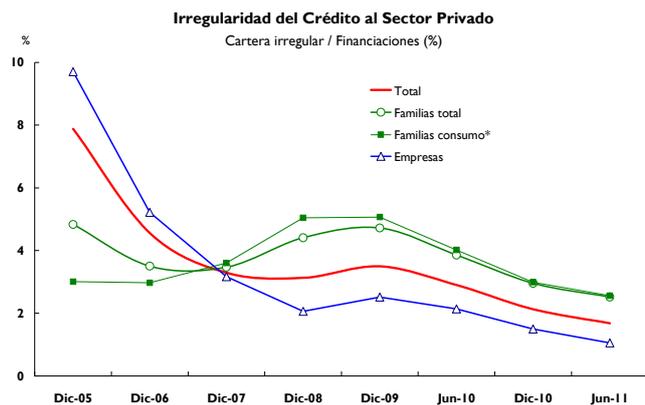


Gráfico 5



*Nota: incluye personales y tarjetas de crédito.
Fuente: BCRA

El sistema financiero siguió registrando elevados indicadores de solvencia a mediados de 2011, en un contexto en el que el crecimiento del patrimonio neto continuó siendo impulsado por las ganancias generadas en el período. El capital regulatorio del conjunto de las entidades financieras alcanzó 16,5% de los activos ponderados por riesgo (APR), en un marco en donde todos los grupos de bancos sostuvieron niveles de integración superiores a las exigencias mínimas prudenciales.

Para los próximos meses se espera que continúe el crecimiento de los niveles de intermediación, mientras el sistema financiero sostiene sus niveles de solvencia. El mapa de riesgos se mantendría sin cambios significativos, si bien la volatilidad del panorama internacional podría tener algún impacto, condicionando en cierta medida a la evolución del nivel de actividad global y consecuentemente, pero en menor escala, a las economías emergentes, a las cotizaciones de los activos financieros locales y a la trayectoria de las principales tasas de interés. Aún en un escenario de mayor volatilidad e incertidumbre, se proyecta que los fundamentos macroeconómicos locales, combinados con las políticas macroprudenciales adoptadas, permitan mitigar el impacto local de la crisis internacional y así sostener las condiciones de estabilidad financiera, tal cual se ha observado en periodos de turbulencia anteriores.

I. Contexto Internacional

Síntesis

En el primer semestre del año la actividad económica global exhibió una desaceleración mayor a la esperada, particularmente en los países avanzados, tendencia que se profundizaría en lo que resta del año. Diversos factores incidieron sobre este comportamiento, destacándose la debilidad de los mercados de trabajo, la fragilidad de los sistemas financieros y las crecientes dificultades en el financiamiento de algunas economías de la zona del euro que derivaron en nuevos planes de ajuste fiscal.

Las discusiones asociadas a la sostenibilidad fiscal en las naciones desarrolladas se extendieron a países de mayor envergadura, incluyendo a Estados Unidos y economías grandes de Europa, lo que sumó mayor incertidumbre a la trayectoria económica mundial.

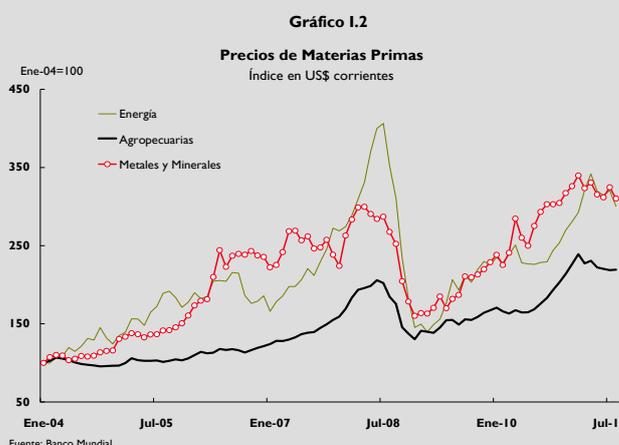
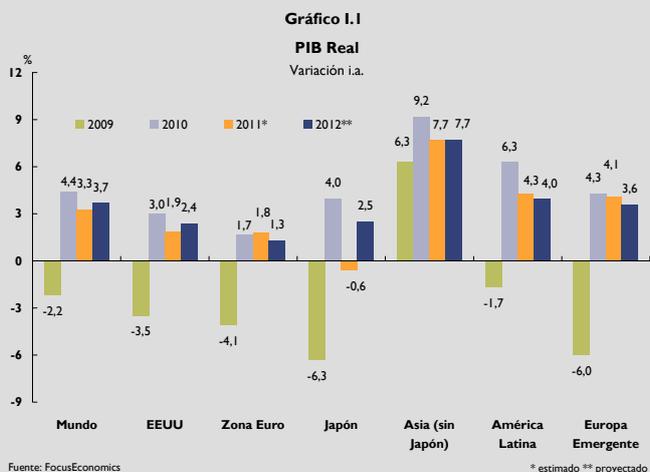
Las regiones emergentes continuaron siendo las principales impulsoras del crecimiento global, aunque a un menor ritmo que en los trimestres previos. Si bien se prevé que sostengan un desempeño económico relativamente mejor que el de los países avanzados, la mayor desaceleración de la actividad esperada en estos últimos impactaría adversamente en la evolución de las economías emergentes, fundamentalmente a través de menores volúmenes de comercio mundial.

Tras registrar un alza sostenida en el segundo semestre de 2010, los precios de las materias primas mostraron una mayor volatilidad durante la primera mitad de 2011. Para lo que resta del año se espera que los pre-

cios de los principales productos primarios, fundamentalmente los alimentos, continúen en niveles elevados, sostenidos por factores estructurales tales como la baja elasticidad de la demanda en un contexto de reducidos niveles de stocks. Asimismo, se prevé que las cotizaciones mantengan cierta volatilidad, debido a factores coyunturales, como las condiciones climáticas y la mayor incertidumbre en los mercados financieros.

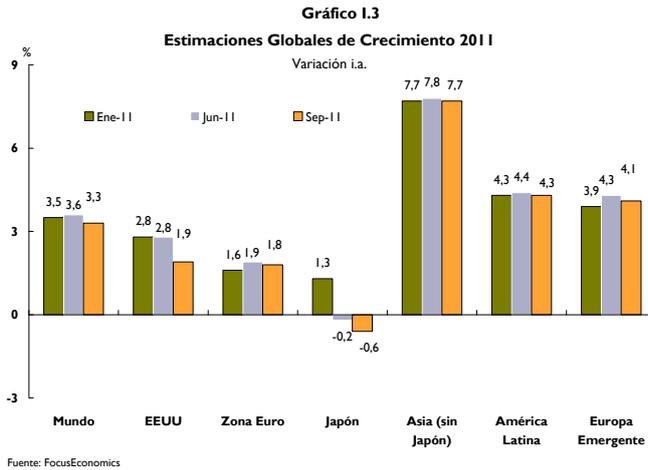
En Estados Unidos y Europa las plazas financieras mostraron una volatilidad creciente en lo que va del año, con importante deterioro desde fines de julio, al profundizarse los temores por un mayor contagio de los problemas en la Eurozona y por la posibilidad de un menor crecimiento a nivel global. Esto se tradujo en una búsqueda de refugio en activos como los títulos públicos norteamericanos y el oro. El escenario más negativo de los últimos meses afectó las cotizaciones de los activos financieros de los emergentes, con mermas en los índices bursátiles y ampliación de spreads de deuda soberana, al tiempo que perdieron dinamismo sus colocaciones en los mercados internacionales. En este contexto algunos países (como Brasil) implementaron medidas para contener la volatilidad de sus monedas contra el dólar.

En este marco, las perspectivas de crecimiento global se corrigieron a la baja en los últimos dos meses, previniéndose un escenario internacional más adverso e incierto para lo que queda de 2011 y también para el año 2012.



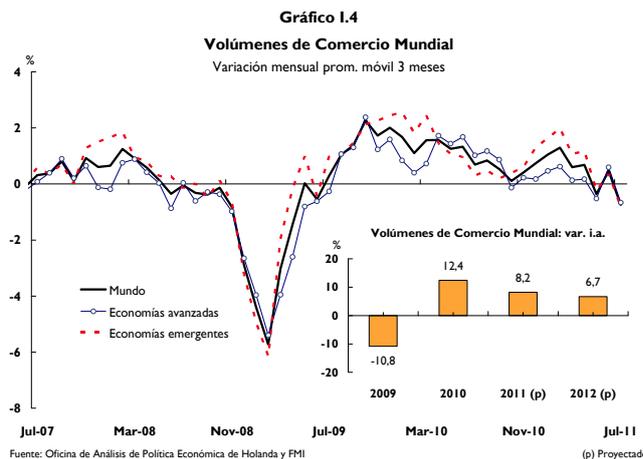
I.1 Coyuntura internacional

En el transcurso de 2011 la economía global evidenció una desaceleración mayor a la esperada, como resultado básicamente del débil desempeño de las naciones avanzadas



Las proyecciones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 se revisaron a la baja, en los últimos meses, debido principalmente a una desaceleración mayor a la esperada en los países avanzados y a un menor impulso de las economías emergentes (ver Gráfico I.3). De esta manera, se espera un incremento del PIB mundial de 3,3% para el presente año y de 3,7% para el próximo¹ (ver Gráfico I.1).

En línea con la menor actividad económica mundial, los volúmenes de comercio internacional también moderaron su ritmo de crecimiento; incluso en los últimos meses registraron variaciones interanuales negativas. En este escenario se estima que el comercio internacional crecerá 8,2% en 2011 y 6,7% en 2012 (ver Gráfico I.4).

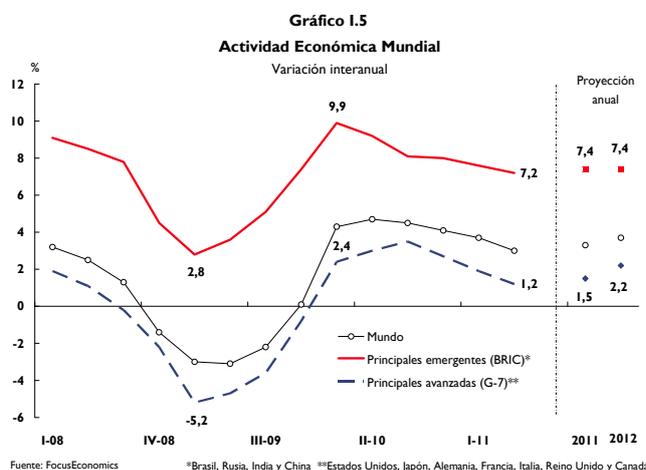


El menor crecimiento respondió tanto a factores de oferta como de demanda. Por un lado, la catástrofe natural de Japón a inicios de año alteró la cadena productiva internacional, en particular de Asia Emergente, aunque se recuperó significativamente en los últimos meses. Asimismo, la reducción en la oferta de petróleo asociada a los conflictos en el Medio Oriente y África del Norte contribuyó al debilitamiento del crecimiento económico mundial. Este factor, también de carácter temporario, afectó al gasto de las familias, al reducir el ingreso disponible a partir del alza del precio de los combustibles.

La debilidad de los mercados de trabajo y los problemas de los sistemas financieros en las economías avanzadas, en un escenario de progresivo desapalancamiento, mantuvieron acotado el crecimiento del consumo privado, lo que a su vez desincentivó al gasto en capital. Asimismo, las crecientes discusiones en torno a la sustentabilidad de las finanzas públicas en las economías desarrolladas, sumadas a las mayores dificultades de financiamiento, dieron lugar a nuevos ajustes fiscales en algunos países, con efectos contractivos sobre la actividad económica. De esta manera, a la frágil trayectoria del gasto privado se adicionó un sesgo pro-cíclico hacia la baja en las políticas fiscales, incluyendo en los meses recientes los casos de países de mayor relevancia económica, tales como Francia, Italia y Estados Unidos.

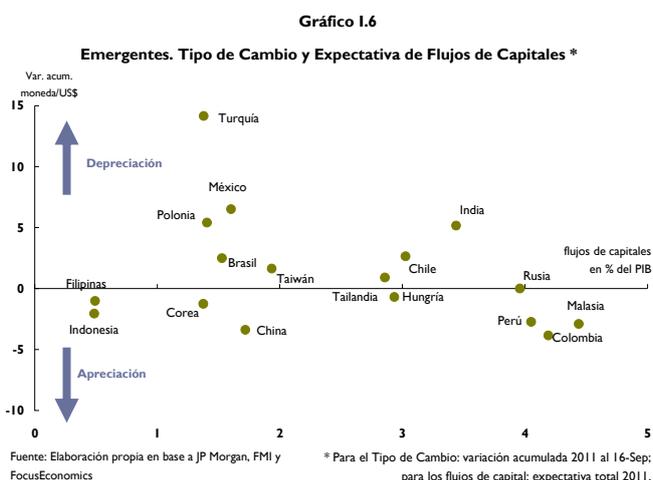
¹ Según consenso de analistas recopilado por FocusEconomics.

La persistencia de desequilibrios macroeconómicos en las economías avanzadas seguirá tensionando la relación entre sus monedas, lo que mantendrá un elevado grado de volatilidad en los mercados cambiarios



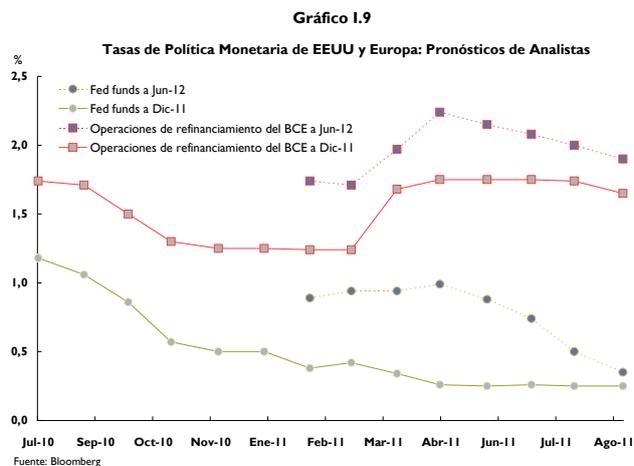
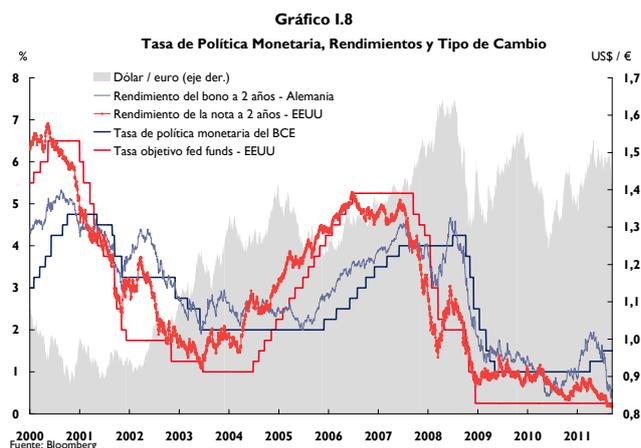
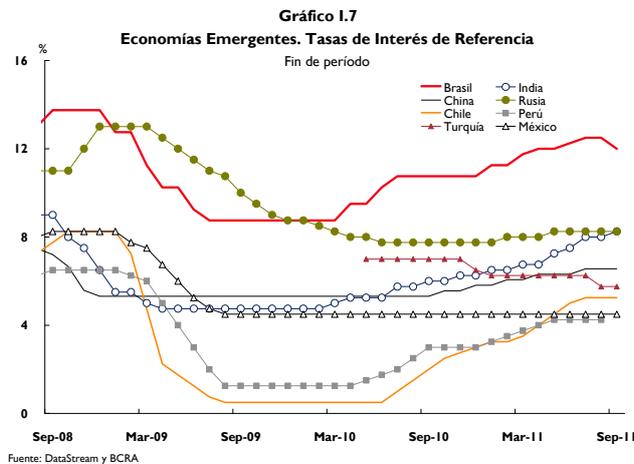
Las regiones emergentes también exhibieron un crecimiento algo menor al previsto, que podría estar reflejando el impacto de la desaceleración económica en el mundo desarrollado y los resultados de la aplicación, en algunos países, de políticas económicas más restrictivas. En particular, los países del grupo BRIC (Brasil, Rusia, India y China) crecieron durante el primer semestre de 2011 en torno a 7,2% interanual (i.a.), por debajo del alza registrada en igual período del año previo, aun cuando el aumento está por encima de la tasa de expansión del mundo (ver Gráfico I.5).

La evolución de las cotizaciones de los *commodities* continuó generando tensiones en los precios, fundamentalmente de los países emergentes por la elevada participación de los alimentos en la canasta de consumo. Los precios de las materias primas pasaron a mostrar una mayor volatilidad en la primera mitad del año, tras registrar una sostenida suba en la segunda mitad de 2010. De esta manera, las cotizaciones de los *commodities* agrícolas e industriales se ubicaron en agosto 25% y 6% por encima de los valores de un año atrás, respectivamente, superando los máximos alcanzados a mediados de 2008 (ver Gráfico I.2). El Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), que elabora el BCRA y que refleja la evolución de los precios internacionales de los productos primarios más relevantes en las exportaciones argentinas, creció 22% interanual en agosto, aunque acumula en lo que va de 2011 una suba de sólo 2%.



Se prevé para lo que resta del año que la incertidumbre sobre la evolución económica de los países avanzados continúe imprimiendo volatilidad y afectando las cotizaciones de las materias primas. No obstante, los diversos factores estructurales relativos a la demanda para alimentos seguirán firmes. Así, es esperable que en el mediano plazo los precios de los principales productos primarios y sus derivados manufacturados se mantengan elevados en un contexto de bajos niveles de *stocks*. De todos modos, en el corto plazo se descuenta cierta volatilidad en las cotizaciones debido a factores coyunturales, como el clima y el efecto de la incertidumbre en los mercados financieros.

En respuesta al efecto de la suba de los precios de las materias primas sobre la inflación, algunas economías en desarrollo adoptaron medidas de sesgo contractivo durante el primer semestre del año. Dado que el consiguiente incremento en las tasas de interés estimula el ingreso de capitales financieros, con presiones a la apre-



ciación cambiaria y riesgo de generación de burbujas en los precios de los activos, las autoridades económicas de las naciones emergentes siguieron interviniendo en el mercado cambiario e implementando medidas de regulación al flujo de capitales (ver Gráfico I.6).

Las peores perspectivas de crecimiento mundial configuran un escenario más adverso para lo que resta del año. Así, la desaceleración del crecimiento mayor a la esperada en las economías avanzadas, junto con las decisiones adoptadas tendientes a profundizar las medidas de austeridad fiscal en la mayoría de esos países, llevaron a que diversos emergentes tuvieran que rever el sesgo contractivo que habían comenzado a introducir en sus políticas. Economías como Perú y Rusia, por ejemplo, detuvieron el ciclo alcista de las tasas de interés de referencia de política monetaria, mientras que en otras se invirtió el sesgo de política ante las expectativas de un mayor deterioro del escenario externo, como es el caso de Brasil (ver Gráfico I.7). En varios casos estas reacciones de política se implementaron aún cuando no se encontraban cumpliendo con sus objetivos respecto de los niveles de inflación.

Se renovó la incertidumbre en los mercados financieros por la situación en Europa y EE.UU.

Los mercados financieros volvieron a reflejar un contexto de fuerte incertidumbre y alta volatilidad en los últimos meses, en función de la profundización de la crisis de la deuda soberana en Europa –con efectos sobre los bancos de la región—, la situación fiscal de los EE.UU. y las dudas sobre el crecimiento global. Así, en los próximos meses los riesgos de un menor crecimiento y la probabilidad de contagio en Europa serán claves para la evolución de los mercados financieros.

En la Eurozona la continua erosión de los mercados de deuda obligó a implementar nuevas medidas en los últimos meses (ver Apartado 1). Por su parte, aunque en función de las presiones inflacionarias percibidas en su momento el Banco Central Europeo inició un nuevo ciclo de subas en su tasa de interés en abril, en pocos meses tuvo que interrumpirlo ante la profundización de la tensión en los mercados financieros y las señales negativas con respecto a la evolución del nivel de actividad². Así, las perspectivas de los analistas con respecto a subas futuras se fueron moderando rápidamente (ver Gráfico I.8). En EE.UU. la Reserva Federal anunció que mantendría las tasas de interés en niveles mínimos hasta 2013, en un marco de mayores riesgos para el

² En agosto se reintrodujo el financiamiento a 6 meses con asignación completa (ver Apartado 1 del Boletín de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2011). Las operaciones con asignación completa se extendieron por lo menos hasta comienzos de 2012.

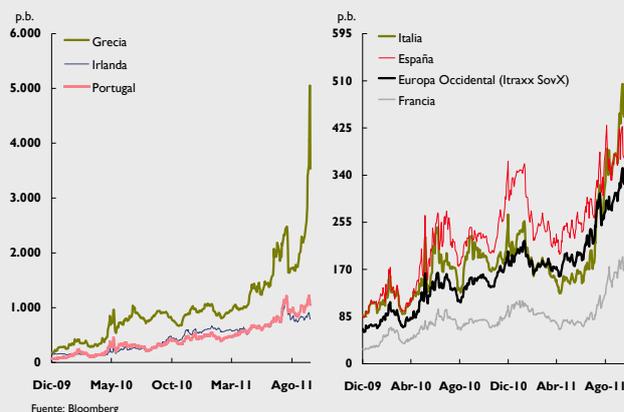
Apartado 1 / Crisis de la Deuda en Europa y Respuestas de Política

Los crecientes problemas del gobierno griego para hacer frente a sus pasivos y el continuo deterioro de la deuda soberana de varias economías europeas en los mercados llevaron a que las autoridades de los países de la zona diseñaran nuevas medidas para intentar contener la situación. Así, en julio se anunció un nuevo paquete de asistencia financiera a Grecia (esta vez incluyendo participación del sector privado) y una propuesta de mayor flexibilidad para el accionar del Fondo de Estabilización (EFSF³). Posteriormente, ante la profundización del debilitamiento de los precios de la deuda para economías grandes como la española y la italiana, el Banco Central Europeo (BCE) decidió retomar sus compras de títulos públicos. A pesar de estas medidas, se mantienen riesgos considerables con potencial contagio a nivel global

se que una eventual reestructuración podría generar respuestas de índole similar para Irlanda y Portugal, magnificando el impacto negativo sobre los balances de los bancos europeos (importantes acreedores de estos países, ver Apartado 2)⁵. A esto se le sumaba el potencial derrame hacia otras economías en situación vulnerable (dado por una combinación —en diferentes grados— de bajo crecimiento relativo, debilidad en el frente fiscal, elevada deuda y fuertes vencimientos en los próximos años) en caso de profundizarse el deterioro de los mercados. Esta situación incluye tanto a países de tamaño pequeño —Bélgica y Chipre— como a economías grandes como España e Italia.

Ante la continua erosión en los mercados, el 21 de julio se anunció un nuevo paquete de medidas de asistencia a Grecia que —sumado al pautado en mayo del año pasado— permitiría afrontar las necesidades de financiamiento estimadas hasta mediados de 2014, sujetas a la condicionalidad conjunta de la UE y el FMI⁶. El nuevo paquete incluye fondos adicionales de UE-FMI por €109.000 millones, una reducción en el costo de las asistencias⁷ (también aplicable a Irlanda y Portugal) y una extensión en los plazos de repago (de 7,5 años aproximadamente a entre 15 y 30 años con un período de gracia de 10 años). Estas medidas serían complementadas por la participación voluntaria del sector privado, a través de un canje de deuda y de la refinanciación de pasivos⁸. En la propuesta en la que se está avanzando (a fines de agosto se presentó formalmente) se plantea una serie de alternativas que incluyen el canje por bonos con y sin quita a 30 años, el canje por un bono con quita con 15 años de vida promedio y/o el refinanciamiento al vencimiento por un bono sin quita a 30 años. Para los bonos con quita la misma sería del 20%, mientras que se establecieron sistemas de garantías diferenciales para los distintos instrumentos ofrecidos. Para evitar que esta operación impactase en

Gráfico A.1.1
Evolución de Credit Default Swaps Soberanos a 5 Años



Desde mediados de abril, y con más fuerza a partir de junio, se profundizó en Europa la preocupación por la crisis de deuda soberana (ver Gráfico A.1.1). Esto se dio en un contexto en el cual desde el mercado se especulaba cada vez más con la necesidad de un paquete adicional de asistencia de la Unión Europea (UE) y el FMI para Grecia⁴, al tiempo que comenzaba a debatirse en forma más explícita entre las autoridades europeas la posibilidad de avanzar en una reestructuración de la deuda soberana de ese país. Se incrementó entonces el riesgo percibido de contagio de la situación en Grecia, al considerar-

³ European Financial Stability Facility.

⁴ El primer paquete de asistencia acordado a comienzo de mayo de 2010 (por €10.000 millones) había tenido en cuenta supuestos que resultaron ser demasiado optimistas (por ejemplo, que Grecia estaría en condiciones de volver a los mercados en 2012). Por otra parte, la implementación de las políticas de ajuste fiscal exigidas presentó importantes limitaciones.

⁵ Las curvas de rendimientos soberanos de Irlanda y Portugal pasaron a mostrarse invertidas (situación generalmente asociada con escenarios en los que se esperan problemas de repago en el corto y mediano plazo) a partir de fines de abril, aunque la inversión es menos marcada que en el caso griego.

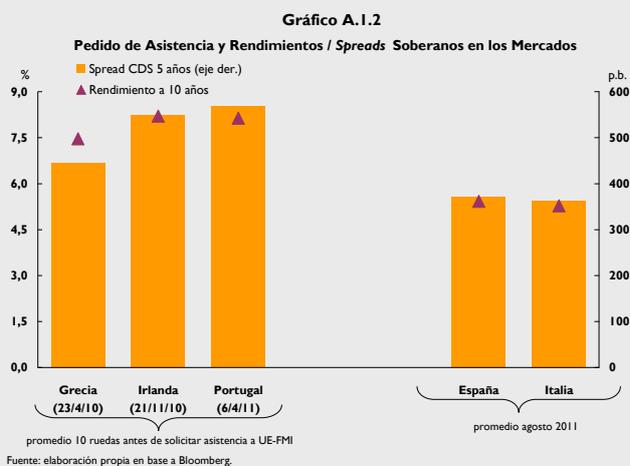
⁶ Como las condiciones que se pautaron en el programa original con la UE y el FMI, con el objetivo de salvaguardar la estabilidad del sistema financiero, mejorar la sustentabilidad de la posición fiscal (consolidación fiscal, reformas estructurales) y actuar sobre la competitividad y el potencial de crecimiento (para pasar a un modelo de crecimiento basado en el comercio internacional).

⁷ La tasa de interés pasaría a ser la misma que aquella de la facilidad de balanza de pagos de la UE (en ese momento cercana a 3,5%).

⁸ En julio también se anunció un eventual programa de recompra de deuda del gobierno griego, aunque no hubo mayores definiciones.

forma negativa sobre los mercados financieros, las autoridades europeas advirtieron que de ser necesario implementarían medidas para que los bancos griegos pudiesen seguir accediendo a las facilidades de liquidez del Euro-sistema y que proveerían fondos para capitalizar entidades financieras de Grecia en situación de insolvencia.

Adicionalmente, se anunció que se armaría un grupo de trabajo para que la Comisión Europea analizase conjuntamente con las autoridades griegas las acciones necesarias para revitalizar la economía, con la promesa de una eventual movilización de recursos a tal fin. Con el objetivo de contener las expectativas de contagio, se propuso una flexibilización del EFSF –y del Mecanismo Europeo de Estabilización que lo sucederá a partir de 2013— para permitir la implementación de programas de financiamiento preventivos, la financiación para recapitalizar entidades financieras a través de préstamos a los gobiernos⁹ y la intervención en los mercados secundarios en la medida en que existan circunstancias excepcionales que atenten contra la estabilidad financiera. Esta última medida debería contar con la aprobación de todos los países de la Eurozona.

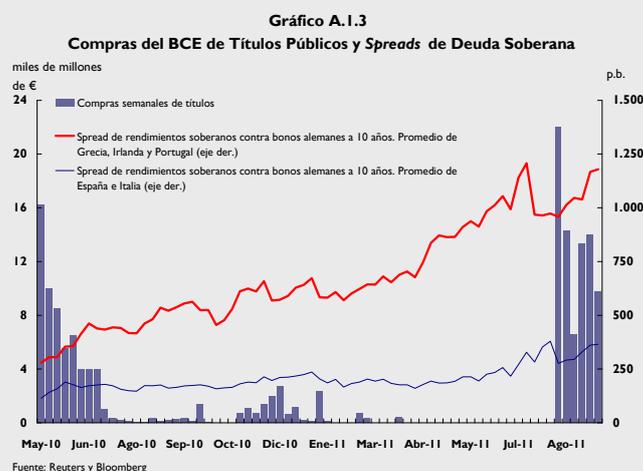


Aunque los anuncios realizados en julio tuvieron inicialmente una buena recepción, en agosto los mercados de deuda en Europa volvieron a debilitarse, de la mano de crecientes dudas con respecto al contagio hacia economías grandes con fuertes vencimientos de deuda en el corto y mediano plazo¹⁰. En el caso de España e Italia, el deterioro en los mercados secundarios de deuda comenzó a verse traducido en mayores costos de colocación en el

⁹ Estas dos medidas sin que se requiera tener un programa de asistencia con UE-FMI.

¹⁰ Además de España e Italia (S&P's rebajó la nota de este último en septiembre), en agosto llegó a especularse con una eventual rebaja en la calificación de la deuda de Francia.

mercado primario¹¹, generando temores con respecto a la profundización de este fenómeno. Particular atención se le dio a la evolución de rendimientos y *spreads* de referencia para estos dos países en los mercados secundarios, ante la posibilidad de que alcancen niveles similares a los enfrentados por Grecia, Irlanda y Portugal al momento de pedir asistencia (ver Gráfico A.1.2)¹². Dado que la flexibilización del EFSF todavía estaba pendiente de aprobación por parte de los parlamentos de los países miembros, en la segunda quincena de agosto el BCE retomó sus compras de títulos públicos, incluyendo esta vez instrumentos de España e Italia. Estas compras fueron por montos mayores a los registrados en el pico de tensión de 2010 (ver Gráfico A.1.3).



Si bien los últimos anuncios han implicado un avance, principalmente por el reconocimiento de la necesidad de reducir la carga de los pasivos de Grecia, el país sigue sin solucionar su problema de solvencia¹³. Adicionalmente, en un contexto en el que continúa poniéndose énfasis en la consolidación fiscal, no queda en claro como se dinamizará el crecimiento de la economía griega, dadas las limitaciones para mejorar su productividad rápidamente y la imposibilidad –dentro del esquema del euro— de mejorar su competitividad usando el tipo de cambio como herramienta de política¹⁴. Así, predominan las

¹¹ Para España, mientras que la deuda a 10 años en 2010 se colocó con rendimientos de 4,5% en promedio, en julio del corriente año el costo de colocación pasaba a 5,92%. Para Italia las colocaciones a 10 años pasaron de hacerse con un retorno cercano a 4% en promedio durante 2010 a un pico de 5,77% en la operación liquidada a principios de agosto de 2011 (5,22% en la operación del mes siguiente).

¹² Para evitar un mayor deterioro, los gobiernos de Italia y España anunciaron medidas adicionales para mejorar su posición fiscal, lo que a su vez afecta las expectativas de crecimiento para la región.

¹³ Se considera que, pese a las medidas anunciadas para recortar la carga de la deuda en Grecia (actualmente con saldo deuda PIB mayor a 140%), el país debería implementar en el mediano plazo una reestructuración de pasivos con quitas más agresivas.

¹⁴ La decisión de la Unión Europea de enfrentar la crisis a través de la búsqueda de equilibrios presupuestarios por medio del recorte de

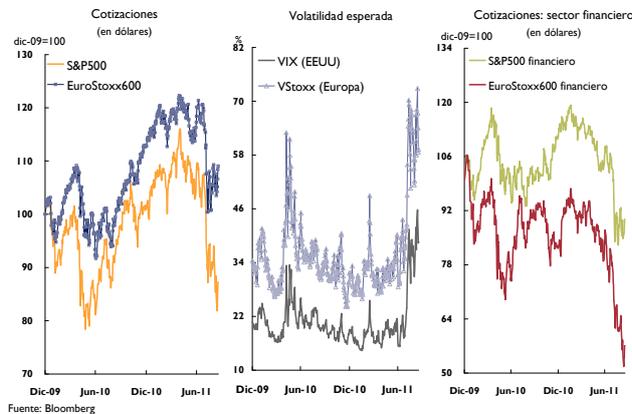
dudas con respecto a la efectividad de las medidas implementadas hasta el momento para contener la crisis en la Eurozona¹⁵.

En este contexto, la incertidumbre y la volatilidad han aumentado, al tiempo que los *spreads* de deuda siguen marcando nuevos récords en Europa. Entre los principales riesgos que subsisten, se destacan los problemas de coordinación, las inadecuadas decisiones de política y las dificultades de implementación que, en conjunto, pueden agravar la situación de la zona en forma generalizada, con un escenario posible en el que el proyecto político del euro quede comprometido. Por su parte, un eventual contagio puede terminar afectando la estabilidad financiera global, incidiendo sobre el crecimiento económico, situación similar a la que se observó en el período 2008-2009 de la crisis financiera.

gastos, el aumento de impuestos y/o reformas estructurales, ha abierto interrogantes respecto a la sostenibilidad no sólo económica, sino también política y social de estas medidas.

¹⁵ A nivel más general, se viene debatiendo cada vez más sobre distintas alternativas, como la ampliación del monto del EFSF (actualmente con capacidad efectiva por €40.000 millones –tras la modificación implementada en junio-, que junto con los aportes del FMI implicarían unos €750.000 millones disponibles), mayores quitas para la deuda griega, una política más agresiva de capitalización de bancos, y/o la emisión de deuda conjunta (“eurobonos”) por parte de todos los países de la región, entre otras.

Gráfico I.10
Renta Variable de EEUU y Europa

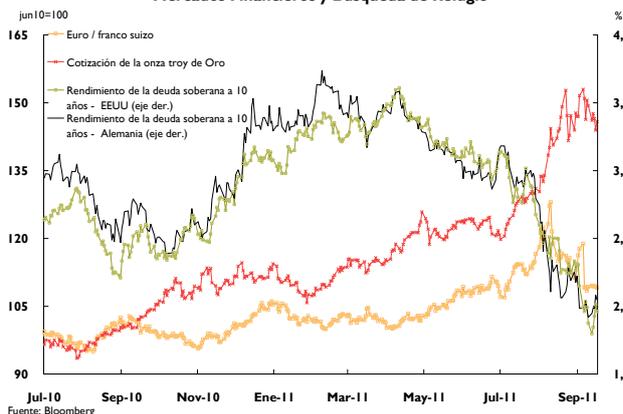


crecimiento económico (ver Gráfico I.9). Más recientemente, en un contexto de crecientes expectativas con respecto a la implementación de medidas de estímulo adicionales, en septiembre se anunció una operación por medio de la cual se procurará aplanar la curva de rendimientos soberanos a través de la venta de instrumentos de corto plazo y la compra simultánea de instrumentos de largo plazo (por US\$400.000 millones).

Los índices bursátiles registraron fuertes mermas y su volatilidad esperada trepó a máximos en un año

Los principales índices bursátiles operaron sin una tendencia definida durante buena parte de la primera mitad del año, aunque se deterioraron de manera marcada en julio y agosto¹⁶, debido a la combinación de factores adversos. En esta línea, la volatilidad esperada se incrementó durante el tercer trimestre del año, con picos por encima de los evidenciados al desatarse la crisis griega en mayo de 2010 (ver Gráfico I.10). En particular, las acciones del sector financiero registraron un deterioro más profundo –sobre todo en Europa—, afectadas por los temores de contagio de la crisis de la deuda en la zona (ver Apartado 2).

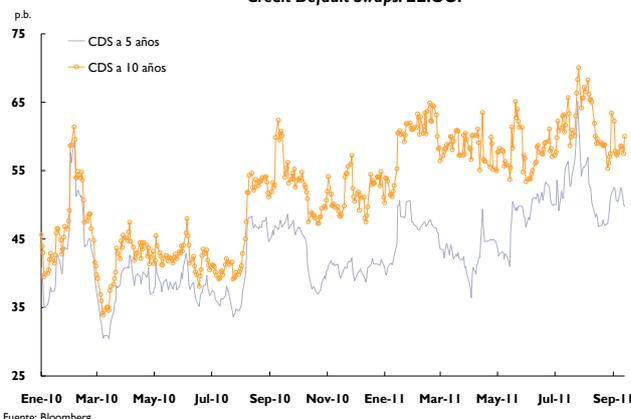
Gráfico I.11
Mercados Financieros y Búsqueda de Refugio



Las perspectivas de desaceleración económica y la aversión al riesgo en los mercados llevaron a los rendimientos de los bonos del tesoro norteamericano a niveles mínimos históricos

El incremento de los riesgos percibidos dio impulso a un reposicionamiento de los inversores en activos considerados relativamente más seguros, que se intensificó desde fines de junio. Así, la tendencia a la contracción en los rendimientos de la deuda soberana a 10 años de EE.UU. y Alemania en la primera mitad del año se profundizó en el tercer trimestre (ver Gráfico I.11). Desde fines del segundo trimestre estos rendimientos se contrajeron más de 100 p.b. hasta alcanzar mínimos comparables con los observados en la crisis de 2008 y 2009. En el caso de EE.UU. esto se dio a pesar de los problemas fiscales –evidenciados en las negociaciones parlamentarias en torno a la ampliación del límite del endeudamiento soberano—, que llevaron a que en los mercados se incrementara el riesgo percibido para su deuda (ver Gráfico I.12). La búsqueda de refugio de los inversores en los últimos meses también afectó al precio del oro, que subió más de 25% desde fines de junio hasta comienzos de septiembre, aunque en las últimas semanas se registró una importante toma de ganancias, con merma de más de 10%.

Gráfico I.12
Credit Default Swaps: EE.UU.



¹⁶ En septiembre mantenían una considerable volatilidad, con tendencia más bien a la baja.

Gráfico I.13
Renta Variable Emergentes

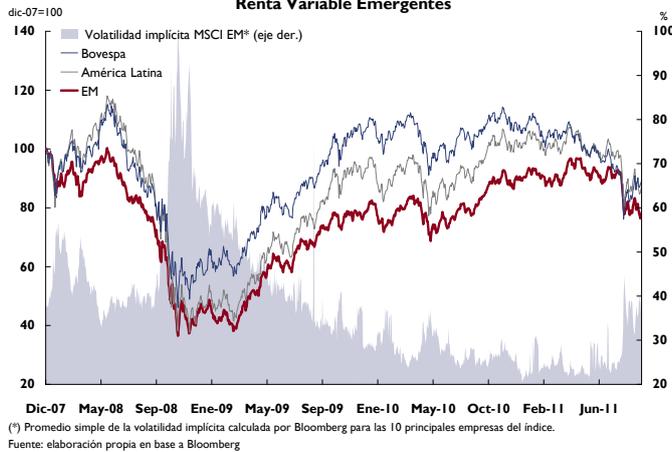


Gráfico I.14

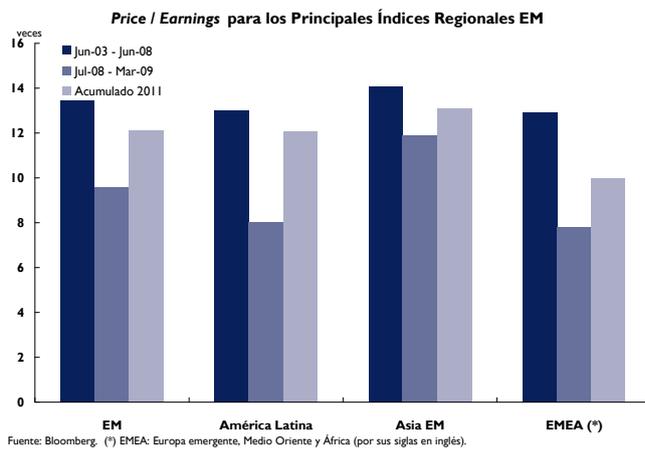
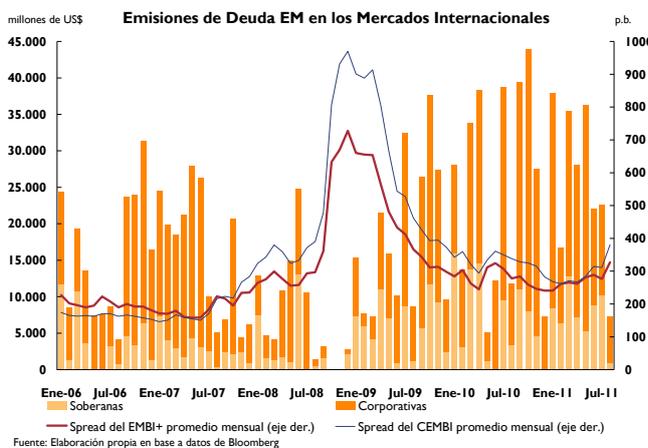


Gráfico I.15



El dólar siguió debilitándose contra el euro hasta principios de mayo –siguiendo la tendencia de fines del semestre anterior— pero luego tendió a apreciarse, recuperando buena parte del terreno perdido en el primer cuatrimestre. La volatilidad esperada para esta paridad, que se había contraído hasta abril, repuntó posteriormente hasta ubicarse en niveles similares a los de fines de 2010. Con respecto al franco suizo, la apreciación contra el euro –en parte debido a la búsqueda de refugio en un contexto de creciente volatilidad— se aceleró entre julio y agosto, llegando a acumular una revalorización de más de 20% entre fines de marzo y mediados de agosto. Esto llevó a que el Banco Nacional de Suiza anunciara una serie de medidas para contener la apreciación de la moneda suiza¹⁷, hasta que a principios de septiembre se decidió fijar un piso objetivo a la paridad entre el franco suizo y el euro (por debajo de este piso el banco central se compromete a comprar divisas en forma ilimitada).

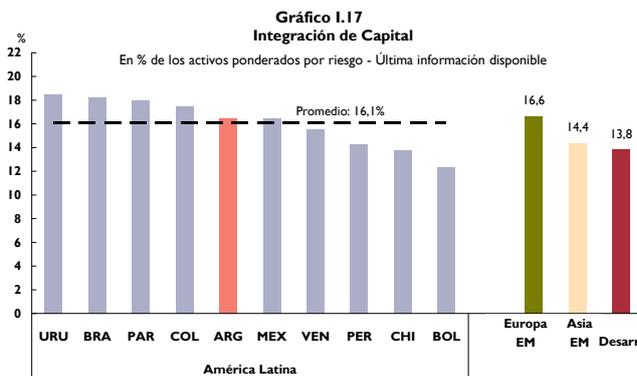
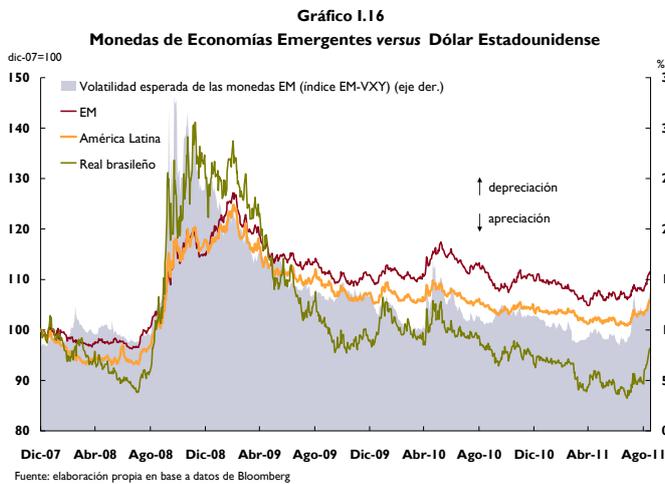
En los últimos meses los activos financieros emergentes se vieron afectados por el deterioro de los mercados financieros internacionales

Los índices bursátiles de economías emergentes mostraron una tendencia negativa desde fines de abril (que se profundizó fuertemente en agosto y septiembre) revirtiendo las ganancias acumuladas en los primeros meses del año. Así, los precios de las acciones para el agregado de los emergentes registraron desde fines de abril hasta mediados de septiembre una merma de casi 20% –con una variación similar en el caso específico de América Latina—, al tiempo que la volatilidad esperada para los principales componentes del MSCI EM se incrementó de manera marcada en agosto y septiembre (ver Gráfico I.13). En perspectiva, aunque los ratios de valuación (precios sobre ganancias) para los emergentes en general y para América Latina en particular mantienen un importante avance con respecto a los niveles registrados durante la crisis financiera de 2008-2009, en lo que va del año la media todavía está por debajo del promedio observado antes de la crisis (ver Gráfico I.14). Por otra parte, los flujos a fondos de inversión especializados en renta variable de economías emergentes mostraron un patrón cambiante en los últimos meses, con fuertes retiros en agosto y principios de septiembre, de forma tal que se acumulan salidas netas en lo que va del año que contrastan con los ingresos récord en 2010¹⁸.

Los diferenciales de riesgo de la deuda soberana emergente –tal como los refleja el EMBI+ EM— se ampliaron en los últimos meses, en un contexto de recorte sig-

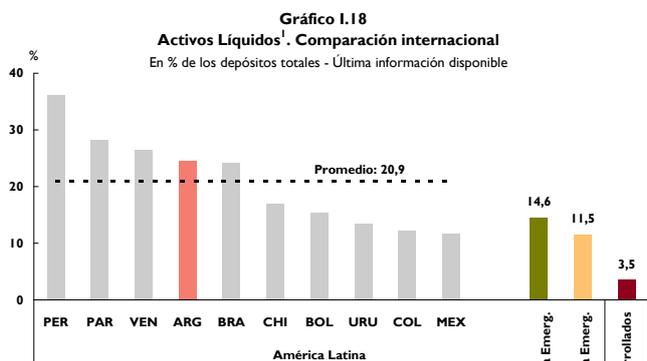
¹⁷ El Banco Nacional Suizo dispuso en agosto una baja de su rango objetivo de tasa de política monetaria y amplió su objetivo de agregados monetarios varias veces.

¹⁸ Sin embargo, los fondos especializados en renta fija de emergentes logran mantener flujos positivos en lo que va del año, en función de la entrada a fondos especializados en instrumentos en moneda local.



Datos a 2011: Argentina, Colombia, Brasil, México, Chile, India, Corea, Hungría, Turquía, Australia, Canadá, Alemania y EEUU. Datos a 2010: Bolivia, Venezuela, Perú, Paraguay, China, Indonesia, Tailandia, Bulgaria, Rumania, Rusia, Italia, Japón, España, Reino Unido. Datos a 2009: Francia

Fuente: FMI y BCRA



¹ Activos líquidos: (Efectivo en bancos + Depósitos en el Banco Central)

Datos a 2011: Argentina, Colombia, Bolivia, Venezuela, Perú, México, Brasil, Paraguay, Chile, Hungría, Australia, Canadá, Alemania, Francia, Indonesia, Tailandia, Bulgaria, Rumania, Rusia, Italia, España, Reino Unido, India, Corea, Turquía, EEUU y China. Datos a 2010: Japón.

Fuente: FMI (IFS) y BCRA

nificativo en los rendimientos de los bonos del tesoro de EE.UU. (ver Gráfico I.15). Un comportamiento similar tuvieron los precios de los CDS soberanos a 5 años. Sin embargo, el deterioro fue menos marcado que en otros períodos de alta volatilidad: a lo largo de los últimos 24 meses el EMBI+ se mantuvo en un rango de 220-440 p.b. —con mayores picos relativos en mayo de 2010 y septiembre de 2011—, lo que contrasta con los picos de más de 800 p.b. registrados en el marco de la crisis 2008-2009. Con respecto a la colocación de deuda por parte de agentes de economías emergentes en los mercados internacionales, aunque en la primera mitad del año hubo un repunte¹⁹ (en buena parte explicado por las colocaciones del sector corporativo), en los últimos meses fueron perdiendo dinamismo.

Las monedas de países emergentes mantuvieron durante el primer cuatrimestre del año la tendencia a la apreciación contra el dólar que registraron en 2010. Esto se dio en un contexto en el cual los precios de los activos financieros (acciones y deuda) mostraban un comportamiento favorable, al tiempo que varios bancos centrales avanzaban en la aplicación de políticas monetarias más restrictivas. Sin embargo, el patrón de la evolución con respecto al dólar pasó a ser menos claro a partir de mayo. Así, en agosto, mientras que la volatilidad esperada en los mercados cambiarios se incrementó, las monedas emergentes pasaban en promedio a depreciarse contra el dólar (ver Gráfico I.16). Entre las monedas latinoamericanas se destaca el caso del real, que entre fines de marzo y fines de julio se apreció 5% contra el dólar —acumulando en ese momento una revalorización interanual de casi 12%—, lo que llevó a que el Banco Central implementara nuevas medidas para contener esta situación²⁰. Sin embargo, en un contexto de mayores turbulencias en los mercados internacionales, desde fines de julio hasta las últimas semanas de septiembre el real llegó a depreciarse más de 20% contra el dólar, llevando a que el Banco Central interviniera en el mercado para contener el debilitamiento del real y acotar la volatilidad del tipo de cambio.

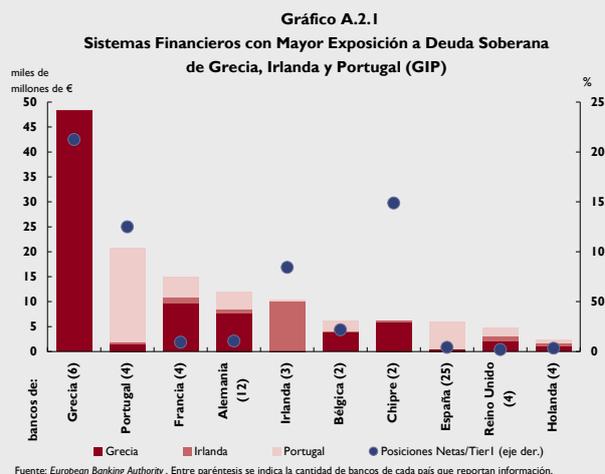
En el marco planteado, el panorama para los activos de economías emergentes en los próximos meses es más incierto que el vigente a principios de 2011. Aunque la solidez de sus fundamentos macroeconómicos, los precios de las materias primas y el sostenido contexto de amplia liquidez en los mercados internacionales en

¹⁹ En un contexto marcado por mejoras en las calificaciones de deuda de los países emergentes, algunos gobiernos pudieron financiarse a tasas mínimas en términos históricos.

²⁰ Por ejemplo, volvieron a incrementar los encajes a las posiciones vendidas en dólares de los bancos.

Apartado 2 / Situación de los Bancos en Europa

La crisis de la deuda soberana en Europa generó una creciente incertidumbre con respecto a la situación de los bancos en la región. Esto se debe a que muestran vulnerabilidades tanto en términos de su activo (exposición a títulos públicos con fuerte deterioro —y posibilidad de *default*—, potencial impacto de un menor crecimiento en la región sobre la cartera de préstamos) como de su pasivo (alta dependencia del fondeo mayorista, muy sensible a las condiciones generales del mercado financiero). Así, aunque subsisten diferencias entre los sistemas bancarios de los países de la zona y entre entidades dentro de cada sistema, en los últimos meses se observa un incremento en el riesgo percibido para el conjunto de los bancos. En este contexto, y dada la interconexión de los bancos entre sí y de los mercados financieros en general, se mantiene la preocupación con respecto a la estabilidad financiera en Europa y al eventual impacto de esta situación en la economía mundial



Desde que se desató la crisis de la deuda en Europa se observa una creciente interrelación entre el riesgo soberano y el asociado a los bancos en la región. Esto se evidenció, por ejemplo, en los recortes de las calificaciones de entidades financieras que sucedieron a las rebajas para la deuda soberana de Grecia, Irlanda, Portugal y España. Esta interrelación está en buena parte explicada por la exposición de las entidades bancarias a la deuda soberana de economías en problemas, con particular énfasis en el caso de países que debieron pedir asistencia a la UE y el FMI (Grecia, Irlanda y Portugal, grupo que en este Apartado será mencionado como GIP). Sin embargo, existen bancos grandes de otros países de la región que poseen exposiciones significativas en títulos públicos de GIP, entre los que sobresalen algunas entidades financieras de Francia y Alemania, además de otros países de menor porte como Bélgica (ver Gráfico A.2.1). El análisis enti-

dad por entidad evidencia que si bien entre aquellas con mayor exposición a la deuda soberana de GIP hay varios bancos de gran tamaño, la ponderación de su exposición en términos del capital es muy heterogénea²¹.

La exposición de los bancos lleva, a su vez, a que se preste particular atención a los potenciales efectos contagio de la crisis de la deuda soberana. Así, para los bancos fuera de GIP importa no sólo la exposición a la deuda soberana de estos países sino también a la deuda de sus bancos y de su sector privado; como ejemplo, en un escenario de cesación de pagos por parte del gobierno griego habría un impacto directo sobre la capacidad de pago de los bancos y las empresas de Grecia²². En igual sentido se destaca que la exposición a la deuda pública de otras economías de mayor tamaño cuya situación puede verse comprometida si se profundiza el deterioro en los mercados, como España e Italia, es mucho mayor que la correspondiente a los gobiernos de GIP en términos agregados²³.

Dada la continua erosión de los mercados de deuda soberana y la exposición de los bancos europeos, comenzaron a proliferar las dudas con respecto a la solvencia del sector bancario en la región²⁴. En este contexto, este año se llevó a cabo una segunda ronda de pruebas de resistencia (*stress tests*) homogéneas para los distintos países de Europa, que fueron publicadas en julio. Este ejercicio dio como resultado que sólo 8 de 90 entidades financieras debían conseguir más capital, por un monto total de €2.500 millones. En términos de la relevancia de estos resultados, se destaca que los supuestos utilizados no incluían en forma explícita la posibilidad de que se materialice un *default* de la deuda griega. No obstante, el ejercicio permitió una mayor transparencia de las exposiciones de los bancos de la región a la deuda soberana de

²¹ Otro factor de heterogeneidad está dado por el crecimiento de la morosidad para hipotecas residenciales y comerciales en economías como Inglaterra, Irlanda y España, que tuvieron fuertes avances de precios inmobiliarios y posteriores correcciones.

²² Según datos del BIS, los bancos europeos de países que no han solicitado asistencia tienen una exposición a deuda de bancos de GIP que es similar a aquella en títulos públicos de GIP. Por otra parte, la exposición de los mismos bancos a deuda de empresas no financieras de GIP es casi 5 veces su exposición a deuda soberana de GIP.

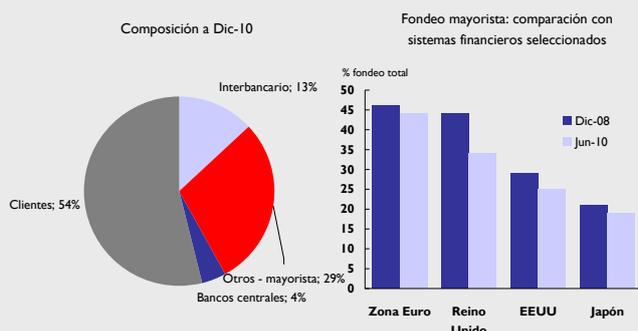
²³ Para la totalidad de los bancos que presentaron información en las pruebas de resistencia, la exposición neta a deuda soberana de GIP es por casi €36.000 millones, mientras que la exposición neta a deuda soberana de España e Italia en forma individual es por más de €60.000 millones y €80.000 millones, respectivamente.

²⁴ En un contexto en el cual los bancos europeos mostraron, tras la crisis 2008-2009, un menor des-apalancamiento en comparación con lo observado, por ejemplo, en EEUU.

diferentes países, facilitando la elaboración de estimaciones alternativas²⁵.

A la incertidumbre con respecto a la calidad del activo de las entidades bancarias europeas —y eventuales problemas de solvencia— se le suman las dudas que genera su estructura de fondeo. Más del 40% del fondeo de los bancos europeos corresponde a fuentes mayoristas, incluyendo el mercado interbancario, el financiamiento del BCE y la colocación de instrumentos de deuda. Dicho porcentaje es mayor al observado en otras economías desarrolladas (ver Gráfico A.2.2), al tiempo que una parte considerable de estas fuentes de financiamiento es de corto plazo, lo que vuelve a los bancos vulnerables ante escenarios de súbito deterioro en los mercados financieros. La posibilidad de que se materialicen problemas de liquidez que comprometan la estabilidad financiera en Europa y en otras regiones resulta particularmente relevante en función de lo observado en 2008-2009²⁶.

Gráfico A.2.2
Estructura de Fondeo de Bancos Europeos



Fuente: European Banking Authority (stress tests 2011) y FMI (Global Financial Stability Report de abril de 2011)

El fondeo mayorista de los bancos ha evidenciado una evolución dispar desde fines de 2009. Así, mientras que el mercado interbancario sin garantías no se recuperó tras la crisis 2008-2009 (actualmente estarían operando mayormente entidades grandes muy solventes), aquel con garantías —mercado de *repo*— ha mostrado un avance, aunque sigue registrando un comportamiento volátil²⁷. Un caso similar presenta la colocación de deuda, que si

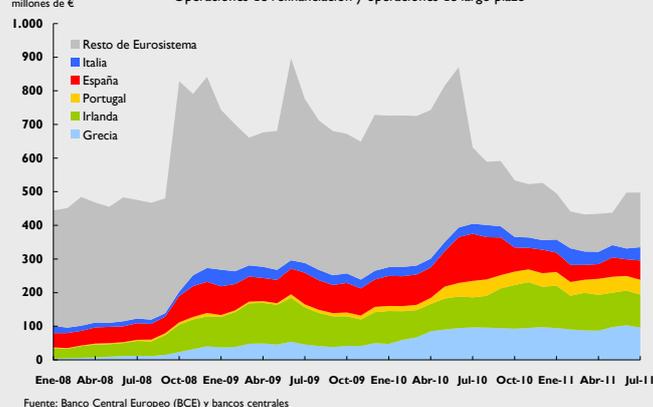
²⁵ Existen diversas estimaciones alternativas (de bancos de inversión, calificadoras de riesgo y otros agentes económicos) de las necesidades de capital que enfrentarían los bancos europeos. Basadas en supuestos heterogéneos con respecto a la magnitud y el alcance de eventuales reestructuraciones soberanas, por un lado, y el nivel objetivo para los ratios de solvencia, por el otro, las estimaciones arrojan cifras disparadas, en un rango que va de €25.000 millones hasta cifras por encima de €100.000 millones.

²⁶ Los problemas observados en el marco de la crisis llevaron a que se incorporara en Basilea III una propuesta de requisitos de liquidez.

²⁷ Parte de esta volatilidad está vinculada al comportamiento procíclico de los aforos pautados para los títulos públicos usados como colateral.

bien tendió a aumentar en 2010 y a principios de 2011, revela un patrón de comportamiento sensible a los cambiantes niveles de incertidumbre. Por ejemplo, en 2011 se está observando un fuerte recorte en los plazos de colocación para la deuda a menor plazo. Por otra parte, dadas las importantes necesidades de refinanciamiento de los gobiernos de economías de gran tamaño, la colocación de deuda de los bancos se vería dificultada en un escenario más adverso. Más allá de las diferencias existentes entre bancos específicos, en términos de la estructura de fondeo se destaca el caso particular de las entidades de GIP que mantuvieron su dependencia de las líneas de liquidez oficiales del BCE, mientras que el saldo total de estas líneas tendió a recortarse²⁸ (ver Gráfico A.2.3).

Gráfico A.2.3
Financiamiento del BCE a Sistemas Financieros de Europa
Operaciones de refinanciación y operaciones de largo plazo

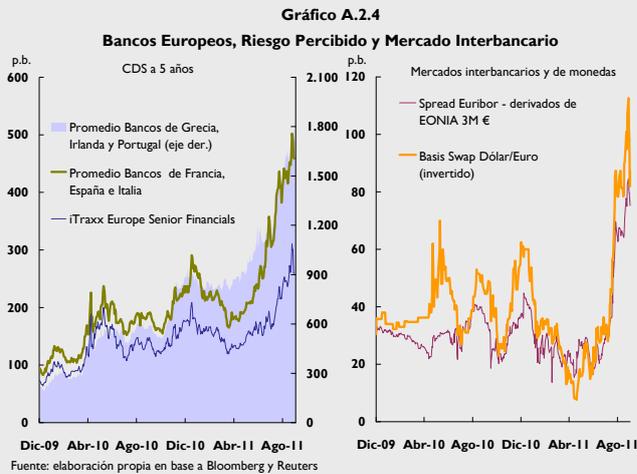


En términos del riesgo percibido en el mercado, se evidencia una importante heterogeneidad. Por ejemplo, el deterioro de los *spreads* de CDS a 5 años es más fuerte para los bancos de GIP que para el resto de las entidades de la región (ver primer panel del Gráfico A.2.4). En términos generales, existe cierta relación positiva entre el costo de asegurarse contra situaciones de *default* de bancos específicos y su exposición a deuda de GIP²⁹. Sin embargo, el debilitamiento ha sido generalizado entre las entidades de la región, sobre todo en los últimos meses. El mayor riesgo percibido entre contrapartes también se

²⁸ En los últimos meses también se verificó un mayor uso del fondeo del BCE por parte de los bancos españoles e italianos. Aunque el BCE sigue dispuesto a dar liquidez a las entidades financieras, existen dudas acerca de la capacidad de mantener un flujo creciente y considerable de financiamiento si se materializa un escenario adverso con problemas en los países (y bancos) de mayor envergadura.

²⁹ Así, en los últimos meses subió fuertemente el riesgo percibido para los bancos franceses (con exposición considerable a Grecia). En septiembre Moody's rebajó la nota de dos bancos franceses de gran tamaño y pasó a negativa la perspectiva para una tercera entidad financiera. En este contexto los bancos anunciaron planes de venta de activos para disminuir su apalancamiento.

evidencia cada vez con más fuerza en el mercado interbancario (ver segundo panel del Gráfico A.2.4)³⁰.



La vulnerabilidad de los bancos de la región sigue generando incertidumbre, exacerbando la volatilidad provocada por la crisis de la deuda en la zona del euro. Con crecientes riesgos a la estabilidad financiera en Europa (incluyendo a entidades financieras no bancarias), y dada la interconexión de los mercados financieros, se magnifica además el potencial derrame de la inestabilidad hacia otras regiones del mundo. En este contexto es esperable que se impulsen medidas adicionales para mejorar la solvencia de los bancos, facilitar el manejo de casos de entidades en problemas³¹, y consolidar un esquema de acciones coordinadas entre las autoridades de las diferentes economías desarrolladas para evitar un espiral de tensiones en los mercados financieros a nivel global.

³⁰ Asimismo, en agosto hubo señales de tensión en los mercados de *swaps* de monedas, dado que los bancos europeos estarían intentando acceder a fondeo en dólares en forma sintética ante problemas para hacerlo directamente (un fenómeno similar al observado en 2008-2009). Esto llevó a que en septiembre se lanzara una acción conjunta por parte del BCE y otros bancos centrales (EE.UU., Inglaterra, Suiza, Japón) para asegurar liquidez en dólares hasta fin de 2011.

³¹ En términos de la disponibilidad de recursos para capitalizar bancos insolventes, esto vuelve particularmente relevante la aprobación de la flexibilización del Fondo de estabilidad Europeo (EFSF). Ver Apartado 1.

principio implicarían un sesgo favorable, existen importantes riesgos a la baja ante la posibilidad de que se materialice un escenario de fuerte contracción en el apetito por riesgo o de desaceleración mayor a la esperada en el ritmo de crecimiento económico a nivel global.

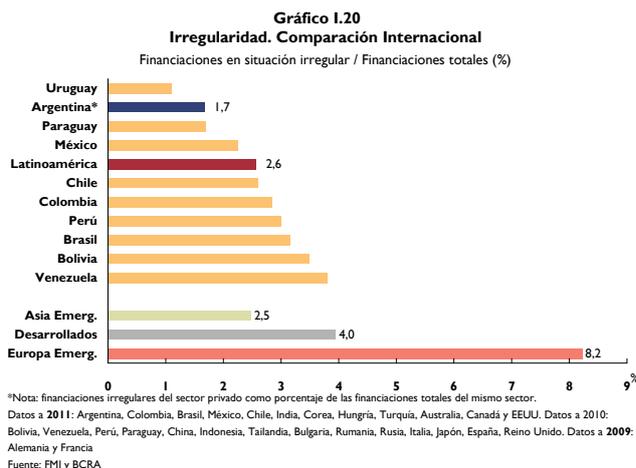
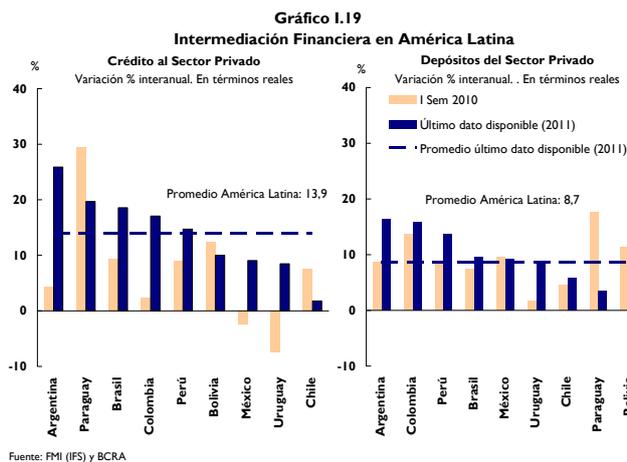
I.2 Sistemas bancarios de Latinoamérica

No obstante el contexto de mayor volatilidad de los mercados internacionales, la situación relativa de los sistemas financieros latinoamericanos permitió continuar profundizando la actividad de intermediación financiera

En un escenario de creciente turbulencia en los mercados financieros internacionales, los sistemas financieros latinoamericanos continuaron mostrando una mejor posición relativa, acompañando el desempeño de la actividad económica de la región (ver Sección I.1). En este sentido, los sistemas financieros de América Latina sostuvieron altos niveles de liquidez y solvencia. En particular, la integración de capital promedio de los sistemas financieros de la región alcanzó un nivel de 16,1% de los activos ponderados por riesgo a principios de 2011, 2,3 p.p. y 1,7 p.p. por encima de lo verificado en países desarrollados y emergentes asiáticos, respectivamente (ver Gráfico I.17), aunque por debajo de los emergentes europeos. Por su parte, el ratio de liquidez promedio de los sistemas financieros de la región se ubicó en 20,9%, entre 6,3 p.p. y 17,4 p.p. por sobre la media de otras regiones emergentes y desarrolladas (ver Gráfico I.18)

En este contexto, los países latinoamericanos continuaron registrando un creciente dinamismo de la actividad de intermediación financiera. En los primeros meses 2011, el ritmo de expansión interanual del crédito al sector privado se incrementó significativamente respecto a mediados de 2010 en casi todos los países de la región (ver Gráfico I.19). De esta manera, el crecimiento promedio del crédito al sector privado en términos reales en la zona alcanzó aproximadamente 13,9% en la primera parte del año, casi 7 p.p. más que en cierre del primer semestre de 2010. Por su parte, los depósitos de las empresas y familias verificaron en promedio una tasa de crecimiento similar a la observada en la primera mitad del año pasado.

El riesgo de crédito que enfrentan los sistemas financieros latinoamericanos se mantiene acotado. Como señal de esto, los indicadores de irregularidad de los países de la región se ubicaron en niveles bajos (2,6% en promedio) tanto desde una perspectiva histórica como respecto a otras regiones emergentes (ver Gráfico I.20). Además, los elevados ratios de cobertura de los créditos irregulares con provisiones siguieron reflejando la sólida posi-



ción patrimonial de los bancos de la región frente al riesgo de crédito.

Los pronósticos de crecimiento de las economías de América Latina, permiten prever que la actividad de intermediación financiera continúe ganando profundidad en lo que resta de 2011. No obstante, la creciente fragilidad verificada en las economías de los países avanzados en los últimos meses representa una fuente potencial de vulnerabilidades.

II. Contexto Local

Síntesis

Durante el primer semestre de 2011 la economía argentina creció 9,5% interanual (i.a.), sosteniendo un ritmo superior al exhibido durante la segunda mitad de 2010 (ver Gráfico II.1). Esta expansión fue explicada principalmente por el aumento de la absorción interna. Las alzas del empleo y de los salarios, acompañadas por la mayor oferta de crédito y las subas de las transferencias gubernamentales, impulsaron el aumento del gasto de los hogares. El mercado laboral siguió consolidándose y alcanzó valores récord de ocupación y actividad en la población, y registros mínimos de desocupación.

La inversión registró un incremento de 21,9% i.a. en el primer semestre de 2011 y logró superar los niveles de comienzos de 2008, evidenciando las mayores necesidades de ampliación del capital productivo en un contexto de aumento de la demanda. El gasto en capital se ubicó a mediados de año por encima de 24% del PIB.

La inflación se moderó en los primeros meses de 2011. La ausencia de shocks internos y externos en los precios de los productos primarios contribuyó a la menor suba de los precios, a diferencia de lo sucedido un año atrás. Los precios de los servicios registraron un alza levemente mayor, principalmente de los no regulados.

En el primer semestre de 2011 el BCRA cumplió con la meta establecida en el Programa Monetario (PM), verificándose un crecimiento de 12,5% en el M2 en junio respecto a diciembre, en línea con las proyecciones centrales de la banca. En este período el principal factor de expansión de los agregados monetarios en pesos fue el crecimiento de los préstamos en pesos al sector privado, seguido de las compras de divisas del BCRA. Para compatibilizar estos factores de creación de dine-

ro con su demanda, el BCRA absorbió la mitad de las compras de divisas a través de la colocación de LEBAC y NOBAC y la concertación de pasas. Durante los primeros meses del tercer trimestre de 2011 se observó un aumento en la demanda de moneda extranjera, contexto en el que el BCRA comenzó a intervenir en el mercado de cambios, con el objeto de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Para abastecer la demanda de dinero primario y garantizar el equilibrio en el mercado monetario, se decidió no renovar la totalidad de los vencimientos de LEBAC y NOBAC. En estos meses los préstamos al sector privado continuaron siendo el principal factor de explicación del agregado monetario amplio en pesos.

En un contexto de mayor volatilidad en los mercados internacionales, los activos financieros de Argentina tendieron a debilitarse, en línea con lo observado para la generalidad de las economías emergentes. Los precios de los títulos públicos se deterioraron, aunque sus rendimientos permanecieron muy por debajo de los observados en el marco de la crisis internacional de 2008-2009. En lo que respecta a las acciones, el Merval cotizó en baja en los últimos meses, tendencia que se profundizó en agosto. Los fideicomisos financieros registraron un mayor dinamismo incluso si se excluye a aquellos vinculados a obras de infraestructura. En el caso de las obligaciones negociables se destacó la alta ponderación de las operaciones de bancos y otras entidades financieras. En términos de los cheques de pago diferido, en lo que va de 2011 se registraron valores record tanto para los volúmenes negociados como para los plazos de concertación.

Gráfico II.1

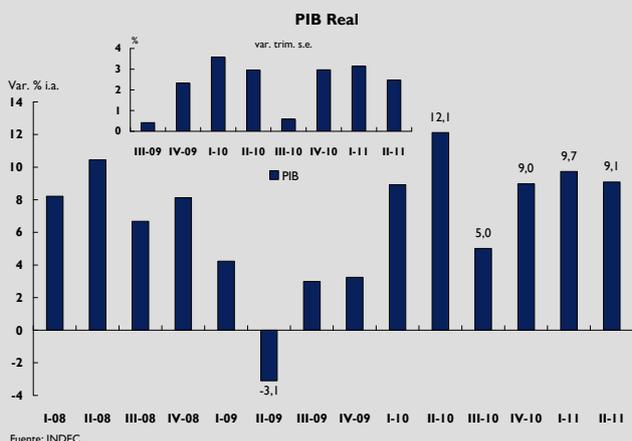
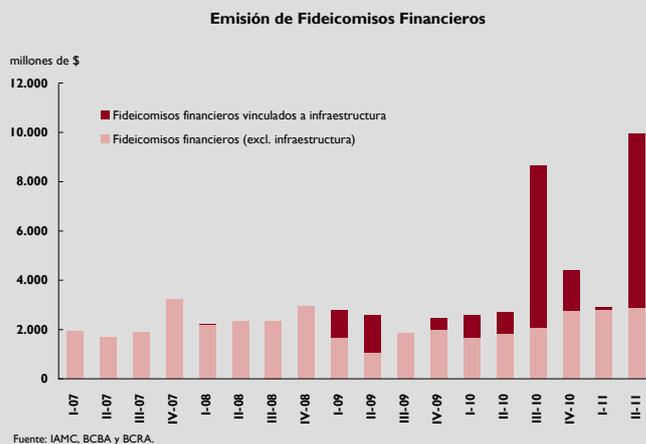
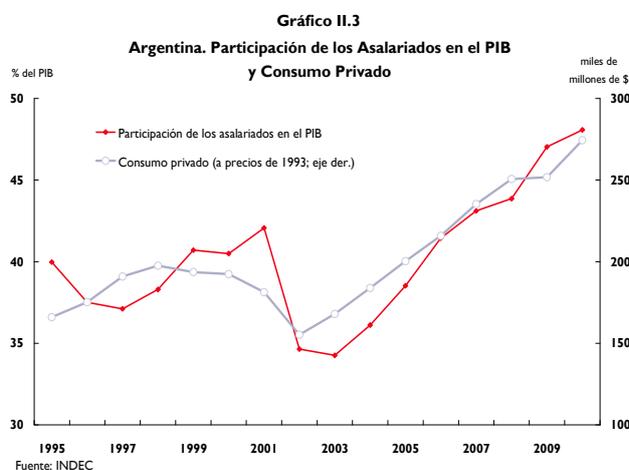


Gráfico II.2



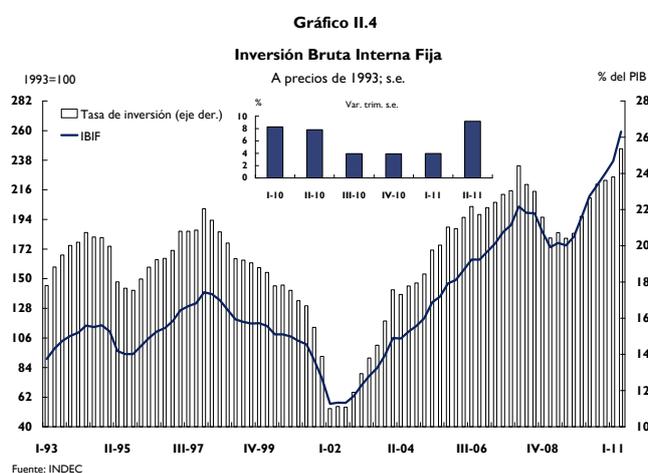
II.1 Coyuntura nacional

Sostenido crecimiento de la actividad económica local en la primera parte de 2011, principalmente impulsado por el consumo de los hogares y el crecimiento de la inversión



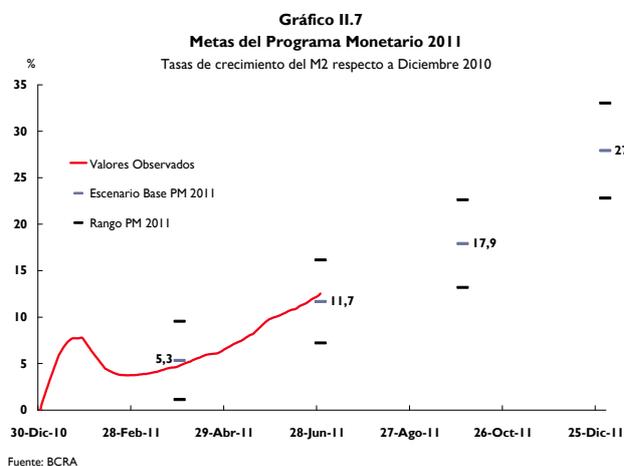
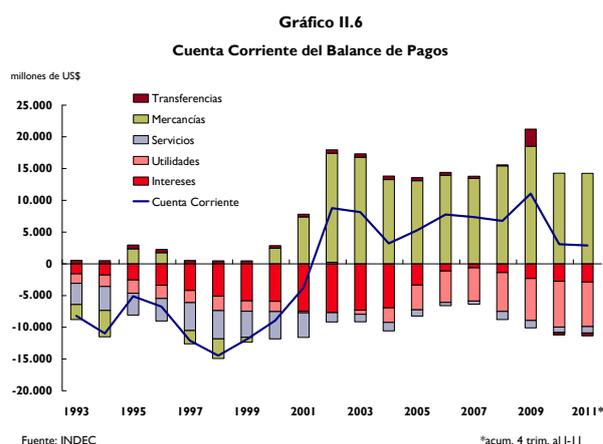
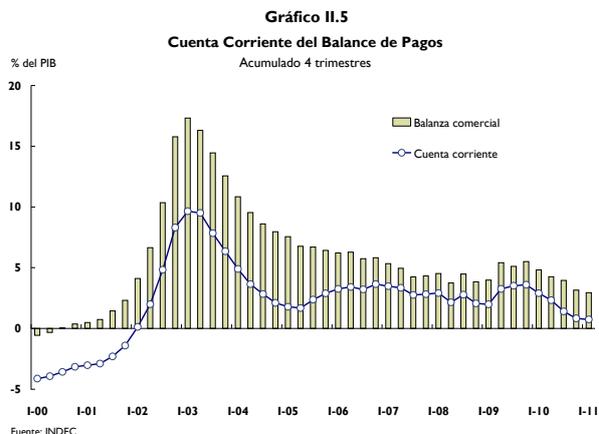
En el primer semestre de 2011 la actividad económica volvió a registrar un fuerte aumento, frente a un escenario internacional de incertidumbre creciente y menor expansión que la prevista a inicios de año (ver Capítulo I). La producción local de bienes y servicios creció 9,5% interanual (i.a.) en los primeros seis meses de 2011, superando el ritmo de suba del último semestre de 2010.

El consumo de los hogares continuó siendo el principal sostén del gasto (ver Gráfico II.3), a partir del incremento de los recursos laborales, dado el ascenso de los salarios y de la ocupación, que fue complementado por las mayores transferencias públicas y el creciente financiamiento bancario. Dentro de las transferencias públicas se destacaron los ajustes de las Asignaciones familiares, que incluyen la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH; que contó además con la ampliación de la cobertura a las embarazadas), y las subas otorgadas a los jubilados y pensionados en el marco de la Ley de Movilidad Previsional.



La inversión continuó incrementándose en el primer semestre de 2011 y ya se ubica en niveles superiores a los registrados en forma previa a la profundización de la crisis internacional iniciada en 2008. Se destacaron las inversiones realizadas para la compra de maquinarias, destinadas a elevar la producción, en un contexto de alto uso de la capacidad instalada. Por su parte, el gasto en construcción también mostró un crecimiento significativo, similar al del último semestre de 2010. Así, la tasa de inversión en la primera mitad del año fue de 24,6% del PIB en forma desestacionalizada, más de 2 puntos porcentuales (p.p.) por encima del mismo período de 2010 (ver Gráfico II.4).

La continuidad del crecimiento económico siguió favoreciendo la creación de nuevos puestos laborales y la mejora de la calidad de los mismos. La tasa de empleo alcanzó nuevos valores récord en el segundo trimestre de 2011, tras la creación de 279 mil puestos de trabajo (2,6% i.a.) en los 31 aglomerados relevados por la Encuesta Permanente de Hogares respecto a igual período del año anterior. Por su parte, la fuerte expansión de la ocupación fue acompañada por un alza similar de la fuerza laboral. En este marco, la tasa de desocupación se ubicó en el segundo trimestre de 2011 en 7,3% de la Po-



blación Económicamente Activa (PEA), 0,6 p.p. por debajo de un año atrás.

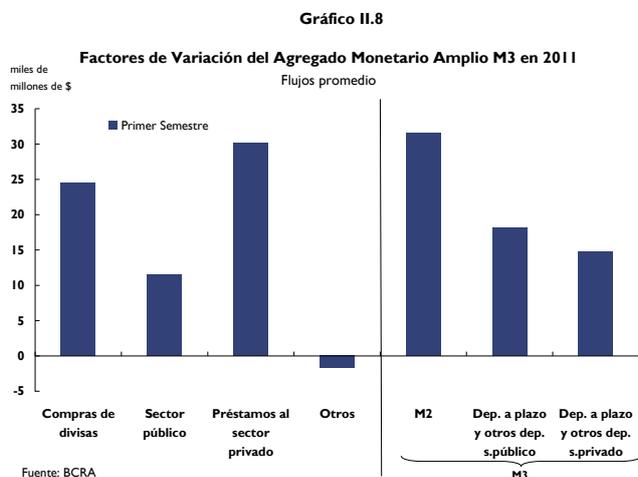
Las exportaciones mantuvieron en los primeros siete meses del año un fuerte crecimiento, similar al exhibido en la segunda mitad de 2010, originado en el aumento de todos los rubros con excepción de combustibles y energía. Mientras que la suba de los productos primarios y las manufacturas de origen agropecuario respondió principalmente a los precios, las manufacturas de origen industrial se expandieron fundamentalmente por el incremento de las cantidades vendidas, que en el acumulado anual muestran un aumento de 14%.

Las importaciones, entre enero y julio, siguieron mostrando alzas elevadas aunque inferiores a las del segundo semestre del año pasado, impulsadas en su mayoría por las compras de bienes de capital, insumos industriales y energía. De esta manera, el superávit comercial se mantuvo elevado en términos históricos, aunque evidenció una reducción. Para todo 2011 se prevé que el superávit comercial se constituya nuevamente como el soporte del saldo de la Cuenta Corriente, que tenderá al equilibrio (ver Gráfico II.5). Esto se debe a que se prevén mayores pagos netos al exterior de utilidades y dividendos por el crecimiento de la actividad económica y la rentabilidad de las inversiones, en un contexto donde los niveles de intereses pagados se mantienen reducidos en términos del PIB respecto al pasado (ver Gráfico II.6).

En el primer semestre de 2011 los diversos indicadores disponibles de precios reflejaron una disminución en el ritmo de aumento interanual respecto a fines de 2010. La moderación del alza de los precios de los bienes respondió principalmente a la ausencia de *shocks* internos y externos en el mercado de las carnes -que representa 10% de la canasta de consumo- a diferencia de lo sucedido a lo largo de 2010. Esto se dio en un contexto de mayor crecimiento de los precios de los servicios, en especial de los no regulados.

El BCRA continúa orientando sus acciones a compatibilizar tanto la emisión primaria de dinero, asociada principalmente a su intervención cambiaria, como la creación secundaria motorizada por el vigoroso crecimiento del crédito, con el aumento de la demanda de dinero, para así mantener equilibrado el mercado monetario

En el primer semestre de 2011 se cumplió la meta establecida en el Programa Monetario (PM). El M2 acumuló a junio un crecimiento de 12,5% respecto a diciembre 2010, 0,8 p.p. por encima del escenario base proyectado en el PM y 3,6 p.p. por debajo del límite superior pre-

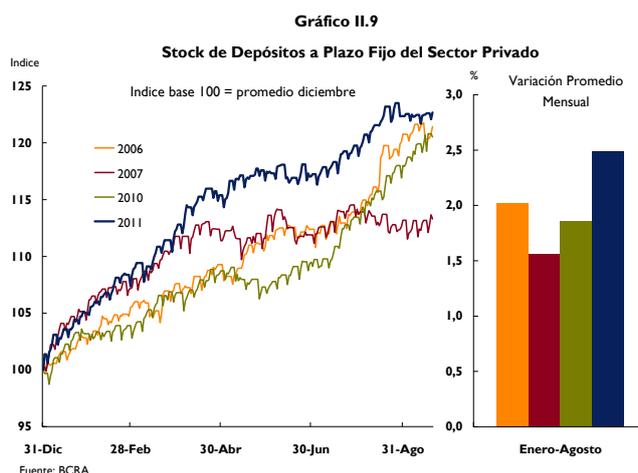


visto (ver Gráfico II.7). La trayectoria que registró el M2 privado durante la primera mitad del año también resulta compatible con su meta anual.

La demanda de dinero asociada al ahorro continuó mostrando un fortalecimiento. En particular, la expansión registrada en el semestre en los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado alcanzó a 17% y resultó la más elevada de los últimos seis años para idéntico período. El mayor aumento respecto a otros años se verificó tanto en el primero como en el segundo trimestre del año, período este último caracterizado por la elevada demanda de liquidez de las empresas para hacer frente a los vencimientos impositivos y al pago del medio salario anual complementario, lo que normalmente reduce el crecimiento de las imposiciones a plazo.

En este marco, 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, registró en el semestre un crecimiento de 16% y un aumento de 39,7% i.a.

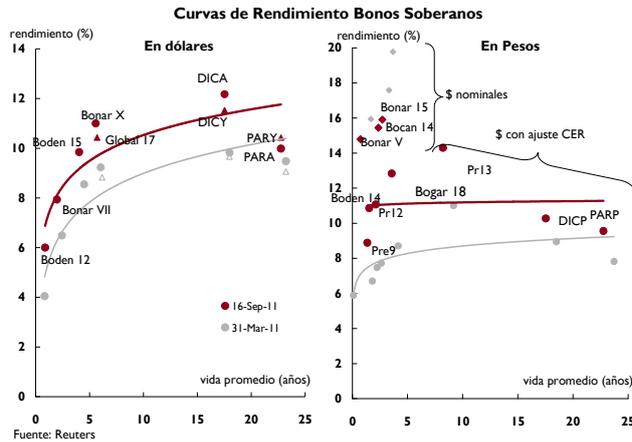
El principal factor de expansión de los agregados monetarios en pesos en la primera parte del año fue el crecimiento de los préstamos en pesos al sector privado (ver Gráfico II.8), que siguieron acelerando su ritmo de expansión interanual. En particular, las financiaci3nes comerciales continuaron exhibiendo un ritmo de expansión interanual superior al observado en las líneas destinadas a los hogares.



En el contexto del régimen de flotación administrada del tipo de cambio y de la política prudencial de acumulaci3n de reservas, las compras de divisas del Banco Central fueron otro de los principales factores de expansi3n de los agregados monetarios. No obstante, para compatibilizar los factores de creaci3n con la demanda de dinero, durante los primeros seis meses del año el BCRA absorbió el equivalente al 50% de las compras de divisas a través de la colocaci3n de LEBAC y NOBAC y la concertaci3n de pases. En el primer semestre, las tasas de interés de LEBAC y NOBAC no se modificaron significativamente y el BCRA mantuvo las tasas de interés de sus operaciones de pase en los niveles vigentes desde octubre de 2009 (9,0% y 9,5% para los pases pasivos a 1 y 7 días de plazo, y 11,0% y 11,5% para los pases activos a iguales plazos).

Sin embargo, durante los primeros meses del tercer trimestre de 2011 se observó un aumento en la demanda de divisas. Frente a este contexto, el BCRA comenzó a intervenir en el mercado de cambios vendiendo divisas, con el objeto de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Como contrapartida, para abastecer la demanda de dinero primario y garantizar el equilibrio en el mercado monetario, decidió no renovar la totalidad de los ven-

Gráfico II.10

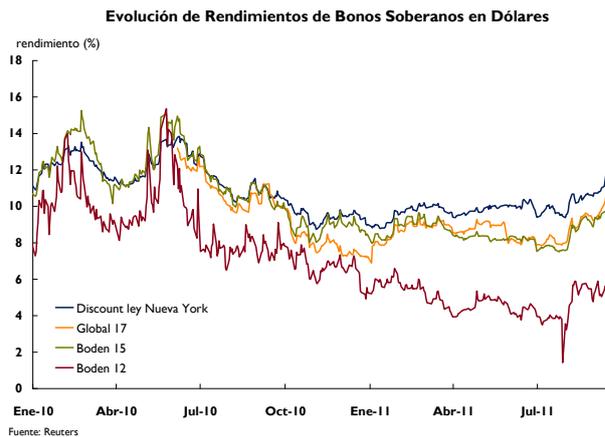


mientos de LEBAC y NOBAC, por lo que se produjo una caída en los saldos de esos títulos. Asimismo, desde la última licitación de agosto comenzaron a convalidarse moderados incrementos en las tasas de interés de las LEBAC de más corto plazo. En lo que respecta al agregado monetario amplio en pesos, el principal factor de explicación de su crecimiento continuaron siendo los préstamos al sector privado, los cuales mantienen el dinamismo del primer semestre del año.

Por su parte, durante los primeros meses de tercer trimestre los depósitos en pesos del sector privado continuaron mostrando una marcha creciente. En particular, las imposiciones a plazo fijo aumentaron 4% en julio y agosto, acumulando durante los primeros ocho meses de 2011 el mayor incremento porcentual de los últimos años (21,7%). Dicho crecimiento equivalió a una suba promedio mensual de 2,5%, frente a un incremento promedio mensual de 1,8% registrado para el mismo período durante 2006, 2007 y 2010 (ver Gráfico II.9).

A mediados de septiembre el saldo de reservas internacionales alcanzó a US\$49.420 millones, mostrando una reducción respecto a diciembre de 2010. Si bien en lo que va de 2011 el Banco Central realizó compras netas de divisas por cerca de US\$ 3.600 millones, la disminución del stock de reservas estuvo mayormente explicada por el pago de los servicios de la deuda pública en moneda extranjera con reservas de libre disponibilidad, dispuesto mediante los Decretos 2054/10 y 276/11 (acumulando aproximadamente US\$ 6.850 millones).

Gráfico II.11



En el segmento en moneda extranjera, el total de depósitos mostró entre diciembre y junio una leve disminución, con caídas en las colocaciones del sector público que fueron parcialmente compensadas por el incremento en las del sector privado. De esta forma, en el primer semestre el agregado más amplio, M3*, que incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios y el total de depósitos, en pesos y en moneda extranjera (expresados en pesos) de los sectores público y privado no financieros, mostró un aumento de 14%.

Para lo que resta de 2011, la desaceleración económica global, y en particular la de nuestros principales socios comerciales, conjuntamente con un escenario de mayor incertidumbre mundial, podría llevar a una moderación en el crecimiento económico de Argentina.

II.2 Mercado de Capitales

En un contexto de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales –afectados por la crisis de deuda en Europa y por las preocupaciones con respecto al crecimiento en EE.UU. y a nivel global—, los precios de los activos financieros locales experimentan un dete-

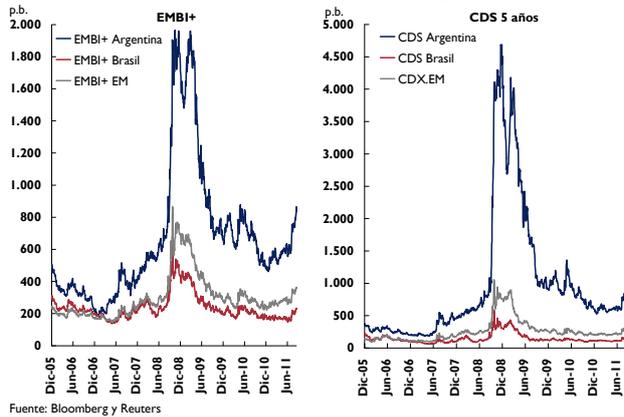
rioro respecto de fines de marzo, acompañando a la generalidad de los activos emergentes. Sin embargo, la merma ha sido moderada en comparación con otros escenarios de alta volatilidad en los mercados internacionales, en especial entre los activos de renta fija. En este sentido, si bien los fundamentos macroeconómicos locales vuelven atractivos los instrumentos financieros del país en un contexto de tasas de interés bajas a nivel internacional, el comportamiento de estos activos seguirá estando condicionado por la materialización o no de los riesgos globales antes mencionados (ver Capítulo I).

Pese a la elevada volatilidad en los mercados internacionales, los títulos públicos muestran un leve descenso

Las cotizaciones de los bonos soberanos cedieron moderadamente, afectadas por el contexto internacional negativo y volátil. Para los títulos públicos en dólares, ello implicó una ampliación en los rendimientos desde fines de marzo hasta mediados de septiembre de unos 150 p.b. en promedio (ver Gráfico II.10), llegando a superar en la parte más larga de la curva el nivel de 10% desde agosto (ver Gráfico II.11). A su vez, el pago del cupón de Boden 12 realizado en agosto se tradujo en una mayor demanda de instrumentos en la parte corta de la curva en dólares, conllevando un empinamiento de la misma. En lo que respecta a los instrumentos en pesos con ajuste CER, los rendimientos se ampliaron en promedio más de 300 p.b. a lo largo de la curva desde fines de marzo, si bien para el bono Descuento el incremento fue sustancialmente menor (de unos 130 p.b.). Distinto es el caso de los bonos en pesos nominales, que se ubican con rendimientos en niveles muy próximos a aquellos vigentes a fines de marzo (cayeron 30 p.b. en promedio³²), comportamiento consistente con la trayectoria de la tasa Badlar Bancos Privados en el período.

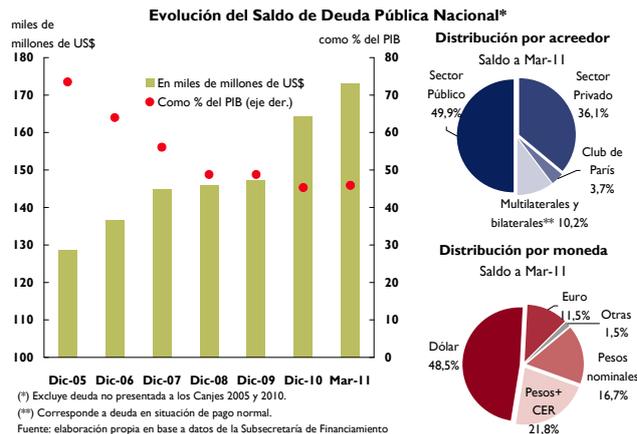
La comentada contracción de los rendimientos de los bonos del tesoro norteamericano junto con la ampliación de aquellos de los bonos soberanos argentinos con legislación internacional, tuvo como correlato un incremento de los diferenciales de riesgo soberano de la Argentina. El EMBI+ de la Argentina se ubicaba a mediados de septiembre en torno a 840 p.b., aproximadamente 160 p.b. por encima del promedio de 2010. Por su parte, el contrato a 5 años de *credit default swaps* (CDS), se ubicaba a mediados de septiembre cercano a 900 p.b., con una suba de 270 p.b. en los últimos 6 meses pero en línea con el promedio de 2010 (ver Gráfico II.12).

Gráfico II.12
Evolución de Diferenciales de Riesgo



Fuente: Bloomberg y Reuters

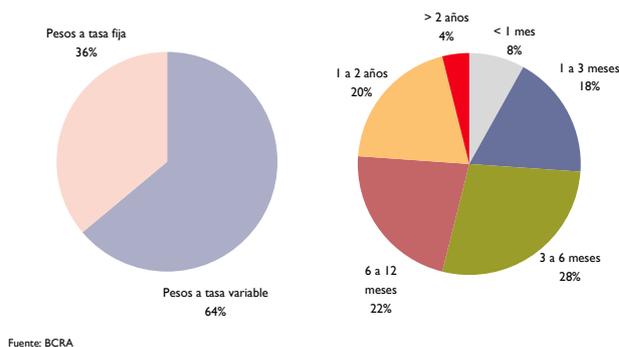
Gráfico II.13



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Subsecretaría de Financiamiento

³² Se incluye el Bonar V con cupón fijo y los bonos Bonar 14 y Bonar 15, que devengan cupón en base a la tasa Badlar Bancos Privados más un spread.

Gráfico II.14
Composición del Saldo de Lebac y Nobac en Circulación
 Por tipo de tasa y plazo, en base al saldo en circulación a sep-11

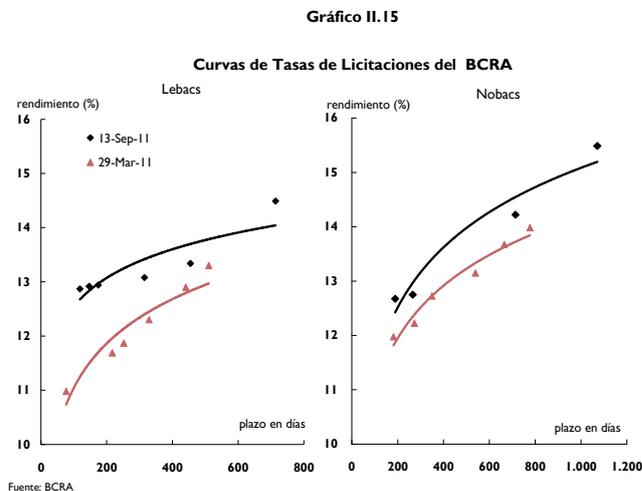


El principal mecanismo de financiamiento del Gobierno Nacional siguió siendo la colocación directa a organismos *intra* sector público de bonos y letras, al tiempo que se continuaron utilizando las reservas internacionales de libre disponibilidad para realizar pagos de deuda³³. Se observa una fuerte contracción del saldo de letras de corto plazo en los últimos meses (hasta totalizar \$2.700 millones), como resultado de la refinanciación de vencimientos con otros instrumentos de mayor plazo. En este sentido, en el año se colocaron bonos en forma directa por un total de \$4.706 millones³⁴. De esta manera, a fines de marzo de 2011, la deuda pública ascendía a US\$173.147 millones o 45,9% del PIB³⁵, evidenciando una caída interanual en línea con la tendencia de menor endeudamiento desde hace más de 5 años (ver Gráfico II.13). Cabe destacar que, respecto del total de deuda pública en circulación, las obligaciones con el sector privado alcanzan sólo 16,6% del PIB (ver Capítulo III).

En los últimos meses se profundizó la demanda relativa de Nobacs

Como se mencionó, el Banco Central continuó con su política de esterilización a través de la colocación de Lebacs y Nobacs en el mercado primario como una de sus principales herramientas. A mediados de septiembre el saldo de letras y notas en circulación se ubicaba en torno a los \$81 mil millones, en línea con el monto en circulación a fines de marzo y con un incremento de 12% en términos interanuales. En los últimos meses continuó profundizándose relativamente la preferencia de los inversores por instrumentos a tasa variable. A mediados de septiembre las Nobacs representaban 64% del saldo total de instrumentos del BCRA (ver Gráfico II.14), 7 p.p. más que en los primeros meses del año. Se destacó el alargamiento en los plazos tanto en letras como en notas: las letras se adjudicaron por más de 700 días de plazo residual, mientras que en Nobacs superaron frecuentemente los 1.000 días. En términos de tasas de corte, para las Lebac se observó un incremento de 120 p.b. en promedio respecto de lo adjudicado a fines de marzo. En Nobacs, por su parte, se dio un incremento promedio de más de 50 p.b. en las tasas de corte de las especies de similar plazo respecto de los convalidados a fines de marzo (ver Gráfico II.15), al tiempo que la Badlar Bancos Privados aumentó cerca de 150 p.b. en el período.

En el mercado secundario, en línea con lo sucedido en las licitaciones, la demanda favoreció a las Nobacs; se

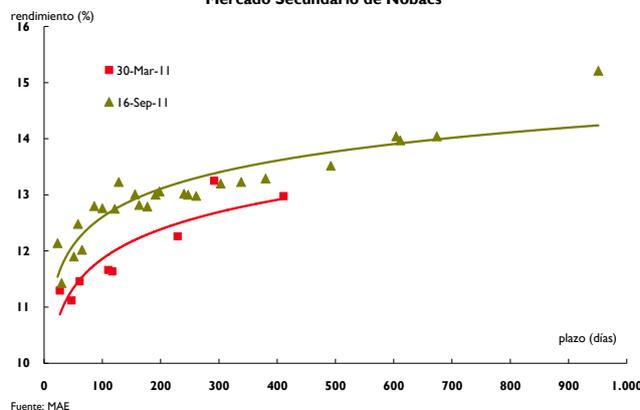


³³ En virtud de lo dispuesto en los Decretos 2054/2010 y 276/2011, como contrapartida a los pagos de deuda a realizarse con reservas de libre disponibilidad durante 2011 se colocaron al BCRA dos Letras Intransferibles en dólares a 10 años de plazo por un total de US\$9.625 millones.

³⁴ Última información disponible. El 90% se explica por el Financiamiento del Banco de la Nación Argentina con vencimiento en 2013, amortizable y con cupón en base a Badlar más 100 p.b. y el monto restante en bono Descuento en dólares con legislación local colocado al FGS.

³⁵ Última información disponible.

Gráfico II.16
Mercado Secundario de Nobacs



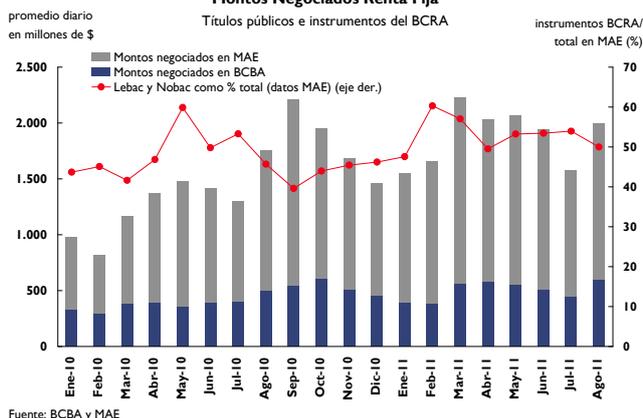
observa un alargamiento en los plazos de las especies negociadas, con rendimientos a mediados de septiembre en promedio unos 70 p.b. por encima de los observados a fines de marzo (ver Gráfico II.16). Para las Lebac las tasas negociadas verifican una ampliación de unos 90 p.b. en promedio en los rendimientos requeridos a lo largo de la curva, que se eleva hasta 160 p.b. en promedio para aquellas de plazo superior a 150 días.

Leve retroceso en los montos negociados de instrumentos de renta fija en el mercado local

La negociación con instrumentos de renta fija (incluyendo instrumentos del BCRA) en las plazas locales³⁶ tuvo un leve retroceso en los últimos meses, aunque verifica un incremento interanual superior a 30% (ver Gráfico II.17). Las operaciones se ubican así en torno a \$2.000 millones diarios. Los montos transados en títulos públicos explicaron aproximadamente la mitad del total negociado³⁷, siendo la parte restante en instrumentos del BCRA y otros. Las especies más operadas en los últimos meses fueron el Boden 12, el Boden 15 (ambos en dólares) y el Bogar 18 en pesos con ajuste CER.

Gráfico II.17

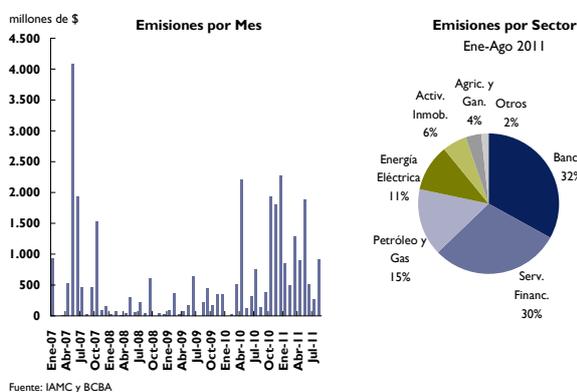
Montos Negociados Renta Fija
Títulos públicos e instrumentos del BCRA



Aumenta el financiamiento a través del mercado de capitales

Las financiaciones por medio de instrumentos del mercado de capitales —incluyendo fideicomisos para infraestructura— crecen en lo que va del año en relación a 2010, pese al pronunciado deterioro de la coyuntura internacional. El monto total de financiamiento ascendió a más de \$25.000 millones en el periodo comprendido entre enero y agosto de este año, con un incremento interanual de 40%, explicado en parte por el volumen de financiaciones para obras de infraestructura.

Gráfico II.18
Financiamiento al Sector Privado a través de Bonos



Continuando con la tendencia de los últimos años, el fideicomiso financiero sigue siendo el principal instrumento de financiamiento en el mercado de capitales, a través de la titulización de activos relacionados a obras de infraestructura y de diversos tipos de créditos (préstamos personales y cupones de tarjeta de crédito). Entre enero y agosto de este año se financiaron obras viales, viviendas residenciales, generadoras de electricidad mediante terminación de centrales térmicas y nucleares por un total de casi \$9.900 millones (ver Gráfico II.2). Por otro lado, los fideicomisos financieros no relacionados a infraestructura continuaron en ascenso, observándose además un recorte en los rendimientos de las colocaciones en el primer semestre. En efecto, la tasa promedio ponderada de los valores *senior* colocados cayó 60 p.b. entre di-

³⁶ MAE y BCBA.

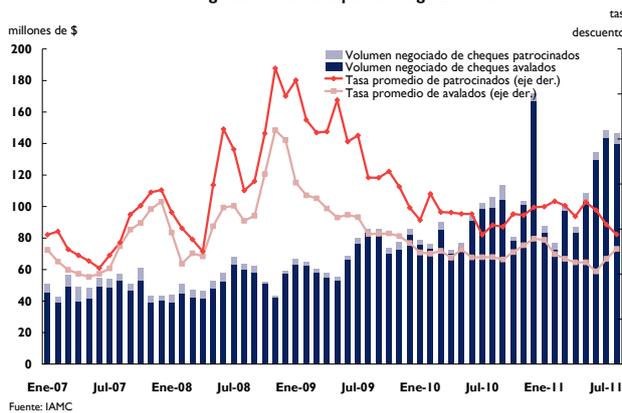
³⁷ En base exclusivamente a datos del MAE.

Tabla II.1
Colocaciones de Bonos de Bancos y Empresas de Servicios Financieros
Enero-Agosto de 2011

		Bancos	Entidades financieras no bancarias	
Cantidad de operaciones totales		18	26	
Operaciones en pesos a tasa variable	Cantidad de operaciones	13	17	
	Monto promedio (millones de pesos)	79,2	65,1	
	Rango de plazos (meses)	12 a 84	9 a 30	
	Rango de spreads sobre Badlar BP	AAA	2,9% a 3,2%	2,85% a 3,26%
		AA	2,8% a 4,75%	3,16% a 4,08%
A o inferior		3,8% a 5,99%	3,75% a 6%	
Operaciones en pesos a tasa fija	Cantidad de operaciones	3	7	
	Monto promedio (millones de pesos)	23,4	25	
	Rango de plazos (meses)	9	9 a 30	
	Rango de tasas	AAA	13,49% a 14,9%	13,3% a 14,4%
		AA	13,50%	-
A o inferior		-	17%	
Operaciones en dólares	Cantidad de operaciones	2	2	
	Monto promedio (millones de pesos)	626,9	412,5	
	Rango de plazos (meses)	15 a 84	18 a 72	
	Rango de tasas	AAA	-	-
		AA	7% a 8,75%	-
A o inferior		-	5,25% a 9%	

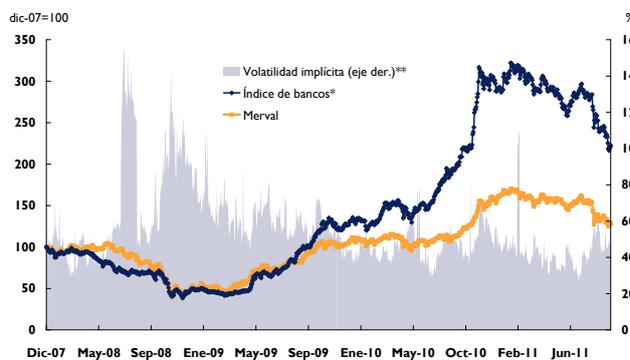
Fuente: BCBA y CNV

Gráfico II.19
Negociación de Cheques de Pago Diferido



Fuente: IAMC

Gráfico II.20
Evolución del Mercado Local de Acciones



(*) Promedio ponderado en base a capitalización bursátil.

(**) Promedio simple de las volatilidades implícitas en opciones de las principales 3 acciones domésticas del índice.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

ciembre de 2010 y junio de 2011, pese a que la tasa Badlar Bancos Privados (tasa de referencia para las colocaciones a tasa variable, muy representativas en este segmento) creció 20 p.b. en el mismo periodo. No obstante, en el tercer trimestre se observó un aumento de las tasas de corte producto del aumento de la Badlar.

Aunque la crisis internacional dificultó el acceso de las empresas domésticas a los mercados internacionales de deuda, en el mercado local continuaron con buen ritmo las colocaciones de obligaciones negociables. Así, las empresas se financiaron por más de \$7.100 millones en los primeros ocho meses de 2011³⁸ (ver Gráfico II.18). En este sentido, si bien ciertas empresas lograron financiarse en el exterior en los primeros meses del año, más tarde el deterioro de la coyuntura llevó a que se pospusieran algunas emisiones. Predominaron en el período las operaciones de empresas ligadas al sector financiero que representaron más del 62% del monto total. Entre las transacciones locales se destacaron aquellas en pesos a tasa de interés variable a plazos de entre 1 y 2 años (aunque hubo operaciones a 7 años) con *spreads* sobre la tasa Badlar Bancos Privados de 2,9% a 3,2% para emisiones de mayor calidad crediticia (ver Tabla II.1). Para el caso de las emisiones en pesos a tasa de interés fija, predominaron las series a corto plazo con tasas que se ubicaron cercanas a 13,5% para emisores de mayor calidad crediticia. Hubo cuatro operaciones en dólares de montos considerables.

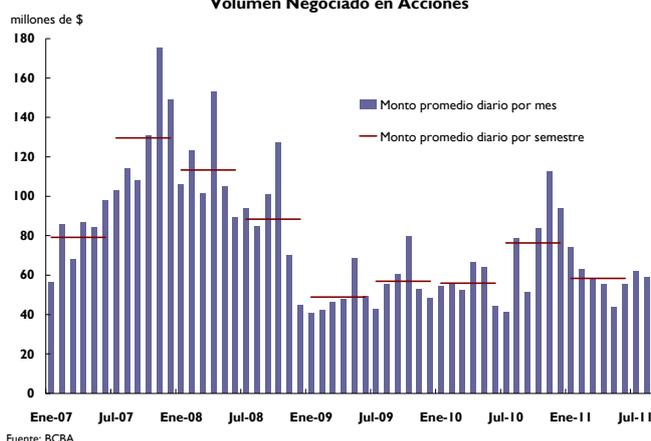
El volumen de cheques de pago diferido negociados en el mercado de capitales en los primeros ocho meses del año se ubicó 28% por encima de lo colocado en el mismo periodo de 2010 (ver Gráfico II.19). Se alcanzaron montos operados históricamente elevados en varios meses del año. A su vez, se volvieron a incrementar los plazos negociados en el segmento avalado hasta alcanzar niveles récord, superiores a los 180 días de plazo. El costo de financiamiento evidenció un comportamiento dispar en los últimos meses. Mientras que para los patrocinados tendieron a bajar (compensando las subas de los últimos meses de 2010), en el caso de los avalados hubo un descenso hasta mediados de año, pero posteriormente se evidenció un incremento en las tasas de descuento³⁹, alcanzándose en agosto último el diferencial entre ambas tasas de avalados y patrocinados más bajo desde abril de 2008. Adicionalmente, se registraron nuevos ingresos de PyMEs al mercado de capitales en el semestre.

La evolución del Merval estuvo condicionada por el contexto internacional

³⁸ Tanto en mercados locales como internacionales.

³⁹ En términos interanuales se verificó una suba de 90 p.b. en la tasa promedio ponderada de los cheques avalados y una contracción de cerca de 100 p.b. en el caso de los cheques patrocinados.

Gráfico II.21
Volumen Negociado en Acciones

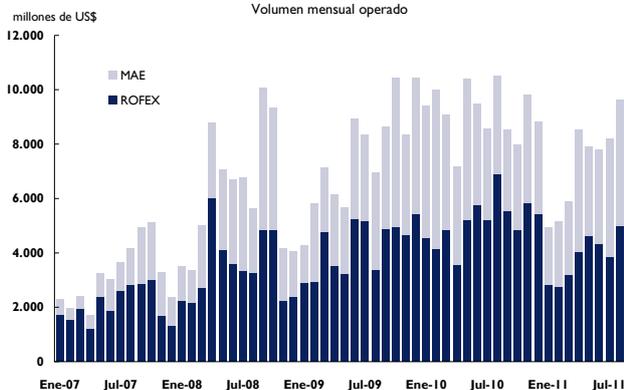


Fuente: BCBA

Luego de haber alcanzado a comienzos de 2011 nuevos máximos históricos (en pesos y en dólares), desde principios de febrero el índice Merval registra una tendencia negativa, con una caída más marcada en agosto y septiembre por efecto de la profundización de la crisis en los mercados globales (ver Gráfico II.20). Así, hasta mediados de septiembre el índice acumuló una merma para 2011 de 22% en pesos y 26% en dólares, observándose en los últimos meses un comportamiento más volátil⁴⁰. Las bajas fueron generalizadas entre los principales sectores del panel líder. En este contexto de mayor incertidumbre, los volúmenes negociados en acciones se contrajeron a principios de 2011 y revirtieron la tendencia a partir de mayo (aunque se mantienen en niveles deprimidos). De este modo, en la primera mitad del año el promedio diario negociado en acciones fue de \$58 millones, en línea con el monto de igual período del año anterior y por debajo de aquel del segundo semestre de 2010, cuando se negociaron \$76 millones (ver Gráfico II.21).

En lo relativo a las acciones de bancos, éstas mostraron una caída generalizada en lo que va del año, en línea con lo observado para las entidades financieras de la región, tras haber registrado un desempeño positivo por encima de otros sectores en 2010.

Gráfico II.22
Futuros de Dólar
Volumen mensual operado



Fuente: ROFEX y MAE

Se recuperan las operaciones en el mercado de derivados de tipo de cambio a término

Luego de la reducción experimentada durante la primera mitad del año, se recuperaron en los últimos meses los volúmenes de negociación en derivados de tipo de cambio (ver Gráfico II.22)⁴¹. En el Rofex, la tasa implícita de los contratos a futuro (2do. a 4to. vencimiento) tuvo una tendencia bajista en el año hasta mediados de abril, momento en el cual se agudizó la incertidumbre en el contexto internacional.

Por otro lado, se incrementaron los montos de negociación de futuros de tasa Badlar en lo que va del año, con una importante disminución de la proporción de las operaciones celebradas sin la intervención del BCRA como contraparte neutral. Respecto a la madurez de los contratos, se observó un acortamiento de los plazos negociados, aunque el plazo promedio se ubicó en línea con lo observado en igual período de 2010.

⁴⁰ En lo que respecta al mercado primario, se realizaron en el año dos operaciones de suscripción de acciones por aproximadamente \$210 millones, cuando en 2010 cinco empresas suscribieron nuevas acciones por unos \$1.050 millones.

⁴¹ En lo que va de septiembre se registró un fuerte incremento en los montos operados en este mercado.

III. Situación de Deudores

Síntesis

En la primera parte de 2011 la actividad económica mantuvo un elevado ritmo de crecimiento. Dentro de la producción de bienes se destacaron el sector industrial y la construcción, que mantuvieron elevadas tasas de expansión. Las firmas de la industria acompañaron el crecimiento de su actividad con un mayor endeudamiento, destinado a financiar capital de trabajo así como nuevas inversiones. Las empresas de la construcción también incrementaron levemente su endeudamiento en el margen, aunque desde valores relativamente bajos.

Por su parte, el sector agropecuario registró niveles de actividad levemente inferiores a los del año previo, como consecuencia de la caída de los rindes agrícolas de soja y maíz, y la menor producción bovina. No obstante, los niveles de las cotizaciones internacionales habría permitido obtener una rentabilidad similar o incluso levemente mayor a la del año previo, en el contexto de un endeudamiento que mantiene la tendencia decreciente evidenciada desde 2010.

Se observaron importantes subas en términos de la actividad en el comercio, en el transporte y en las comunicaciones, acompañando el incremento del gasto de las familias, sectores que mantuvieron bajos niveles de endeudamiento en términos relativos a otras ramas de la producción. Cabe considerar que las actividades locales de turismo fueron afectadas en parte por las cenizas volcánicas en la región.

En este escenario, a lo largo de la primera parte de 2011 se pudo observar en líneas generales una consoli-

dación de la posición económica y financiera de las empresas de todos los sectores productivos, lo que tiende a reflejarse en la adecuada capacidad de pago del sector corporativo.

Las familias continuaron incrementando sus fuentes de ingresos, de la mano tanto de las mejores condiciones del mercado laboral como de las políticas de ingreso que lleva adelante el estado argentino. Este marco propició un gradual incremento en el endeudamiento de los hogares, si bien se mantiene bajo en términos históricos así como internacionales.

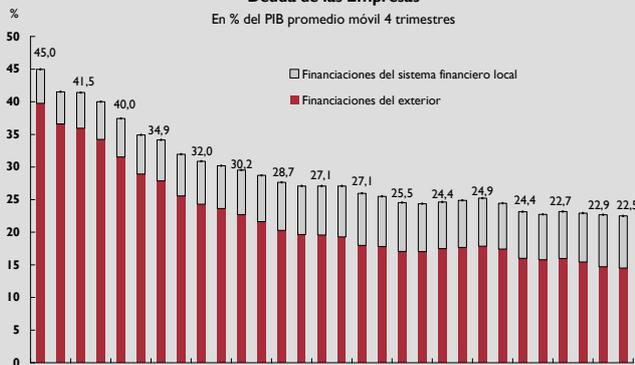
Los recursos tributarios y el gasto del Sector Público Nacional no Financiero siguieron creciendo, mientras que el resultado primario se mantuvo en terreno positivo. En los próximos meses se prevé un comportamiento similar, tanto para los ingresos como para las erogaciones del sector público, que permitirá alcanzar nuevamente un superávit primario. Por su parte, el Gobierno Nacional continuó con su política de desendeudamiento con el sector privado, afrontando sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes intra sector público, política que continuaría implementándose en lo que resta del año.

Para 2011 se mantienen las previsiones de crecimiento, si bien se proyecta cierta desaceleración que ya es capturada por algunos indicadores de actividad económica, en línea con lo acontecido en nuestros principales socios comerciales. En este marco se sostendría la posición financiera de los distintos sectores económicos.

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: Se define a la masa salarial total a 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

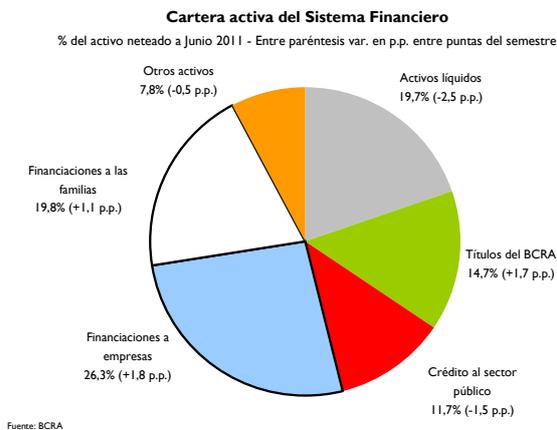


Gráfico III.4

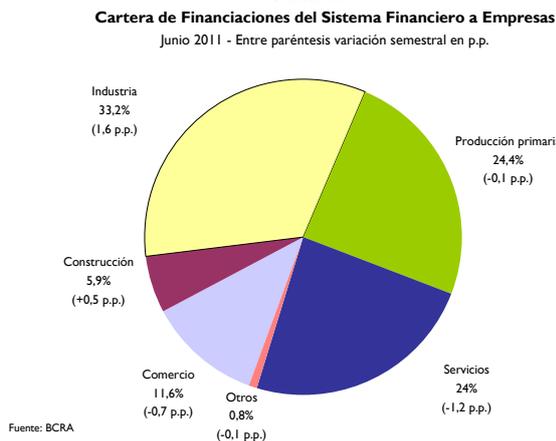
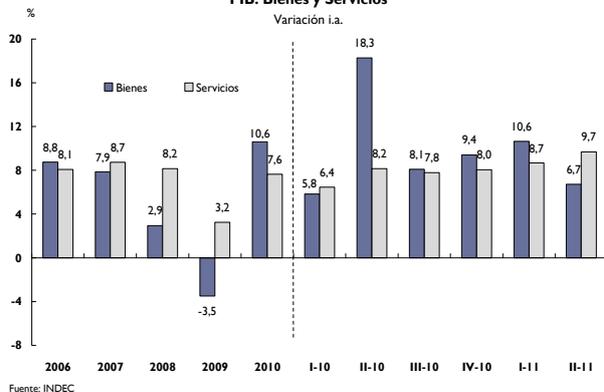


Gráfico III.5
PIB. Bienes y Servicios
Variación i.a.



III.1 Deudores del sistema financiero

En la primera parte de 2011 el crédito al sector privado ganó ponderación en los activos del sistema financiero, destacándose el crecimiento relativo del crédito a las empresas

En el primer semestre de 2011 se evidenció un sostenido crecimiento de la intermediación financiera con empresas y familias (ver Capítulo IV), luego de la desaceleración registrada en 2008/2009 ante el impacto local de la crisis internacional. El significativo dinamismo del crecimiento del crédito al sector privado generó que aumentase su profundidad en términos de los activos de las entidades financieras, hasta un nivel de poco más de 46% (ver Gráfico III.3). Los préstamos a las empresas siguen presentando un mejor desempeño relativo, verificando un aumento de 1,8 p.p. en su participación en los activos del sistema financiero hasta alcanzar 26,3% del total, por encima del incremento de la participación de las financiamientos a las familias en igual período (1,1 p.p. hasta 19,8% del total). La industria se consolida como el sector que más recursos bancarios recibe, totalizando 33,2% del total del crédito a las empresas (con un incremento de 1,6 p.p. en el primer semestre del año) (ver Gráfico III.4), seguida por la producción primaria de bienes.

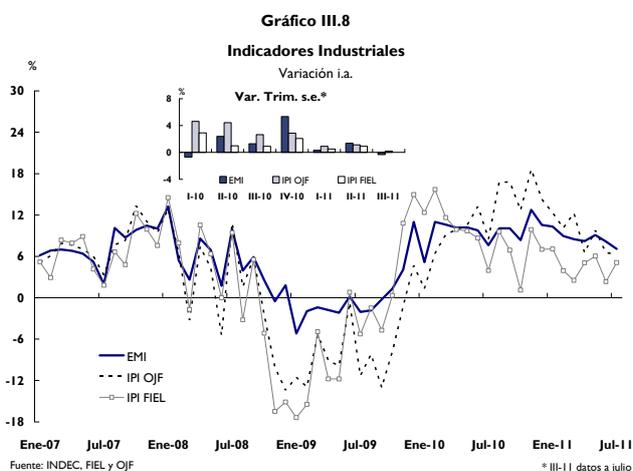
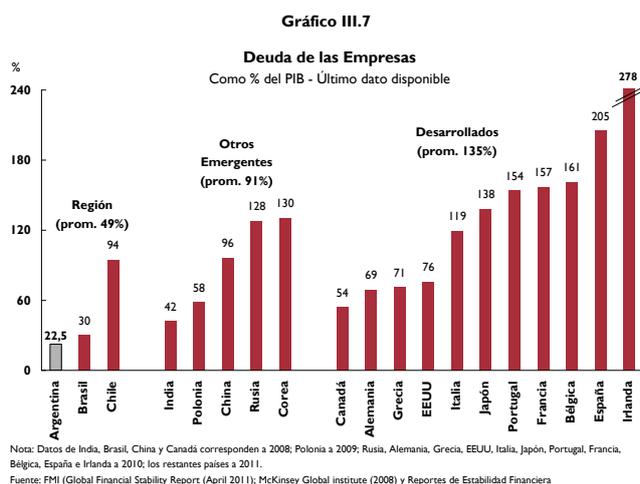
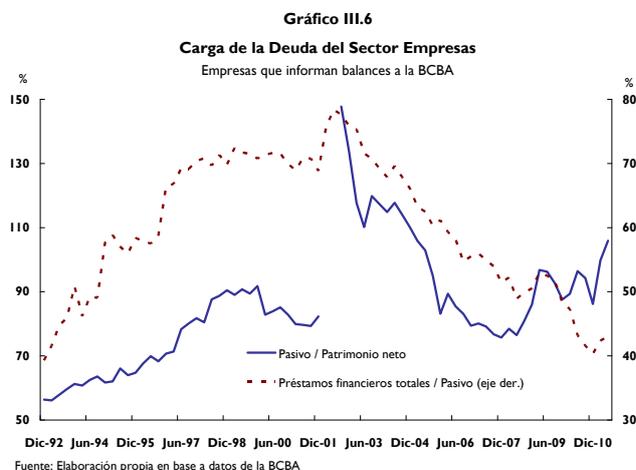
Los bancos siguieron reduciendo sus niveles de liquidez (que habían aumentando en el período de la crisis internacional de 2007/2008) así como su exposición al sector público, dejando espacio para profundizar el financiamiento de la actividad de las empresas y de las familias.

III.2 Empresas

La buena posición financiera del sector corporativo se sostiene en 2011, principalmente impulsada por los niveles de actividad del sector y el bajo endeudamiento

El PIB se expandió de manera sostenida en el primer semestre de 2011. Los principales impulsores del crecimiento, por el lado de los bienes, fueron la industria y la construcción. El sector agropecuario exhibió un estancamiento en su actividad, dado que la caída de la agricultura fue compensada por el aumento del sector lácteo y de los productos de granja.

La producción de servicios mantuvo un incremento elevado en el primer semestre (ver Gráfico III.5). La mayor actividad industrial y del comercio internacional generó un aumento de las transacciones tanto a nivel mayorista como minorista, y del transporte y las comunicaciones, al tiempo que se dinamizaron las actividades empresariales relacionadas a los negocios inmobiliarios.



El endeudamiento agregado de las empresas cayó gradualmente en los últimos meses, ubicándose en aproximadamente 22,5% del producto sectorial, 0,7 p.p. por debajo de mediados de 2010 (ver Gráfico III.1), con cierta heterogeneidad entre sectores. Para el conjunto del sector corporativo las fuentes de recursos de no residentes mantuvieron su tendencia decreciente, llegando a participar con 64% del total. Para el subconjunto de compañías con Oferta Pública se viene registrando un gradual incremento en sus niveles de apalancamiento (ver Gráfico III.6), en parte de la mano del crecimiento de los pasivos con residentes.

De cara al cierre de 2011, se espera que la actividad económica siga en alza, en un contexto de menor crecimiento esperado de la economía global en general así como de nuestros principales socios comerciales. Esta evolución, combinada con bajos niveles de endeudamiento del sector corporativo, tanto en términos históricos como internacionales (ver Gráfico III.7), permiten prever la consolidación de su posición económica y financiera, que continuará reflejándose en la buena capacidad de pago de las firmas.

Sectores productivos

El sostenido crecimiento de la actividad de las empresas industriales permitiría mantener acotado el nivel relativo de endeudamiento, contribuyendo a conservar su buena capacidad de pago

La industria creció con fuerza en el primer semestre de 2011. El aumento del gasto de las familias y de las exportaciones alentó a las empresas a seguir elevando los niveles de producción (ver Gráfico III.8).

La mayoría de los sectores industriales registraron un crecimiento interanual en el semestre (ver Gráfico III.9). La industria automotriz exhibió la suba más pronunciada y alcanzó niveles récord de producción, impulsada tanto por las ventas al mercado local como por las exportaciones, principalmente a Brasil. El resto de la industria metalmeccánica también evidenció un marcado dinamismo, con aumentos en la producción de maquinaria y equipo, autopartes y artefactos eléctricos y electrónicos. Los minerales no metálicos se ubicaron dentro de los sectores de crecimiento más elevado, reflejando lo sucedido con la construcción. También creció la producción de los metales básicos, en particular hierro y acero, y en los textiles, aunque aminorando el ritmo con respecto a 2010. La industria de alimentos mantuvo su tendencia positiva, resultado del incremento en la molienda de cereales y oleaginosas y la elaboración de lácteos y de be-

bidas, mientras que la producción de carnes rojas volvió a descender.

La utilización de la capacidad instalada se mantuvo en alza y alcanzó un nuevo récord en el semestre, acompañando la evolución de la actividad industrial. A nivel sectorial, los mayores incrementos en la Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) en el acumulado de 2011 se dieron en la metalmecánica, los minerales no metálicos y los automotores, lo que hace prever la necesidad de inversiones adicionales en estos sectores para continuar elevando la producción.

El endeudamiento estimado de las empresas del sector industrial creció levemente en los últimos meses, alcanzando aproximadamente 52,5% de su producto (ver Gráfico III.10), 1 p.p. por encima de mediados de 2010. Cabe considerar que los recursos financieros de no residentes continuaron perdiendo ponderación hasta ubicarse en 72% del total, por debajo de años anteriores. Este mayor endeudamiento total está en línea con el destacado desempeño de la actividad del sector y el incremento de la UCI, factores que llevan a las empresas a requerir mayor financiamiento tanto para cubrir sus necesidades de capital de trabajo como para destinar a inversiones que extiendan su capacidad productiva.

Para lo que resta del año, el aumento de la demanda seguirá impulsando la producción industrial, aunque deberá considerarse el impacto de la desaceleración de la actividad económica mundial y de la moderación del crecimiento de Brasil. Las empresas del sector mantendrán sus niveles de endeudamiento en línea con los valores actuales o levemente crecientes en el margen, manteniendo su buena capacidad de pago.

Se mantiene la actividad del sector primario, aunque con cierta heterogeneidad entre subsectores. Los niveles de endeudamiento caen en el margen, situación que, combinada con las favorables perspectivas de cara al cierre del año, permiten sostener la situación financiera de las firmas del sector

La producción agrícola de la campaña 2010/2011 registró un nuevo récord al superar las 100 millones de toneladas (ver Tabla III.1). El incremento en la actividad sectorial estuvo ligado al aumento de la producción de trigo (68,2% i.a.), tras alcanzar los máximos rindes históricos. Por su parte, las cosechas de maíz y de soja exhibieron bajas en el ciclo 2010/2011 con respecto al anterior, con mayor impacto en la actividad sectorial en el segundo trimestre. Las condiciones climáticas desfavorables, con lluvias por debajo de lo normal, afectaron los rindes de estos dos cultivos. A pesar de ello, los niveles

Gráfico III.9

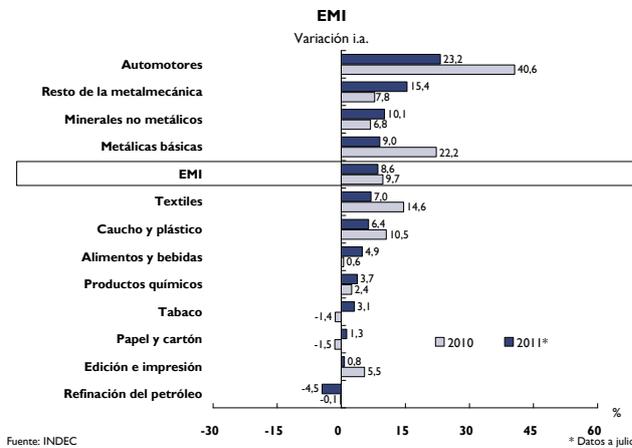


Gráfico III.10

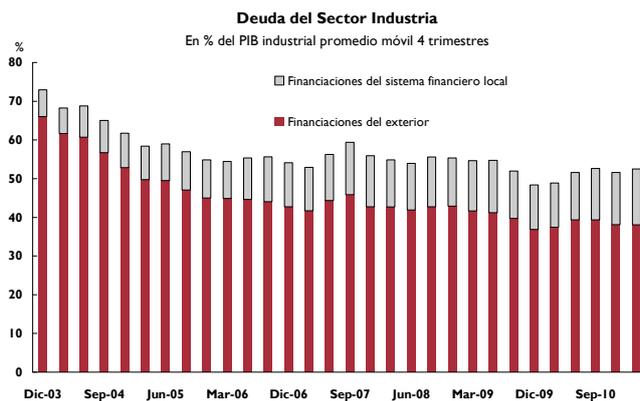


Tabla III.1

Producción Agrícola					
	2008-09 miles tns	2009-10 miles tns	2010-11 miles tns (Preliminar)	Var % 2010-11 vs. 2009-10	Dif. en miles de tns 2010-11 vs. 2009-10
Cereales	26.740	38.027	46.630	22,6	8.603
Maíz	13.121	22.680	21.900	-3	-780
Trigo	8.373	8.750	14.720	68	5.970
Sorgo granífero	1.752	3.630	4.470	23	840
Otros	3.494	2.967	5.540	87	2.573
Oleaginosas	34.222	55.724	53.207	-5	-2.517
Soja	31.000	52.680	48.800	-7	-3.880
Girasol	2.450	2.320	3.560	53	1.240
Otros	772	724	847	17	123
Resto	702	1.098	1.350	23	252
Total	61.664	94.849	101.187	6,7	6.338

Fuente: Elaboración propia en base a datos de MAGyP

de las cotizaciones internacionales siguieron favoreciendo la rentabilidad y la situación patrimonial del sector.

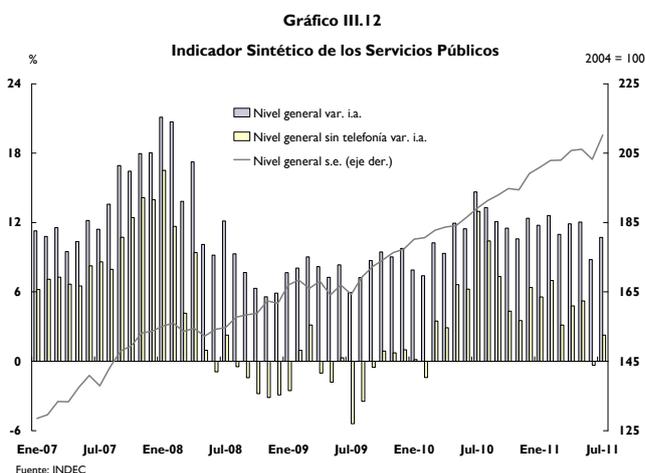
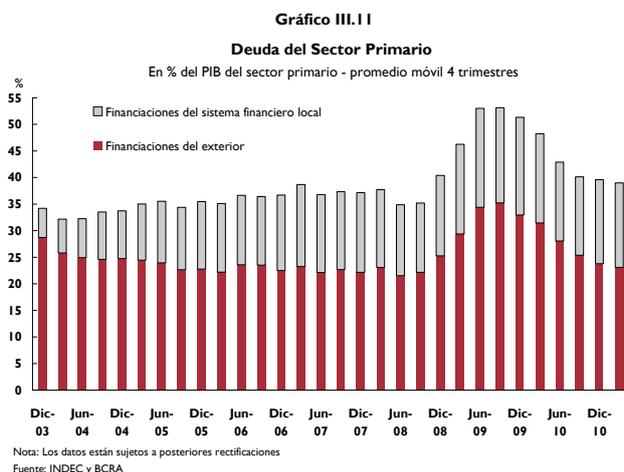
Por otro lado, el sector pecuario exhibió señales mixtas en su nivel de actividad. Mientras que la faena de carne bovina en el primer semestre de 2011 siguió en retroceso, se observaron nuevas subas en los volúmenes producidos en lácteos y productos de granja. La merma en la faena bovina obedeció a la baja cantidad de animales disponibles para enviar al matadero y al proceso de retención de animales de los productores para dar comienzo a un nuevo ciclo productivo y recuperar el *stock* de capital, en un contexto de precios crecientes. En tanto, la oferta avícola aumentó 11% interanual (i.a.) a partir de la sustitución del consumo bovino, en tanto que la producción de lácteos acumuló una suba de 16% i.a.

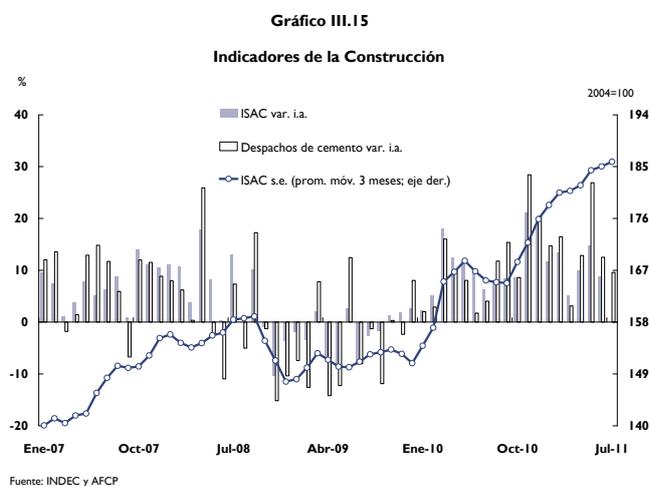
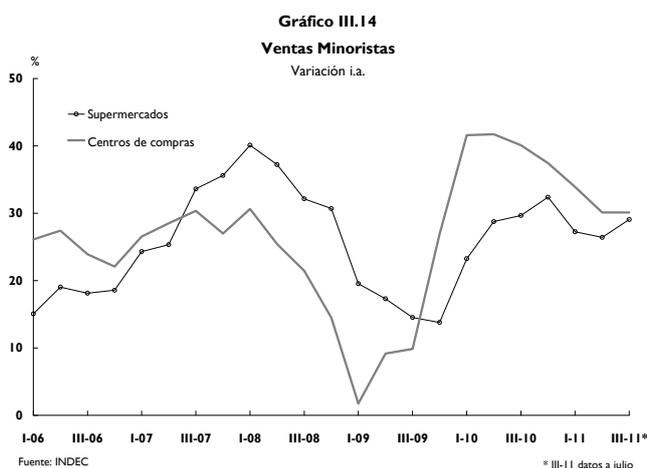
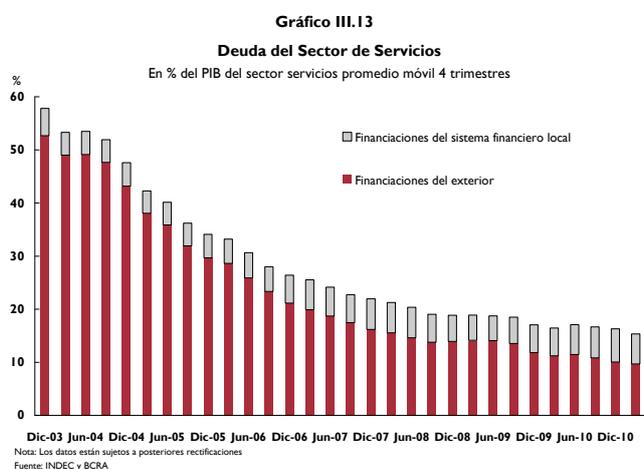
El endeudamiento de las empresas del sector primario siguió disminuyendo en los primeros meses de 2011, en línea con la tendencia observada a lo largo de 2010, luego del significativo incremento de fines de 2008 y de buena parte de 2009 resultante de la caída en el producto del sector y la mayor ponderación del endeudamiento con no residentes (en un marco de incremento en el tipo de cambio peso-dólar en ese período). Así, el endeudamiento de las firmas del sector llegó a un nivel de 39% de su producto sectorial (ver Gráfico III.11) con una caída de casi 4 p.p. desde mediados de 2010. Hacia adelante, el apalancamiento del sector podría observar algún incremento, ante la mayor necesidad de capital de trabajo en un contexto económico-financiero que se mantiene favorable y contribuye a la buena capacidad de pago de las firmas del sector primario.

La capacidad de pago de las empresas de servicios mejora de la mano de la actividad del sector y de los bajos niveles de endeudamiento

El consumo de servicios públicos siguió exhibiendo una fuerte expansión en la primera mitad de 2011, dinamizado por el aumento del gasto de los hogares, la mayor actividad industrial y el comercio internacional (ver Gráfico III.12).

Las comunicaciones fueron el sector de más elevado crecimiento en el semestre y el principal impulsor de los servicios, ante el aumento de la telefonía celular y en menor medida de la telefonía fija. El transporte de pasajeros volvió a incrementarse, por el alza en el turismo, aunque en los últimos meses se observó cierta retracción de la actividad como consecuencia de los efectos de la ceniza volcánica en varias regiones del país. El tránsito de vehículos por rutas con peajes ganó dinamismo, con un alza marcada de la circulación de los automotores livianos.





El transporte de carga disminuyó a pesar del aumento de la producción industrial. El desempeño de este bloque podría responder a la menor actividad vinculada con la cosecha de soja y maíz y con el sector pecuario, que ocasionaron un menor flujo comercial de estos productos tanto al mercado local como al exterior.

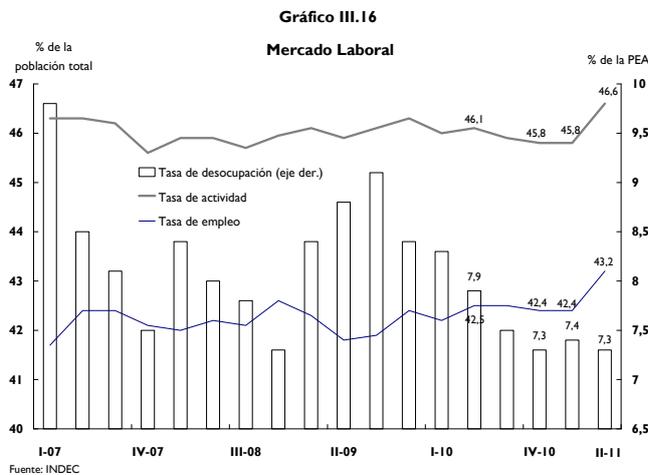
El endeudamiento del conjunto de firmas de servicios, uno de los más bajos entre todos los sectores, continuó decreciendo en los primeros meses de 2011 hasta alcanzar un nivel de 15,3% del producto sectorial (ver Gráfico III.13), presentando una caída de 1,8 p.p. respecto de mediados de 2010. Gradualmente sigue ganando participación el endeudamiento local (que alcanza aproximadamente 37% del total). Estos desarrollos, combinados con el desempeño positivo esperado para el sector en lo que resta de 2011, contribuyen a consolidar la solidez financiera de las empresas del sector y, así, su capacidad de pago.

Las firmas comerciales sostienen su crecimiento en un escenario de bajos niveles de endeudamiento, factores que contribuyen a su buena posición económica y financiera

Las ventas en supermercados y en centros de compras continuaron creciendo con fuerza en el primer semestre de 2011, aunque a un ritmo inferior al observado en 2010 (ver Gráfico III.14). Alentando al desempeño del sector comercial, siguieron operando las promociones y planes de financiación implementados por las entidades financieras en conjunto con los establecimientos comerciales, así como las posibilidades de financiación bancaria existentes. El incremento de las ventas fue extensivo también a los bienes durables. En particular, las ventas de autos en el mercado local volvieron a elevarse marcadamente en 2011, mientras que permanecieron en alza las ventas de electrodomésticos y productos para el hogar. En este contexto alentador, las empresas comerciales continuaron aumentando moderadamente sus niveles de endeudamiento en los primeros meses de 2011 hasta casi 17,5% de su producto, mostrando ponderaciones similares el financiamiento local y el externo. De esta manera, las firmas del sector sostienen su buena posición financiera.

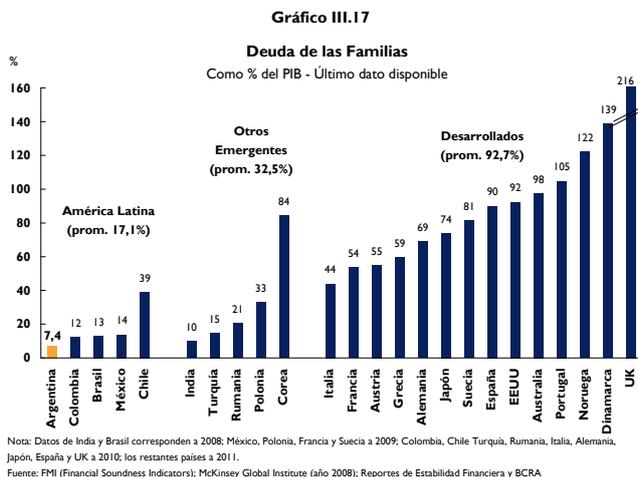
Para lo que resta de 2011 se espera que el comercio minorista mantenga su marcado ritmo de expansión, alentado por el sostenido aumento de los ingresos y el gasto de los hogares, en un contexto de bajo endeudamiento que permitirá mantener su ya buena posición financiera.

La actividad de la construcción continuó incrementándose en 2011, con niveles de endeuda-



miento gradualmente crecientes si bien desde niveles bajos

La construcción incrementó su dinamismo en 2011, creciendo a tasas de dos dígitos, y fue uno de los sectores que impulsaron la actividad económica en el semestre (ver Gráfico III.15). El crecimiento fue generalizado a todos los bloques del sector. Las construcciones públicas aumentaron con fuerza. Dentro de las obras privadas, las construcciones petroleras se elevaron en mayor magnitud, siendo destacables también los aumentos en las edificaciones de viviendas y de inmuebles con fines comerciales e industriales. Las empresas constructoras continúan registrando los niveles más bajos de endeudamiento (tanto local como con no residentes), alcanzando aproximadamente 15,1% de su producto, con un gradual incremento en los últimos trimestres.

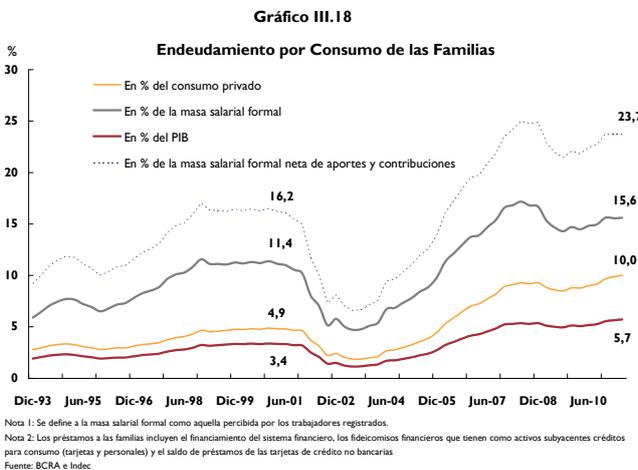


El desempeño favorable del sector de la construcción permanecería en la segunda mitad del año, previéndose un aumento generalizado de todos los bloques, contribuyendo a sostener su capacidad de pago.

III.3 Familias

El ingreso de los hogares siguió experimentando una suba durante 2011, en el marco de un mercado laboral robusto y políticas de ingreso activas, factores que se reflejaron positivamente en la capacidad de pago del sector

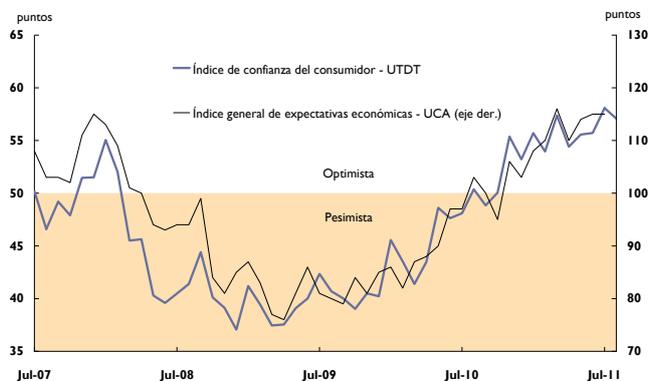
El empleo creció con fuerza en el primer semestre de 2011, observándose una mejora en la calidad de la ocupación, con más puestos de tiempo completo y un descenso en la subocupación (ver Gráfico III.16). Este escenario permitió que las remuneraciones siguieran en alza, dando como resultado un elevado incremento de la masa salarial en términos del producto.



Las políticas públicas siguieron favoreciendo el aumento de los ingresos de los hogares. En el período se elevaron las transferencias en concepto de Asignaciones Familiares que incluyen a la Asignación Universal por Hijo para Protección Social (AUH), sumando a esta última la ampliación de cobertura a las embarazadas, así como las subas en las jubilaciones y pensiones. También se aumentó el mínimo no imponible del Impuesto a las Ganancias para personas físicas, favoreciendo a su vez a la suba del ingreso disponible.

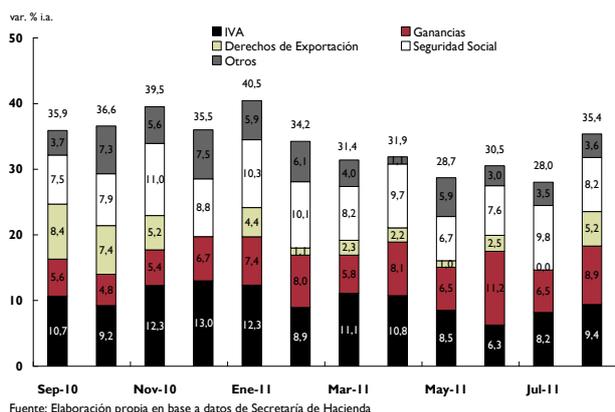
En este marco, el crédito a los hogares continuó creciendo en el semestre, dando lugar a un gradual incremento en los niveles de endeudamiento total del sector (ver Gráfico III.2). Así, la deuda de las familias alcanzó a

Gráfico III.19
Confianza de los Consumidores



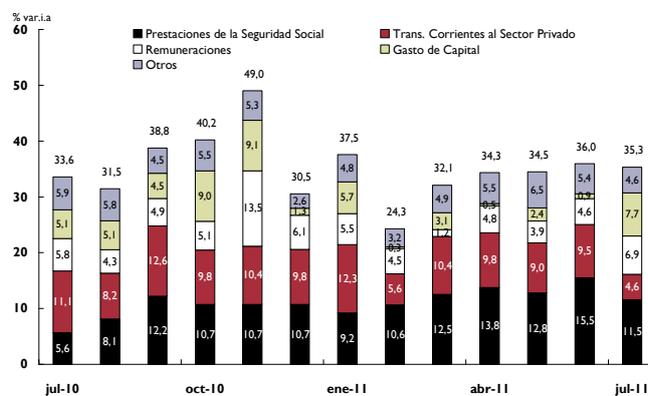
Fuente: Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) y Universidad Católica Argentina (UCA)

Gráfico III.20
Contribución al Crecimiento de la Recaudación por Tributo



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

Gráfico III.21
Contribuciones al Aumento del Gasto Primario del SPNF*



*Sector Público Nacional no Financiero
Fuente: Secretaría de Hacienda

mediados de este año 20,2% de la masa salarial formal⁴² promedio de los últimos 4 trimestres, representando una variación positiva de 0,7 p.p. en una comparación interanual, si bien acumula una leve caída en lo que va de 2011. En términos de la masa salarial formal neta de los aportes y contribuciones a la seguridad social, el endeudamiento alcanza 30,8%, mostrando un alza de 1,2 p.p. en el último año y una ligera disminución en el semestre. Más allá de este leve aumento, los niveles de endeudamiento de las familias continúan ubicándose por debajo de aquellos observados a fines de 2008 y, especialmente, siguen siendo muy inferiores a los máximos locales registrados a lo largo del año 2000 y a los observados internacionalmente (ver Gráfico III.17).

El moderado incremento en el nivel de endeudamiento de las familias sigue siendo principalmente impulsado por la dinámica de las líneas de crédito para consumo (personales y tarjetas de crédito) (ver Gráfico III.18). Estas han alcanzado aproximadamente tres cuartas partes del endeudamiento total de las familias, manteniendo bajos niveles de morosidad (ver Capítulo V).

Las perspectivas favorables sobre las condiciones macroeconómicas en los próximos meses, sumadas a la evolución de los ingresos de las familias en un contexto de niveles de endeudamiento bajos en términos históricos e internacionales, siguieron alentando un aumento de la confianza de los consumidores hasta niveles máximos de los últimos años. Esto estaría anticipando que el consumo seguirá una tendencia creciente en lo que resta de 2011 (ver Gráfico III.19), en un contexto de buena capacidad de pago de los hogares.

III.4 Sector público

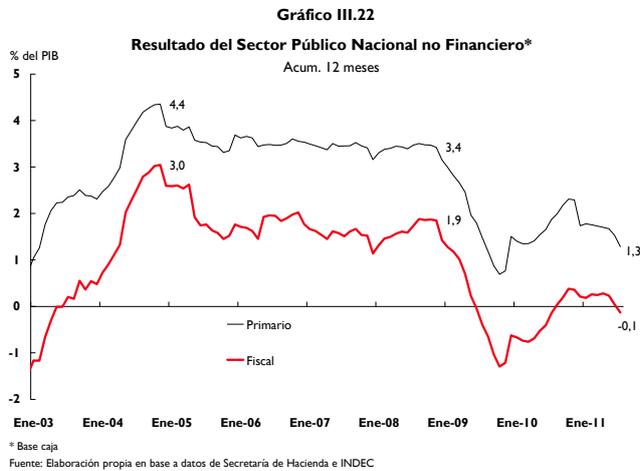
Los recursos tributarios y el gasto primario siguieron creciendo en lo que va de 2011, al tiempo que el resultado primario continuó en terreno positivo

En los primeros ocho meses del año la recaudación registró una suba nominal de 32% i.a., impulsada básicamente por el Impuesto al Valor Agregado (IVA), los recursos de la Seguridad social y el impuesto a las Ganancias (ver Gráfico III.20). Así, la recaudación acumulada en los últimos 12 meses totalizó aproximadamente 29% del PIB⁴³, registrando un nuevo máximo histórico. Similar evolución evidenció la recaudación de los distritos subnacionales, con una tasa de variación interanual para

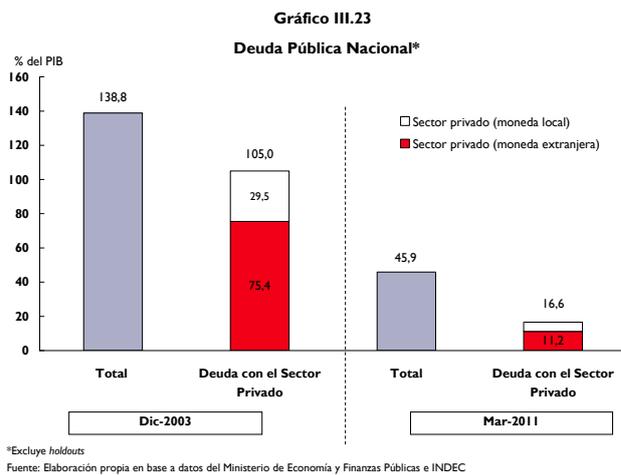
⁴² Percibida por los trabajadores registrados.

⁴³ Para un análisis más detallado de los ingresos y gastos del Sector Público ver los Informes de Inflación del segundo y tercer trimestre de 2011.

el acumulado del año superior a 30%⁴⁴. Se proyecta que los recursos tributarios continúen creciendo durante los próximos meses a un ritmo similar al exhibido en lo que va del año.



El gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) se incrementó 34% i.a. entre enero y julio, superando ligeramente el crecimiento de los ingresos (29% i.a.). El aumento de las erogaciones fue impulsado principalmente por las Prestaciones Previsionales, las transferencias corrientes al sector privado y las remuneraciones a los empleados públicos (ver Gráfico III.21). De este modo, las erogaciones primarias acumuladas en los últimos 12 meses alcanzaron un máximo histórico de aproximadamente 30,4% del PIB⁴⁵. Para lo que resta de 2011, se prevé que las erogaciones exhiban un dinamismo parecido al registrado en los primeros siete meses del año.



El superávit primario del SPNF acumulado entre enero y julio ascendió a \$11.280 millones⁴⁶, y totalizó alrededor de 1,3% del PIB en los últimos 12 meses (ver Gráfico III.22). Se espera que se mantenga en terreno positivo a lo largo de 2011. En tanto, el pago de intereses en los últimos 12 meses representó 1,4% del producto.

El Gobierno Nacional continuó con su política de desendeudamiento con el sector privado

El Tesoro Nacional afrontó sus necesidades de financiamiento mediante el uso de fuentes intra sector público, política que continuaría implementándose en lo que resta del año. Se siguieron atendiendo los vencimientos de deuda con Organismos Internacionales y con tenedores privados con reservas internacionales de libre disponibilidad, utilizando entre enero y agosto aproximadamente el 66% de los fondos asignados para la atención de esas obligaciones. El Banco de la Nación Argentina (BNA) financió en términos netos al Tesoro Nacional (TN) por \$3.000 millones. Adicionalmente, la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSeS) suscribió instrumentos de deuda del TN.

Tabla III.2
Colocaciones de Deuda de los Estados Subnacionales en el Mercado
(en millones de US\$)

Fecha	Jurisdicción	Monto (Valor Efectivo)	Moneda	Tasa de Rendimiento Implícito Anual	Plazo (en años)	Estructura
Mar-10	CABA	475	US\$	12,50%	5	Bono
Ago-10	Córdoba	400	US\$	12,37%	7	Bono
Ago-10	Chubut	150	US\$	9,75%	10	Fondo Fiduciario
Sep-10	Prov. Buenos Aires	550	US\$	12,00%	5	Bono
Oct-10	Córdoba	196	US\$	11,72%	7	Bono
Oct-10	Prov. Buenos Aires	250	US\$	11,50%	5	Bono
Ene-11	Prov. Buenos Aires	750	US\$	11,25%	10	Bono
Abr-11	Neuquén	260	US\$	8,00%	10	Bono
Jul-11	Prov. Buenos Aires	250	US\$	10,88%	4,2	Bono

Fuente: Bloomberg

En este marco, la Deuda Pública Nacional (DPN), que excluye la porción no presentada a los canjes 2005 y 2010 (*holdouts*), totalizó US\$173.147 millones a marzo de 2011, reduciéndose en términos del PIB hasta ubicarse cerca de 45,9%. Sólo 36% de la deuda (16,6% del PIB) corresponde a obligaciones con el sector privado, implicando un acotado riesgo de refinanciamiento. El

⁴⁴ En promedio se dispone de información mensual de 16 jurisdicciones, que contabiliza en los últimos 12 meses aproximadamente el 90% del total.

⁴⁵ Incluye Coparticipación Federal de Impuestos, Leyes especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias.

⁴⁶ Entre enero y julio de 2011 el BCRA transfirió al Tesoro Nacional \$4.970 millones en concepto de Utilidades y Contribuciones.

resto de la DPN se asocia principalmente a deuda intra sector público y con organismos internacionales (ver Gráfico III.23).

Finalmente, en relación a las necesidades financieras de las provincias, Neuquén colocó instrumentos (garantizados con regalías petroleras) por US\$260 millones en el mercado, con un rendimiento anual de 8% a un plazo de 10 años, en tanto que en julio la Provincia de Buenos Aires realizó una nueva emisión por US\$250 millones, con un rendimiento de 10,9% a un plazo de 4 años (que se sumó a la colocación realizada en enero por US\$750 millones). Así, entre las dos provincias lo colocado sumó US\$1.260 millones en lo que va de 2011 (ver Tabla III.2), previéndose que algunas jurisdicciones accedan a este tipo de financiamiento en lo que queda del año.

IV. Sector Financiero

Síntesis

En línea con las positivas perspectivas económicas y financieras del entorno local, que se contraponen con lo que ocurre en los países más desarrollados, en la primera parte de 2011 la actividad de intermediación del sistema financiero continuó acelerando su ritmo de expansión, mostrando un desempeño similar al observado antes de la crisis internacional. Por su parte, siguió incrementándose el volumen de la cartera de los inversores institucionales, aunque a un ritmo gradualmente menor al de períodos anteriores.

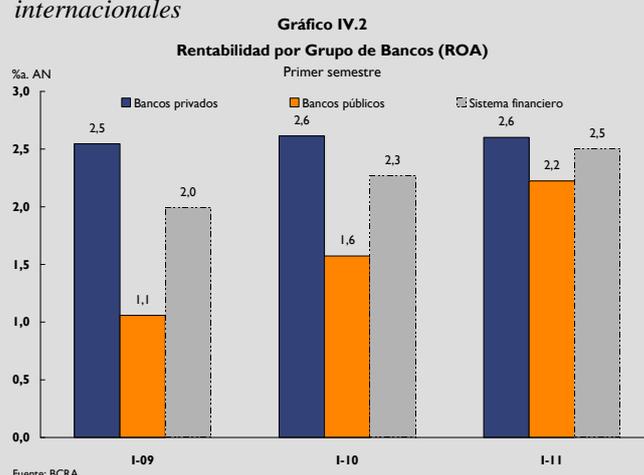
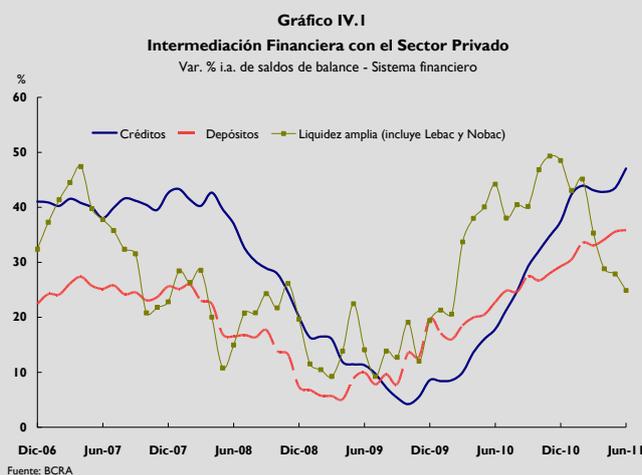
En la primera parte del año, los créditos canalizados a las empresas continuaron explicando la mayor parte del crecimiento del crédito total al sector privado. Estas financiaciones se incrementaron a un ritmo superior al de los préstamos a los hogares (e incluso al de los créditos destinados específicamente a financiar el consumo) por segundo semestre consecutivo. A lo largo del año se destacó el ritmo de expansión de los préstamos vinculados a la industria, que fue a su vez la actividad con mayor participación en el aumento semestral del financiamiento al sector corporativo. Entre las financiaciones a las familias, se destacó el renovado dinamismo de los créditos prendarios.

Los depósitos totales siguieron creciendo a buen ritmo en el primer semestre de 2011. A diferencia de lo observado durante el mismo período de 2010, este incremento fue liderado por los depósitos del sector privado, que recuperaron el dinamismo evidenciado en los años previos a la crisis financiera internacional, ganando ponderación en el fondeo total. Estas colocaciones fueron impulsadas tanto por las imposiciones en moneda nacional como por aquellas en moneda extranjera.

En este período el conjunto de bancos mantuvo elevados indicadores de solvencia. Así, el patrimonio neto del sistema financiero observó un ritmo de crecimiento mayor al registro de la primera parte de 2010, nutriéndose principalmente de las ganancias y, en menor medida, de los aportes de capital, si bien la decisión de distribuir dividendos por parte de ciertas entidades suavizó este incremento. En el marco del sostenido crecimiento del crédito, la integración de capital regulatorio en términos de los activos ponderados por riesgo (APR) del sistema financiero se redujo levemente hasta 16,5%. Aún así, todos los grupos de bancos continuaron exhibiendo un exceso en la posición de capital regulatorio.

Durante el primer semestre del año, el sistema financiero obtuvo ganancias superiores a las de igual período de 2010 en términos de los activos, destacándose el desempeño de los bancos públicos. El aumento interanual para todo el sistema financiero estuvo explicado por menores gastos de administración y cargos por incobrabilidad en relación a los activos, así como por mayores resultados por títulos valores. Los resultados por intereses consolidaron su mayor participación entre las distintas líneas de ingresos del cuadro de resultados.

Para la segunda mitad del año se espera que el sistema financiero mantenga sus niveles de solvencia. Los bancos cerrarían 2011 con ganancias de la mano de los ingresos más estables (resultados por intereses y por servicios), si bien podría evidenciarse cierta volatilidad en algunos rubros del cuadro de resultados, como por ejemplo aquellos por títulos valores, recogiendo en parte el impacto de las fluctuaciones en los mercados internacionales



IV.1 Entidades financieras⁴⁷

Actividad

El desempeño de la actividad de intermediación financiera continuó mejorando en la primera parte de 2011

En línea con las positivas perspectivas económicas y financieras del entorno local, en el primer semestre de 2011 la actividad de intermediación de los bancos con el sector privado continuó acelerando su ritmo de expansión, mostrando una dinámica similar a la observada antes de la crisis internacional. Tanto el financiamiento bancario al sector privado como los depósitos de este sector aumentaron su tasa de crecimiento en los últimos meses, en un marco en el que se moderó el incremento de la cartera de los activos de mayor liquidez (ver Gráfico IV.1).

El activo neteado y consolidado⁴⁸ del sistema financiero aumentó 26% de forma anualizada (a.) en el primer semestre del año (30% interanual -i.a.-), conducido tanto por los bancos públicos como por los bancos privados. El crédito al sector privado se incrementó 44% anualizado (a.) en el mismo lapso (18 p.p. más que en igual período del año previo) y acumuló un crecimiento de 47,1% i.a.

De esta manera, el financiamiento al sector privado ganó participación en el activo del sistema financiero hasta un nivel de 46%, el valor máximo de los últimos 10 años. Por su parte, los activos de mayor liquidez redujeron su importancia relativa en el activo en los primeros seis meses del año (ver Tabla IV.1).

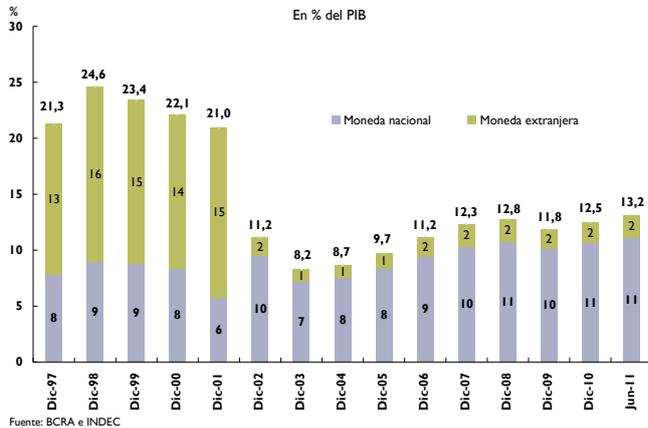
En este marco, el financiamiento bancario al sector privado⁴⁹ alcanzó a representar 13,2% del PIB a mediados de 2011, 0,7 p.p. por encima del cierre de 2010. Este ratio –crédito al sector privado en relación al PIB– se encuentra aún por debajo de lo verificado en otros países de la región, poniendo de manifiesto el amplio potencial de desarrollo del financiamiento bancario al sector privado en nuestro país. A nivel local, si bien la profundidad del crédito en la economía se incrementó casi 5 p.p. desde fines de 2003, aún se ubica por debajo de los valores observados previo a la crisis de 2001-2002 (ver Gráfico IV.3). No obstante, a diferencia de lo registrado hace más de una década atrás, el crédito en moneda extranjera se mantiene en niveles reducidos y

Tabla IV.1
Situación Patrimonial

	Sistema financiero - En % del activo neteado			Variación en p.p.		Variación del Saldo	
	Jun-10	Dic-10	Jun-11	I Sem - 11	i.a.	I Sem - 11	Últimos 12 meses (%)
						(%)	
Activo	100	100	100				
Activos líquidos	25	22	20	-2,5	-5,0	-1	4
Títulos del BCRA	11	13	15	1,7	3,5	60	70
Crédito al sector público	14	13	12	-1,4	-2,6	0	7
Crédito al sector privado	41	43	46	2,9	5,1	44	47
Capitales	40	42	45	3,0	5,2	44	47
Intereses	1	1	1	0,0	0,0	17	25
Otros activos	9	9	8	-0,7	-1,1	8	14
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100				
Depósitos del sector público	25	25	24	-0,6	-1,1	20	25
Depósitos del sector privado	54	54	56	1,8	2,3	35	36
ON, OS y Líneas del exterior	2	2	2	0,4	0,1	79	37
Otros pasivos	7	8	7	-0,9	-0,4	-3	23
Patrimonio neto	11	11	11	-0,6	-0,6	13	23

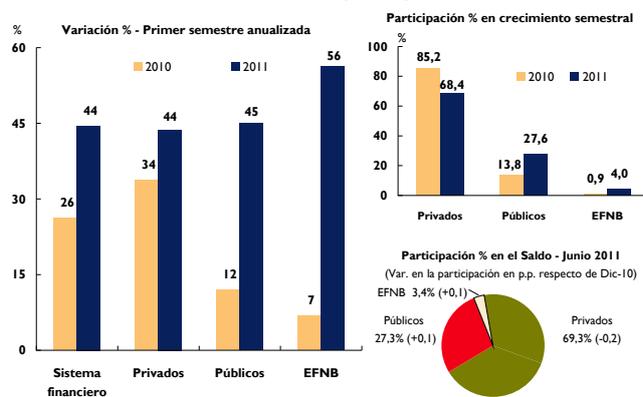
Fuente: BCRA

Gráfico IV.3
Crédito al Sector Privado
En % del PIB



Fuente: BCRA e INDEC

Gráfico IV.4
Evolución del Crédito al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras



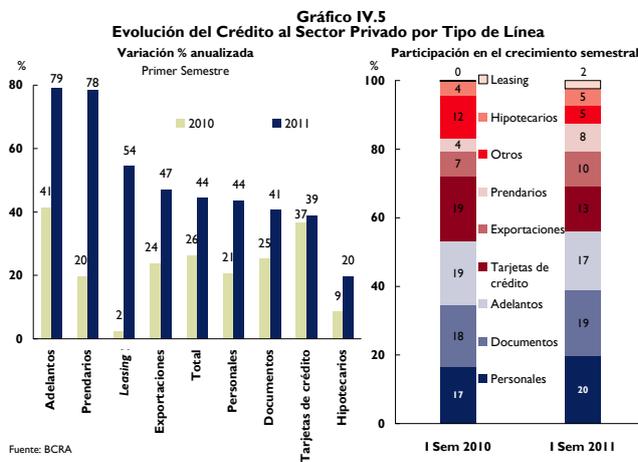
Fuente: BCRA

⁴⁷ En esta sección se incluyen en el análisis exclusivamente a las entidades financieras reguladas y supervisadas por el BCRA (Ley N° 21.526).

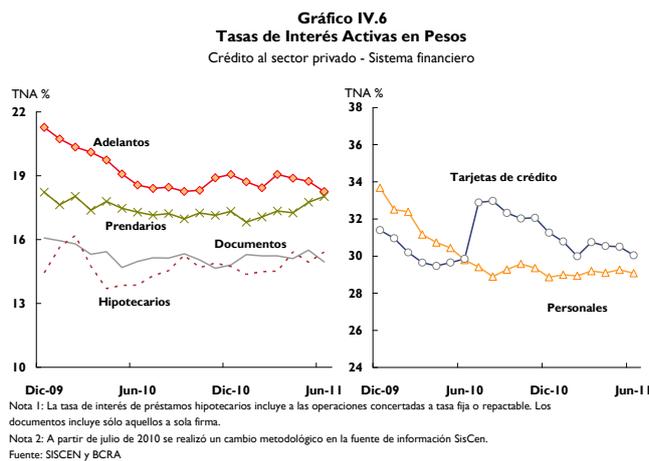
⁴⁸ Excepto que se aclare lo contrario, siempre que se haga referencia al activo y al pasivo en esta sección se estarán utilizando los conceptos neteados y consolidados; neteado de las duplicaciones contables generadas por las operaciones de pasajes, a término y al contado a liquidar, y consolidado por las operaciones entre entidades financieras.

⁴⁹ Incluye las líneas crediticias denominadas en pesos y en moneda extranjera, así como el leasing.

sólo se canaliza a deudores con ingresos en la misma moneda, siendo ésta una importante fortaleza para el sistema financiero local al minimizar los impactos de la volatilidad del tipo de cambio peso-dólar.

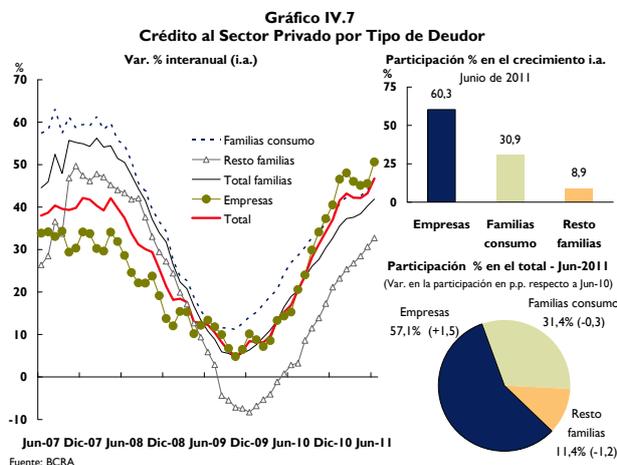


El incremento del saldo de los préstamos al sector privado durante el primer semestre de 2011 resultó generalizado entre entidades (el 85% de las mismas incrementó el saldo, por encima del registro de igual período del año anterior), lo que se vio reflejado en una evolución positiva en todos los grupos homogéneos de entidades. Los bancos públicos y los privados mostraron una tasa de crecimiento similar en el crédito y, en ambos casos, ésta resultó superior a la observada en el mismo período de 2010 (ver Gráfico IV.4). Las entidades privadas fueron las que más contribuyeron al aumento del saldo de este rubro en el semestre, mientras que los bancos públicos duplicaron su participación en el crecimiento en relación a igual período del año pasado.



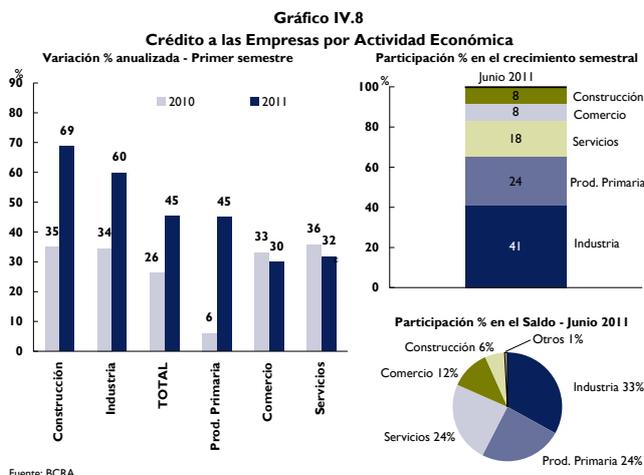
La expansión del saldo total de financiaciones al sector privado a lo largo del primer semestre de 2011 fue generalizada entre líneas crediticias. Los adelantos, los prendarios, el *leasing* y las exportaciones fueron las líneas con mayor ritmo de expansión semestral y aportaron 37% del aumento del saldo total del financiamiento al sector privado en el período (ver Gráfico IV.5). Los documentos y los personales exhibieron tasas de crecimiento levemente menores al promedio.

En este contexto, las tasas de interés cobradas por los préstamos al sector privado presentaron comportamientos dispares en los primeros 6 meses del año, con una marcada reducción en el costo de las tarjetas de crédito y de los adelantos, y ciertos aumentos en el caso de los personales y los créditos con garantía real, mientras que los documentos no mostraron cambios significativos. (ver Gráfico IV.6).



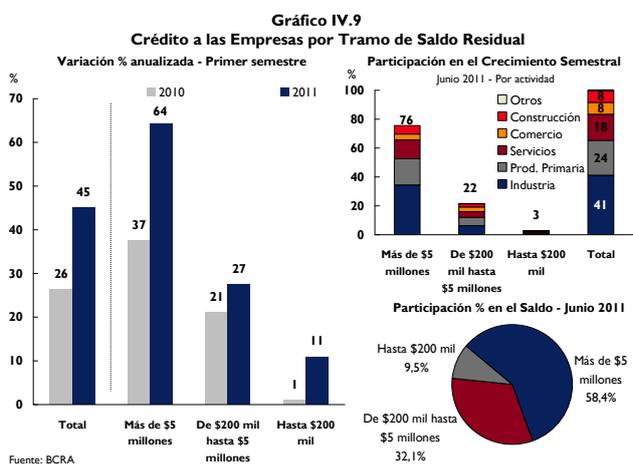
Los créditos a empresas continuaron explicando la mayor parte del crecimiento del crédito total al sector privado en la primera parte del año

El financiamiento canalizado a empresas acumuló un incremento de 45%a. en los primeros seis meses del año, superando el ritmo de crecimiento de los préstamos a los hogares, e incluso el de los créditos destinados específicamente al consumo, por segundo semestre consecutivo. Cabe destacar que el mayor crecimiento relativo del crédito a empresas respecto del destinado al consumo es un fenómeno que se está observando de forma sostenida por primera vez desde que se recobró el patrón expansivo del crédito luego de la crisis de 2001-2002. En los últimos 12 meses las financiaciones al sector corporativo

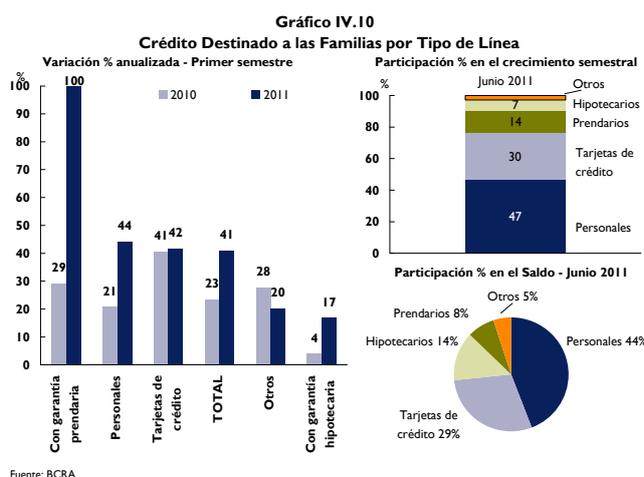


crecieron 50,6%, explicando 60% de la expansión inter-anual del saldo de financiamiento al sector privado e incrementando su participación hasta 57,1% del total (ver Gráfico IV.7).

En la primera parte de 2011 los créditos a la construcción y a la industria fueron los más dinámicos (ver Gráfico IV.8), en un marco en el que la mayoría de los sectores productivos registraron una suba en la tasa de crecimiento del crédito respecto al mismo período del año previo. La industria se destacó además como la actividad con mayor participación en la expansión semestral del crédito a las empresas (ver Apartado 3). Junto con la producción primaria y los servicios, continuaron siendo las actividades con mayor participación en el saldo total de financiamientos al sector corporativo (representando en conjunto 81% del total).



En el primer semestre de 2011 se observó un incremento en el ritmo de expansión, respecto al mismo período del año anterior, de todos los tramos por saldo residual de financiamientos a empresas (ver Gráfico IV.9). Los préstamos de mayor tamaño relativo (superiores a \$5 millones) fueron los más dinámicos y explicaron casi el 76% del crecimiento del financiamiento al sector corporativo, siendo los mismos canalizados fundamentalmente a la industria y al sector primario. El resto del incremento fue aportado por los tramos más pequeños, los que se distribuyeron de manera similar entre las distintas actividades productivas.



En el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario⁵⁰, que tiene por objetivo otorgar fondeo en moneda nacional a las entidades financieras para la generación de créditos destinados a la inversión, el BCRA ya ha llevado a cabo 8 subastas de fondos⁵¹. Hasta el momento, con este mecanismo ya se adjudicaron poco más de \$2.900 millones entre 12 entidades financieras (casi tres cuartas partes del monto corresponden a bancos públicos), sobre un total de \$8.000 millones previstos para el Programa. El mismo ya cuenta con más de 200 proyectos aprobados por las unidades evaluadoras de los Ministerios de Industria, de Economía y de Agricultura, de los cuales aproximadamente 60% corresponden a PYMES. Los sectores más dinámicos en la demanda de financiamiento productivo han sido el automotriz-autopartista, los laboratorios, el avícola y el de logística⁵². Al cierre de agosto, los bancos ya asistieron a 74 empresas, habiéndoles acreditado efectivamente casi

⁵⁰ Ver Comunicación "A" 5089.

⁵¹ La tasa de interés a abonar por las entidades financieras se fijó en 9% nominal anual sobre los fondos adjudicados. Con dicho fondeo, las entidades otorgarán crédito con un costo financiero total de 9,9%. Los fondos asignados a las entidades están garantizados por activos financieros cuyo deudor o garante es el Estado Nacional.

⁵² Información según Ministerio de Industria.

Apartado 3 / Profundización del Financiamiento del Sistema Financiero a la Industria

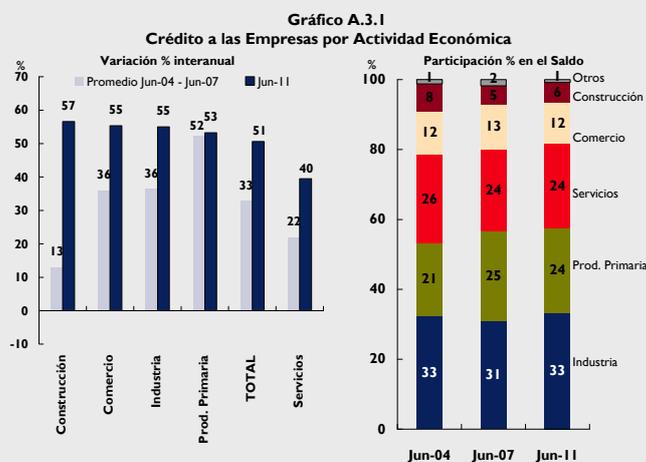
Desde mediados de 2010 el crédito bancario a las empresas ha verificado un aumento significativo, en especial aquel canalizado al sector industrial, en línea con la dinámica de los niveles de actividad del sector. De esta manera, el financiamiento a la industria continuó ganando participación en el saldo de crédito del sistema financiero destinado a las empresas. Se espera que esta evolución continúe en los próximos meses, de la mano del positivo escenario macroeconómico, que se complementa con los moderados niveles de endeudamiento y la baja irregularidad del sector

El crédito bancario al sector privado incrementó significativamente su tasa de expansión en los últimos 12 meses, recuperando el desempeño evidenciado de forma previa a la crisis financiera internacional iniciada a mediados de 2007. A diferencia de lo verificado en los años previos a la crisis, el actual crecimiento del crédito al sector privado está siendo mayormente dinamizado por las financiaciones canalizadas al sector corporativo. Esta evolución recoge la fortaleza del mercado interno y la demanda del exterior, que lleva a los empresarios a incrementar su demanda de fondos, tanto para financiar capital de trabajo como para realizar nuevas inversiones que incrementen su capacidad productiva.

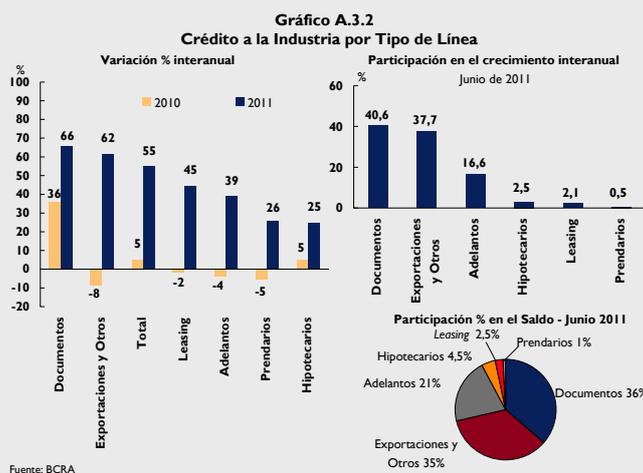
Así, las financiaciones a empresas se incrementaron 51% en los últimos 12 meses⁵³, por encima del crecimiento del crédito a las familias (42% i.a.). En este lapso se destacó el desempeño del financiamiento a la industria, en un marco en el que todos los sectores productivos registraron una evolución positiva en su nivel de financiamiento⁵⁴. El sector industrial no sólo verifica un ritmo de crecimiento interanual de sus préstamos por encima de la media de los restantes sectores productivos, sino que además es la actividad que más contribuye a la expansión del saldo total de las financiaciones a las empresas. De esta manera, la industria se afianza como la actividad con mayor ponderación en el financiamiento total al sector corporativo, alcanzando 33% del total. Cabe considerar que hasta la crisis global el financiamiento al sector primario mostraba un dinamismo superior al resto de los sectores, incrementando así su participación en el total (ver Gráfico A.3.1).

⁵³ En todos los casos la información corresponde a junio de 2011, excepto que se indique lo contrario.

⁵⁴ Se utiliza la clasificación sectorial que surge de la Central del Deudores del Sistema Financiero del BCRA.



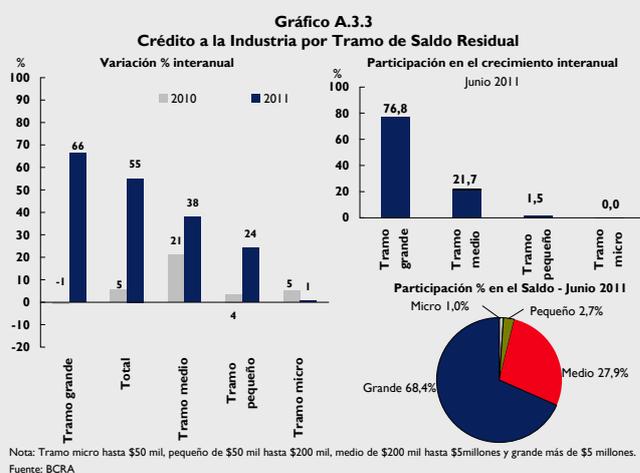
El crédito al sector manufacturero está siendo impulsado por todos los grupos de entidades financieras en los últimos meses, con una tasa de crecimiento levemente mayor en los bancos públicos (59% i.a, mientras que los bancos privados alcanzaron un incremento de 54% i.a.). Así, las entidades oficiales aumentaron su participación en el stock de financiaciones al sector industrial en el último año, hasta llegar a casi 24% del total. Esta evolución reciente consolida la dinámica observada en los últimos 4 años, período en que los bancos públicos incrementaron casi 5 p.p. su participación en el crédito bancario total a la industria. Esta tendencia refleja el mayor impulso relativo de la banca pública en este lapso, así como el desempeño contra-cíclico que tuvieron estos bancos en el momento más agudo del impacto local de la crisis internacional de 2007/2008.



Todas las líneas de crédito a la industria registraron aumentos en los últimos meses (ver Gráfico A.3.2), destacándose la evolución de los documentos, de los créditos a las exportaciones y de otros créditos, que aportaron en conjunto casi 80% del crecimiento interanual del finan-

ciamiento a este sector. Las líneas con garantía real (prendarios e hipotecarios) observaron el menor crecimiento relativo, con tasas de expansión del orden del 25% i.a.

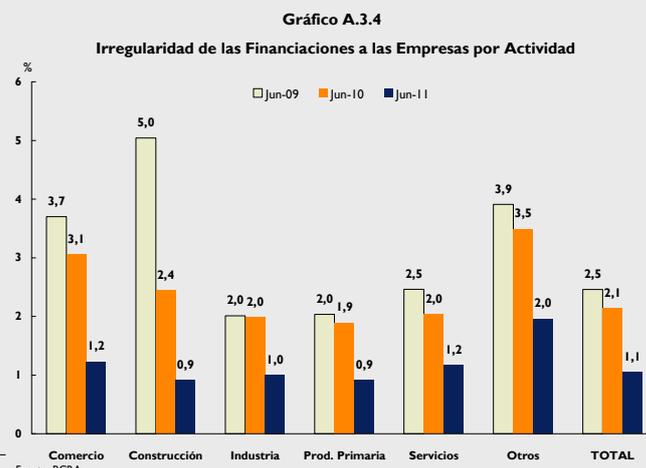
El incremento en las líneas crediticias a la industria fue mayormente impulsado por las financiaciones de mayor tamaño relativo⁵⁵ (ver Gráfico A.3.3). En efecto, las financiaciones con saldo residual superior a \$5 millones se incrementaron 66% i.a. en los últimos 12 meses, y alcanzaron a representar poco más de 68% del saldo total. Por su parte, los tramos medio (de \$200 mil hasta \$5 millones) y pequeño (menos de \$200 mil) verificaron aumentos de 38% i.a. y 24% i.a. respectivamente.



El incremento del financiamiento al sector industrial registrado desde 2010 es generalizado entre las diversas ramas que lo componen y acompaña al crecimiento de sus respectivos niveles de actividad. Así, se destaca el desempeño del financiamiento a los segmentos de metalmecánica y al automotor, que alcanzó niveles máximos de producción hacia mediados de 2011 (ver Capítulo III). Por su parte, si bien los préstamos a las firmas productoras de alimentos, bebidas y productos químicos muestran un crecimiento relativo levemente menor al promedio, registran la mayor participación en la expansión del saldo del crédito a la industria dado que mantienen las ponderaciones más elevadas en el total.

El desempeño observado por el financiamiento a la industria en el último año está siendo principalmente impulsado por el positivo escenario macroeconómico y por las ventas externas, que alientan a las empresas a incrementar su demanda de recursos financieros, en un contexto de altos niveles de utilización de la capacidad instalada (ver Capítulo III). Esta evolución fue favorecida por el moderado nivel de endeudamiento de las firmas industriales, que se estabilizó recientemente en poco más de la

mitad del producto del sector⁵⁶, por debajo de los valores alcanzados en los últimos años. En este marco se observaron mejoras en la calidad crediticia de las financiaciones a la industria: la irregularidad de estas asistencias cayó 1 p.p. en los últimos 12 meses, ubicándose en torno a 1% en junio de 2011, por debajo del nivel verificado para la totalidad de las empresas (ver Gráfico A.3.4).



La evolución del financiamiento al sector manufacturero está siendo reforzada por la política financiera implementada por el BCRA, que ha rediseñado en el último año y medio sus objetivos con el fin de impulsar el crédito destinado a la inversión productiva. Así, bajo el denominado Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario⁵⁷, esta Institución ha llevado adelante 8 subastas de fondos por un monto total de \$2.920 millones, recursos que las entidades financieras deben otorgar a las empresas para financiar proyectos de inversión, con un plazo promedio no inferior a los dos años y un costo financiero total de 9,9% anual. Más de 75% de los créditos ya comprometidos por los bancos en el marco de este Programa fueron canalizados al sector industrial. Su distribución a nivel regional alcanza a 9 provincias, con una significativa participación de los segmentos ampliamente generadores de empleo, entre los que se encuentran el automotriz, el autopartista y el farmacéutico⁵⁸.

Las buenas expectativas de crecimiento del sector industrial para los próximos meses, combinadas con el escenario de moderados niveles de endeudamiento y baja irregularidad, así como con el impulso oficial generado por la adjudicación de fondos a través de las líneas del Fondo del Bicentenario, permiten prever que el sendero de expansión del crédito a la industria (y a las empresas en general) se sostendrá de cara al cierre de 2011.

⁵⁶ Para un análisis más detallado, ver Capítulo III.

⁵⁷ Comunicación "A" 5089 y Decreto 783/10

⁵⁸ Los proyectos de inversión son analizados y evaluados por una Unidad de Evaluación integrada por los Ministerios de Industria, de Economía y Finanzas Públicas y de Agricultura, Ganadería y Pesca.

⁵⁵ Según información por estrato de saldo residual.

\$900 millones sobre un total comprometido de aproximadamente \$1.300 millones⁵⁹.

Se destacó el renovado dinamismo de los préstamos prendarios a las familias

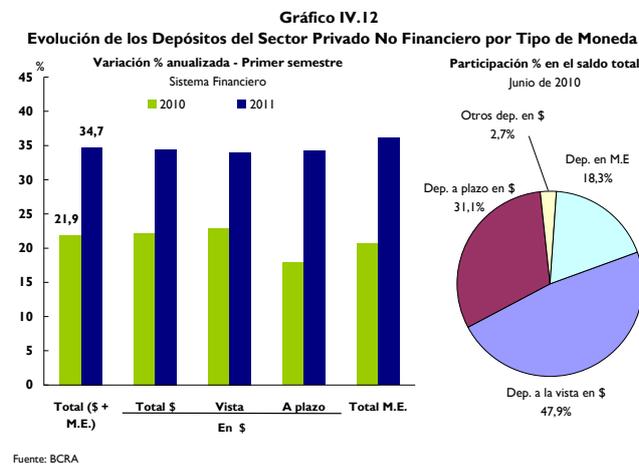
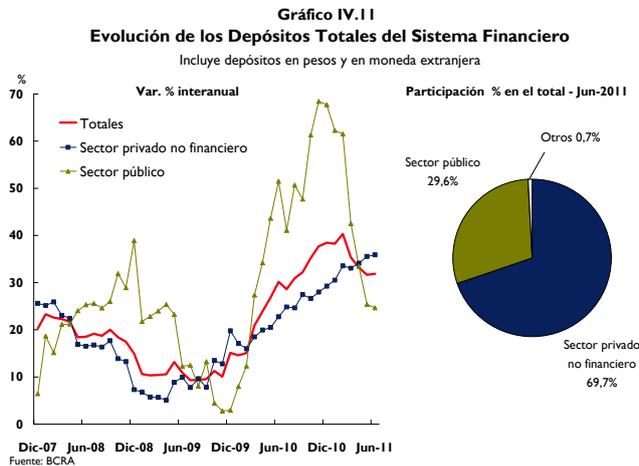
Las financiaciones a las familias acumularon una expansión de 41,1%a. en el primer semestre del año. Las líneas al consumo verificaron una tasa de crecimiento de 43,2%a. (los personales aumentaron 44,2%a. y las tarjetas de crédito 41,6%a.) y, dada su ponderación en el saldo total, explicaron más de tres cuartas partes del incremento del financiamiento a los hogares en el período (ver Gráfico IV.10). Los préstamos prendarios resultaron los más dinámicos al crecer casi 100%a., contribuyendo con 14% del aumento del financiamiento a familias. Por el lado de los créditos hipotecarios, si bien continuaron mostrando un ritmo de expansión más bajo, verificaron un desempeño semestral muy superior al observado en el mismo período de 2010.

Continuó cayendo la exposición del sistema financiero al sector público

La expansión de las financiaciones al sector privado durante el primer semestre de 2011 se registró conjuntamente con una reducción de la exposición al sector público, que se ubicó en 11,7% del activo neteado y consolidado al fin del período (1,5 p.p. menos que en el cierre de 2010)⁶⁰, por debajo de los valores observados antes de la crisis de 2001-2002 y a los que presentan actualmente parte de los sistemas financieros de la región. Si se considera el fondeo que obtiene el conjunto de las entidades por los depósitos del sector público (a un nivel consolidado entre sus jurisdicciones), este último continuó presentando una posición neta acreedora frente al sistema financiero (-12,2% del activo neteado y consolidado).

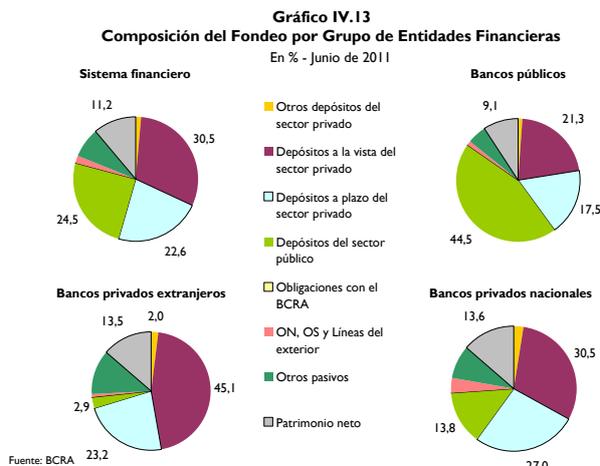
Las colocaciones del sector privado impulsaron el incremento de los depósitos totales en la primera parte del año, en un marco de leve reducción de los niveles de liquidez

En la primera mitad de 2011 los depósitos totales verificaron un incremento de 30,1%a. A diferencia de lo observado el mismo período de 2010, este incremento fue liderado por las colocaciones del sector privado, que registraron un crecimiento de 34,7%a. en el semestre. De esta manera, las colocaciones del sector privado recuperaron el dinamismo evidenciado en los años previos a la crisis financiera internacional y aumentaron su ponderación



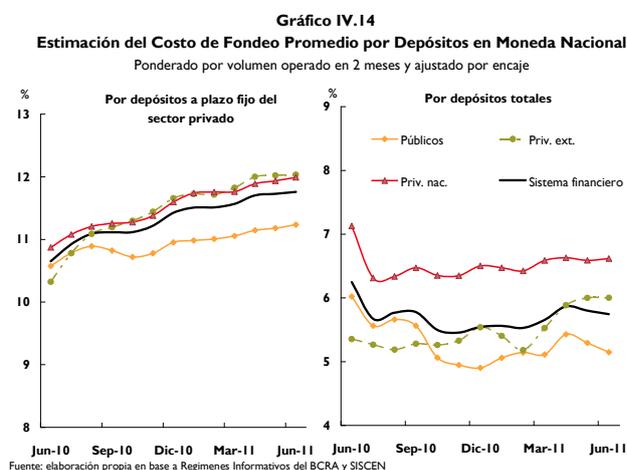
⁵⁹ La diferencia entre ambos montos corresponde a las cuotas pendientes a acreditar de préstamos escalonados.

⁶⁰ La exposición del sector público se ubicó en 10,9% en términos del activo total.



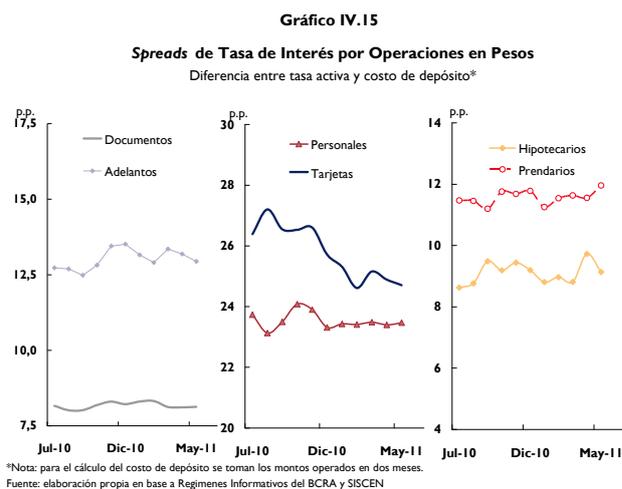
ción en los depósitos totales hasta casi 70% (ver Gráfico IV.11).

El incremento de los depósitos del sector privado en la primera mitad de 2011 fue impulsado tanto por las imposiciones en moneda nacional como por aquellas en moneda extranjera. Las colocaciones a la vista y a plazo en pesos aumentaron a un ritmo similar (34%a. y 34,2%a., respectivamente), superando significativamente el ritmo observado en igual período de 2010 (ver Gráfico IV.12). El saldo de balance de las imposiciones realizadas en moneda extranjera registró un incremento de 36,1%a. en este lapso, aproximadamente 15 p.p. por encima de lo observado en los primeros 6 meses del año previo⁶¹. Los depósitos totales del sector privado crecieron en todos los grupos de bancos a lo largo de 2011.



Por su parte, los depósitos totales del sector público aumentaron 20%a. en el semestre, verificando una marcada desaceleración respecto al registro de la primera parte de 2010. El incremento semestral fue impulsado por las colocaciones a plazo, que más que compensaron la reducción en el saldo de las cuenta a la vista.

De esta manera, en los primeros meses de 2011 las colocaciones de empresas y familias incrementaron su participación en el fondeo total⁶² del sistema financiero en 2 p.p. hasta un nivel de 56% (las imposiciones a la vista representaron 31,7% y aquellas a plazo 22,4%⁶³), mientras que los depósitos del sector público la redujeron levemente hasta 24%. Las colocaciones del sector privado continuaron constituyendo la mayor fuente de fondeo de los bancos privados (tanto nacionales como extranjeros), mientras que los depósitos del sector público significaron la principal fuente de recursos de las entidades públicas (ver Gráfico IV.13).



En la primera mitad del año el costo de fondeo estimado por depósitos en pesos⁶⁴ aumentó levemente respecto de fines de 2010 (ver Gráfico IV.14). Este movimiento fue fundamentalmente explicado por el gradual incremento en la participación de las colocaciones a plazo en el saldo total de depósitos, en un marco de leves aumentos en los costos de las mismas. No obstante, en una comparación interanual el costo de fondeo se mantuvo por debajo del registrado el año anterior en casi 0,5 p.p., movimiento principalmente explicado tanto por los bancos públicos como por los privados nacionales. En términos de *spreads* entre tasas de interés activas operadas en

⁶¹ La variación en moneda de origen de los depósitos en divisas alcanzó 27%a. en el primer semestre de 2011, casi 15 p.p. más que en el mismo período de 2010.

⁶² Pasivo más patrimonio neto

⁶³ La diferencia corresponde principalmente a saldos inmovilizados y a otros saldos por depósitos del sector privado no previstos en cuentas específicas.

⁶⁴ Ponderado por el volumen operado para el sistema financiero.

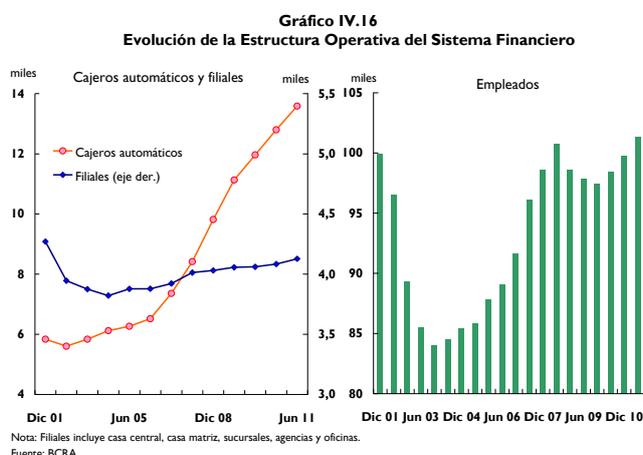
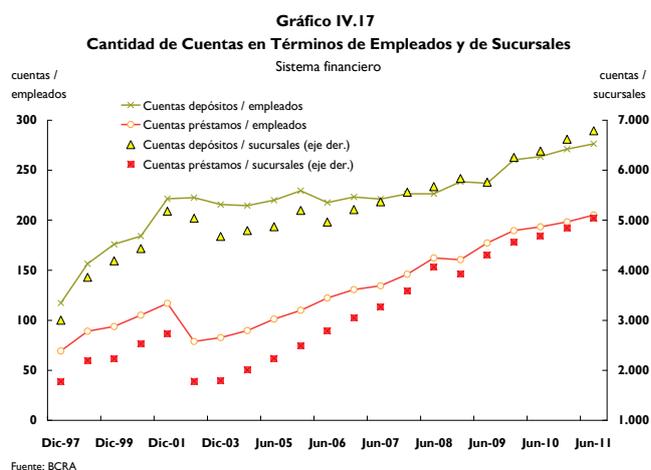


Tabla IV.2
Evolución del Empleo
En miles

	Sistema financiero				31 aglomer. EPH
	Total	Bancos		EFNB	Ocup. - Subocup.
		Priv.	Púb.		
IT-2010 (Min. SF*)	97,5	56,5	37,8	3,1	9.413
IT-2010	98,4	57,7	37,7	3,0	9.413
IVT-2010	99,7	59,0	37,7	3,1	9.638
IIT-2011	101,4	60,4	37,8	3,2	9.840
Variaciones - En %					
IIT-2011 vs IT-2010	4,0	6,8	-0,1	2,4	4,5
IIT-2011 vs IIT-2010	3,0	4,7	0,3	5,8	4,5
IIT-2011 vs IVT-2010	1,6	2,4	0,3	3,5	2,1

* Mínimo registrado por el sistema financiero ante la crisis internacional de 2007/2008.

Fuente: BCRA e INDEC



moneda nacional y el costo de fondeo, se evidenció una disminución interanual en el caso de los documentos, los préstamos personales y las tarjetas de crédito, mientras que el resto de las líneas presentaron leves incrementos (ver Gráfico IV.15).

Durante el primer semestre de 2011 el conjunto de entidades financieras observó un renovado dinamismo en la obtención de recursos a través de la colocación de obligaciones negociables (ON)⁶⁵. En efecto, 17 entidades financieras realizaron colocaciones de ON en la primera mitad del año, captando fondos por casi \$3.050 millones⁶⁶. En el comienzo de la segunda parte de 2011 continuó esta tendencia hacia un incremento del fondeo mediante ON, aunque es probable que en los próximos meses, a raíz de la volatilidad internacional, algunas entidades financieras pospongan nuevas emisiones de deuda. De cara al futuro, el gradual incremento del fondeo a través de instrumentos de mayor plazo, como las ON, debería contribuir a estimular la oferta de crédito bancario de más largo plazo.

Aumentó el empleo bancario y mejoró la infraestructura de provisión de servicios financieros en las zonas menos bancarizadas del país

La nómina de trabajadores del conjunto de bancos creció 1,6% en los primeros seis meses del año, acumulando una suba interanual de 3%, y de esta manera, alcanzó el nivel más elevado de los últimos 10 años (ver Gráfico IV.16). Así, la dotación de personal se incrementó 4% con respecto a comienzos de 2010, guarismo que está en línea con el dinamismo del empleo de la economía nacional (ver Tabla IV.2). El impacto local de la crisis internacional de 2007/2008 tuvo, no obstante, un efecto más pronunciado y temporalmente más extenso sobre el empleo en el sector bancario que en el conjunto de la economía. Por su parte, la cantidad de cajeros automáticos aumentó 6,1% en lo que va de 2011 (15 % i.a.) y el número de sucursales se incrementó 1,1% (1,6% i.a.) en el mismo lapso.

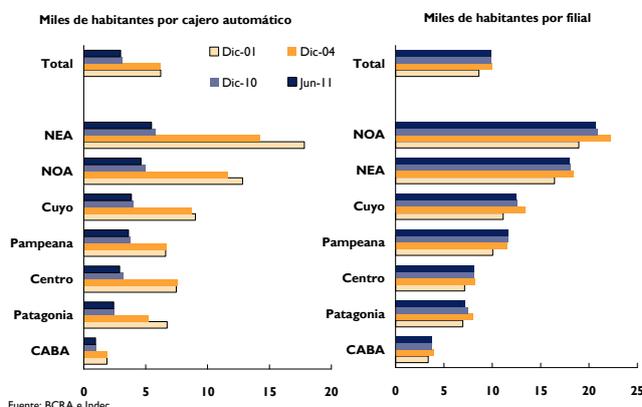
La expansión en la estructura operativa del sistema financiero se dio en un marco en el que el número de cuentas (de depósitos y de préstamos) continuó creciendo de forma más que proporcional que la cantidad de empleados y sucursales (ver Gráfico IV.17).

Si bien la disponibilidad de la infraestructura de servicios financieros sigue observando una marcada heterogeneidad entre las distintas jurisdicciones del país, en

⁶⁵ Para un mayor detalle sobre las colocaciones en el mercado de capitales, ver Capítulo II, Sección 2.

⁶⁶ La madurez de las emisiones varió entre los 9 meses y los 7 años. Aproximadamente 59% de las emisiones estuvieron denominadas en pesos, la mayor parte a tasa variable. El 41% restante fue emitido en dólares a tasa fija.

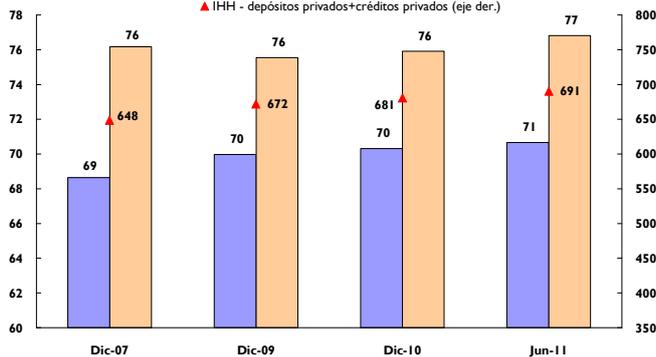
Gráfico IV.18
Alcance Regional del Sistema Financiero



Fuente: BCRA e Indec

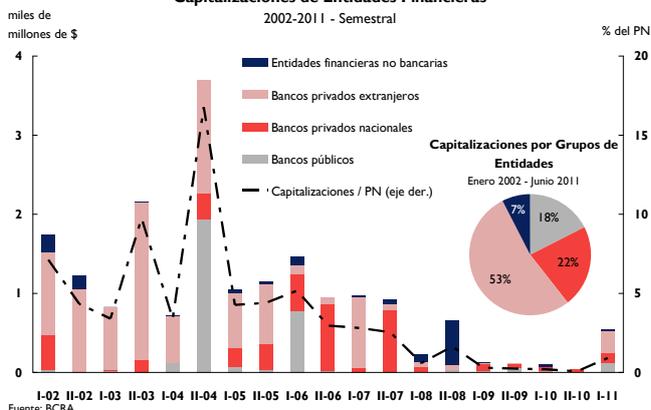
Gráfico IV.19

Nivel de Concentración del Sistema Financiero
Participación en el saldo total - Considerando grupos financieros



Fuente: BCRA

Gráfico IV.20
Capitalizaciones de Entidades Financieras



Fuente: BCRA

los últimos meses continuaron registrándose mejoras en la provisión de servicios financieros en las zonas relativamente menos bancarizadas. Como señal de esto, el indicador de habitantes por cajero automático mejoró en todas las regiones del país en el último semestre, destacándose el progreso en las regiones del NEA y NOA (ver Gráfico IV.18). De esta manera, la brecha entre la región con mayor y menor cobertura (CABA y NEA, respectivamente) alcanzó 5,7 veces, lo que representa un mínimo histórico.

Por su parte, la relación entre la población y las filiales también registró avances en todas las jurisdicciones a lo largo de 2011, especialmente en aquellas menos bancarizadas. Cabe destacar que en lo que va del año⁶⁷ el Banco Central aprobó la apertura de 42 sucursales en localidades de menor nivel de bancarización, en tanto que otras 18 solicitudes de aperturas se encuentran bajo análisis. Así, en los primeros meses de este año las autorizaciones para abrir nuevas sucursales en las zonas con menor presencia de los servicios financieros se duplicaron respecto a igual período de 2010. La expansión de la prestación de servicios bancarios hacia zonas del interior del país con baja disponibilidad de infraestructura bancaria cobró impulso con el cambio normativo impulsado por el BCRA, por el cual para aquellos casos en donde las entidades requieran la autorización de apertura de sucursales en zonas con mayor bancarización, esta Institución tendrá especialmente en cuenta que dicho pedido esté acompañado de una simultánea propuesta de apertura de igual cantidad de sucursales en las zonas con menor disponibilidad de servicios bancarios⁶⁸.

En los primeros meses de 2011, un banco privado nacional de magnitud fue adquirido por un banco privado de capitales extranjeros. Si bien esto no afectó significativamente el nivel de concentración del sistema financiero (ver Gráfico IV.19), tuvo cierto impacto en la distribución del mercado por tipo de bancos. En efecto, en los primeros 6 meses del año las entidades privadas de capital extranjero⁶⁹ aumentaron 2,7 p.p. su participación en los depósitos del sector privado hasta 36,2%, mientras que las entidades privadas nacionales alcanzaron 30,6% y las públicas 33,2% al cierre del semestre. De la misma manera, la proporción del saldo total del crédito al sector privado correspondiente a las entidades privadas extranjeras se incrementó 3,9 p.p. en el mismo período hasta ubicarse en torno al 38,1%, al tiempo que los grupos de entidades privadas nacionales y públicas representaron 34,5% y 27,4% respectivamente (ver Apartado 4).

⁶⁷ Información al 31/08/2011

⁶⁸ Comunicación "A" 5167.

⁶⁹ En este párrafo, cuando se hace referencia a entidades financieras, se consideran tanto bancos como entidades financieras no bancarias.

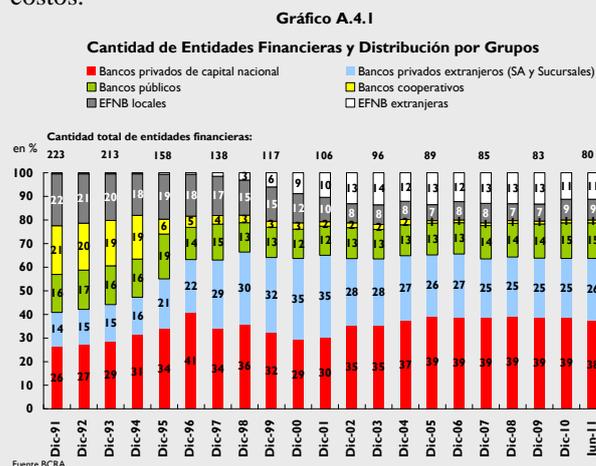
Apartado 4 / Estructura del Sistema Financiero Argentino

En las últimas décadas el sistema financiero argentino evidenció cambios relevantes en su estructura. Esta evolución reflejó tanto los incentivos planteados por el contexto macroeconómico local, los cambios regulatorios que se fueron sucediendo, la dirección de los flujos internacionales de capitales, así como los episodios domésticos de crisis que impactaron sobre la dinámica de la intermediación financiera. De esta manera, en los últimos 20 años, la cantidad de entidades se redujo significativamente mientras que la participación de la banca extranjera —tras alcanzar su ponderación máxima en la segunda parte de los noventa— actualmente se ubica en niveles similares a los de la banca privada nacional. Esto se registró en un contexto en el que el sistema financiero sigue observando una baja profundidad y relativamente poca concentración en términos de una comparación internacional. El desafío para los próximos años consiste en acompañar el crecimiento de la intermediación financiera en un contexto de competencia, incentivando la extensión del financiamiento de las actividades productivas, sin descuidar una mayor inclusión o bancarización de los distintos estratos sociales

En los últimos 20 años el sistema financiero local verificó una tendencia de reducción de la cantidad de entidades financieras activas en el mercado, de la mano de procesos de fusiones y absorciones de entidades y algunas salidas de la actividad de intermediación, que más que compensaron las nuevas incorporaciones que se fueron observando en el sector. Así, mientras que en diciembre de 1991 existían 223 entidades financieras activas (ver Gráfico A.4.1), cinco años después la cantidad se redujo a 147, en parte como resultado del impacto de la crisis financiera de México (conocida comúnmente como el Efecto Tequila), disminuyendo a 99 a fines de 2002 ante la crisis local. Esta tendencia a la reducción de los participantes en el sistema financiero continuó evidenciándose en los últimos años, si bien a un ritmo más gradual, llegando a mediados de 2011 a un total de 80 entidades financieras activas. Si bien esto se tradujo en un mayor grado de consolidación, se puede observar que los niveles de concentración del mercado local se ubican entre los menores de la región⁷⁰. Esta

⁷⁰ Por ejemplo, según el Índice de Herfindahl-Hirschman (que se construye como la sumatoria del cuadrado de la participación de cada entidad en el mercado de depósitos, e indica la existencia de mayor concentración cuanto más alto es el valor obtenido), el sistema financiero argentino alcanza un registro de 750, por debajo del promedio de 1.570 puntos en la región (considerando México, Brasil, Colombia, Ecuador, Chile, Perú y Uruguay). El indicador de Argentina puede

tendencia hacia una mayor consolidación está en línea con la evidenciada a nivel internacional⁷¹, siendo generalmente impulsada por procesos de fusiones tendientes a facilitar incrementos de ingresos y reducciones de costos.



Esta dinámica de descenso en la cantidad de entidades participantes en el mercado, combinada con ciertos procesos de ventas, dio lugar a una modificación en la composición del sector entre los distintos grupos de bancos. De esta manera, en la década del noventa (especialmente en la primera parte) se observó una sostenida reducción en la participación de las entidades financieras cooperativas, tendencia seguida en menor medida por las entidades públicas. Como contrapartida, se registró un incremento en la cantidad relativa de los bancos privados nacionales y extranjeros. Cabe considerar que en la segunda parte de los noventa se observó una serie de ventas de entidades financieras medianas que eran de propiedad privada nacional a capitales extranjeros, situación que se reflejó en un significativo incremento en la profundidad de la banca extranjera tanto en los activos totales del sector, como en los depósitos y en el crédito al sector privado (ver Gráfico A.4.2), hasta casi representar la mitad del mercado.

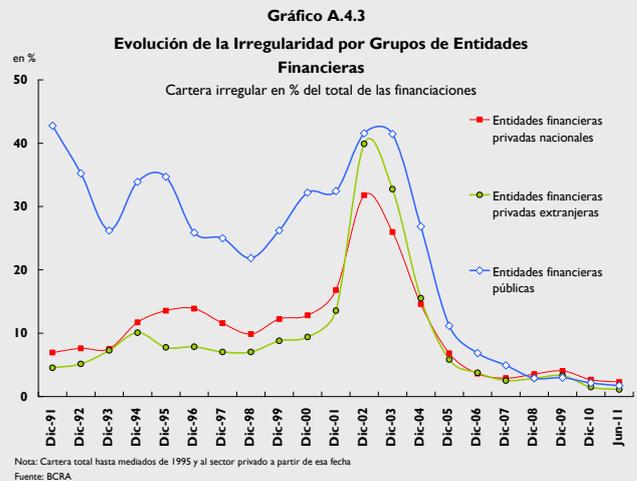
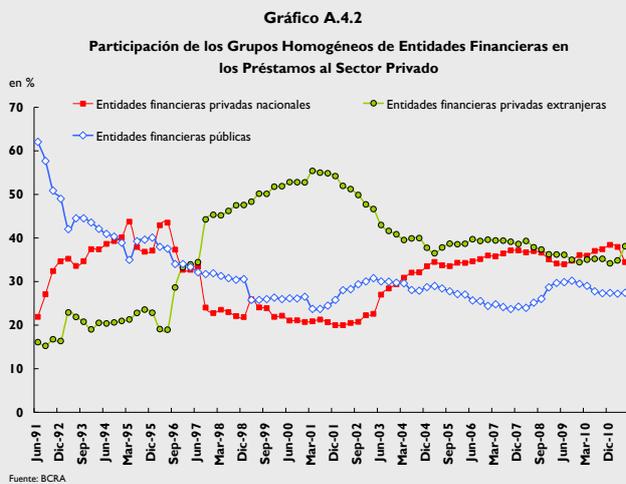
Con la crisis de 2001-2002 este patrón se revirtió. Por un lado, dada la magnitud inicial de la crisis local algunas entidades financieras, principalmente extranjeras, decidieron retirarse del mercado (especialmente mediante ventas a entidades financieras nacionales), al tiempo que otras evidenciaron procesos de fusiones. Estos procesos, combinados con las políticas agresivas de expan-

interpretarse como la existencia de casi 13 entidades de igual dimensión, mientras que en el caso del promedio de la región este número se reduciría a aproximadamente 6.

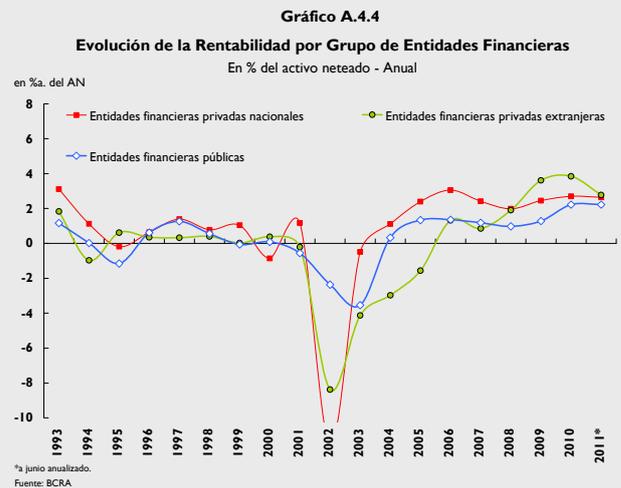
⁷¹ Ver, por ejemplo, *Group of Ten "Report on Consolidation in the Financial Sector"*, BIS, 2001.

sión (orgánica) de la banca de capital nacional, llevaron a que este grupo de entidades ganara participación de mercado en los últimos años, hasta alcanzar 37,9% del *stock* de crédito al sector privado a fines del primer trimestre de 2011, valor ligeramente por encima de la banca privada extranjera (34,8%) y de la pública (27,2%). Debe mencionarse que en el segundo trimestre de 2011 la ponderación de la banca privada nacional pasó a ubicarse levemente por debajo de la extranjera (34,5% y 38,1%, respectivamente), como resultado el traspaso de una entidad financiera privada nacional mediana a capitales extranjeros (con origen en el Mercosur).

mismas sólo representan 26% y 14% en los bancos extranjeros y nacionales respectivamente. Cabe considerar que actualmente todos los grupos homogéneos de bancos presentan muy bajos niveles de irregularidad crediticia (ver Gráfico A.4.3), cuando en la década anterior las financiaciones generadas por las entidades financieras públicas tendían a presentar mayores niveles de irregularidad respecto a la banca privada. Por su parte, los distintos grupos de bancos han tendido a verificar incrementos en su rentabilidad en los últimos años, recuperándose de las significativas pérdidas verificadas con la crisis de 2001-2002 (ver Gráfico A.4.4), en un contexto de aumentos graduales en los niveles de eficiencia y solvencia.



De esta manera, se puede observar que actualmente el mercado financiero argentino presenta una estructura con ponderaciones similares entre los distintos grupos de bancos, aunque con ciertos rasgos distintivos entre los mismos. Por un lado, si bien el crédito total al sector privado alcanza una mayor profundidad en los activos de la banca privada (tanto nacional como extranjera), la banca pública ha evidenciado un desempeño relativamente más contra-cíclico en la parte más aguda del impacto local de la crisis internacional (2008/2009), sosteniendo su sendero de expansión crediticia en un momento en que los restantes grupos de entidades tuvieron estrategias volcadas a la formación de reservas de activos líquidos.



Por otro lado, en la banca pública el financiamiento a las empresas en particular alcanza aproximadamente el 61% de la cartera de préstamos, por encima de los valores evidenciados por los bancos privados extranjeros (59%) y nacionales (57%), al tiempo que en lo que respecta al financiamiento a las familias, en la banca oficial se observa una mayor ponderación de las líneas de mediano y largo plazo (hipotecarios y prendarios) que totalizan casi 38% de esa cartera, mientras que las

Para los próximos años se espera que todos los grupos de bancos incrementen su financiamiento a empresas y familias, acompañando el contexto macroeconómico positivo y las políticas públicas implementadas que favorecen el crecimiento de la actividad de todos los sectores productivos.

Posición de capital

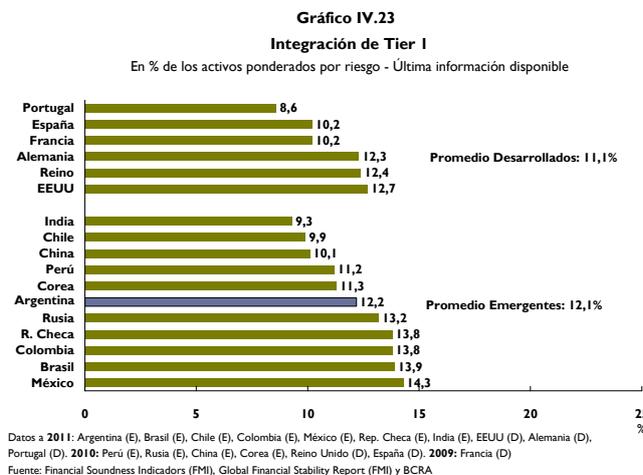
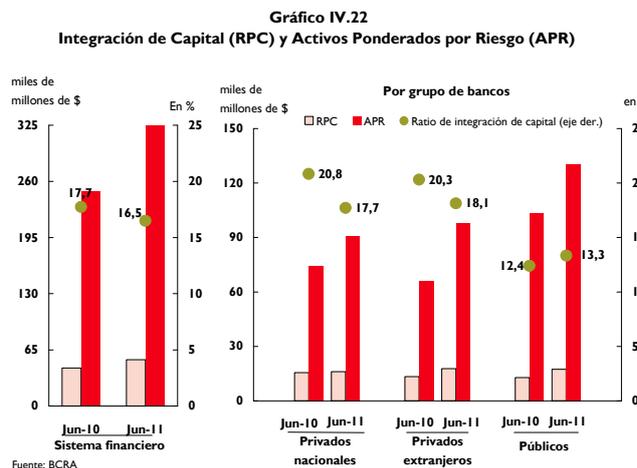
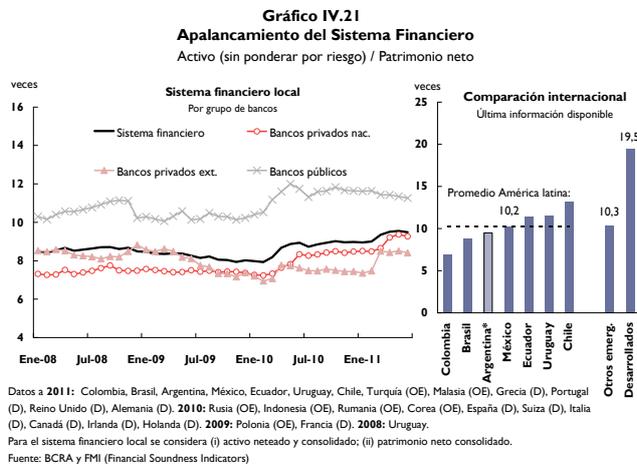
En un contexto de crecientes volúmenes de intermediación financiera con el sector privado, los indicadores de solvencia del sistema continuaron en niveles elevados

En la primera parte de 2011 el patrimonio neto del sistema financiero consolidado se expandió 13,3%a. (22,8% i.a.), un ritmo de crecimiento mayor al evidenciado en los primeros 6 meses del año anterior. El aumento del patrimonio neto fue principalmente impulsado por las ganancias contables y, en menor medida, por los aportes de capital, si bien la decisión de distribuir dividendos por parte de ciertas entidades financieras privadas atemperó parcialmente el incremento.

Las capitalizaciones recibidas por el sistema financiero acumularon alrededor de \$540 millones en el primer semestre del año, superando así el total de aportes de capital observados durante todo 2009 y 2010 (ver Gráfico IV.20). Los aportes de capital recibidos en 2011 se canalizaron mayormente hacia los bancos privados extranjeros.

Durante los primeros 6 meses del año 17 entidades financieras distribuyeron dividendos por aproximadamente \$3.250 millones, observándose un incremento con respecto al año pasado⁷². Cabe mencionar que de acuerdo a la normativa establecida por el BCRA⁷³, los bancos que presentan ganancias para ser distribuidas (luego de aplicar los filtros regulatorios existentes) sólo podrán pagar dividendos si su capital regulatorio, en el escenario posterior a la distribución, se mantiene al menos en 30% por encima de la exigencia normativa. El objetivo de la medida es reducir la habitual característica de pro-ciclicidad de los sistemas financieros, permitiendo contar con un colchón de capital para enfrentar eventuales episodios de volatilidad macroeconómica y/o financiera. Más aún, esta regulación macroprudencial permite evitar excesivos niveles de apalancamiento estructural, fortaleciendo así la solvencia del sistema.

En un contexto en el que el ritmo de crecimiento de los activos del conjunto de entidades financieras superó al del patrimonio neto, el nivel de apalancamiento del sector observó cierto aumento con respecto a mediados de 2010. Los activos bancarios alcanzaron a representar 9,5 veces el patrimonio neto, siendo menores al promedio de la región y de otras economías emergentes, y ubicándose muy por debajo del registro de los países desarrollados (ver Gráfico IV.21).



⁷² Durante el primer semestre de 2010 se distribuyeron resultados por un monto total de \$2.500 millones.

⁷³ Comunicación "A" 5072

Tabla IV.3
Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero
Indicadores anualizados en % del activo neto promedio

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

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

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

Fuente: BCRA

En este escenario, el ratio de integración de capital del sistema financiero se redujo levemente en la primera parte de 2011 hasta 16,5% de los activos ponderados por riesgo (APR), dinámica fundamentalmente explicada por los bancos privados (ver Gráfico IV.22). Considerando el nivel de integración de capital núcleo o Tier 1⁷⁴ (como porcentaje de los APR), el sistema financiero local evidenció un registro similar al promedio de la región y levemente por encima de la media de los países desarrollados (ver Gráfico IV.23).

Mejora la rentabilidad del sistema financiero en términos interanuales, principalmente de la mano del desempeño de los bancos públicos

El sistema financiero cerró el primer semestre de 2011 con ganancias contables por \$6.420 millones, experimentando un aumento de 45% con respecto al mismo período de 2010. Así, el ROA del sistema financiero se ubicó en 2,5% a., 0,2 p.p. más que en el primer semestre del año anterior, si bien exhibió un leve retroceso con respecto a la última parte de 2010 (ver Tabla IV.3). El aumento interanual estuvo explicado fundamentalmente por menores gastos de administración y cargos por incobrabilidad, así como por mayores resultados por títulos valores. En la comparación interanual se destacó el aporte de los bancos públicos (ver Gráfico IV.2).

El margen financiero del conjunto de entidades se ubicó en 7,5% a. del activo en la primera mitad del año (ver Gráfico IV.24), en línea con el registro del mismo período de 2010. Menores ganancias por intereses y por ajustes CER se compensaron con mayores resultados por títulos valores. Las entidades financieras privadas redujeron levemente su margen financiero mientras que los bancos públicos mostraron un aumento.

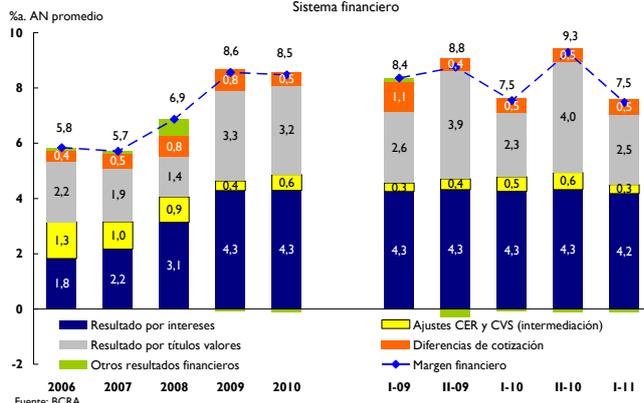
En el primer semestre del año los resultados por títulos valores registraron un aumento interanual de 0,2 p.p. del activo hasta 2,5% a., si bien cabe considerar que estos resultados se situaron en niveles relativamente bajos durante la primera parte de 2010. Cabe mencionar que en los últimos años estos resultados fueron los que mayor volatilidad presentaron (ver Gráfico IV.25).

En un contexto de creciente dinamismo del crédito a hogares y empresas, los resultados por intereses fueron la principal fuente de ingresos

Los resultados por intereses siguieron teniendo la mayor participación entre los ingresos del cuadro de resultados, totalizando 4,2% a. del activo en la primera mitad de 2011 y permaneciendo prácticamente estables en los úl-

Gráfico IV.24

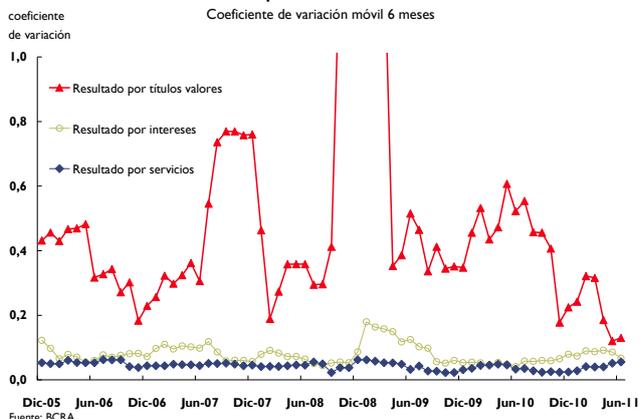
Composición del Margen Financiero
Sistema financiero



Fuente: BCRA

Gráfico IV.25

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



Fuente: BCRA

⁷⁴ Patrimonio neto básico menos Cuentas deducibles.

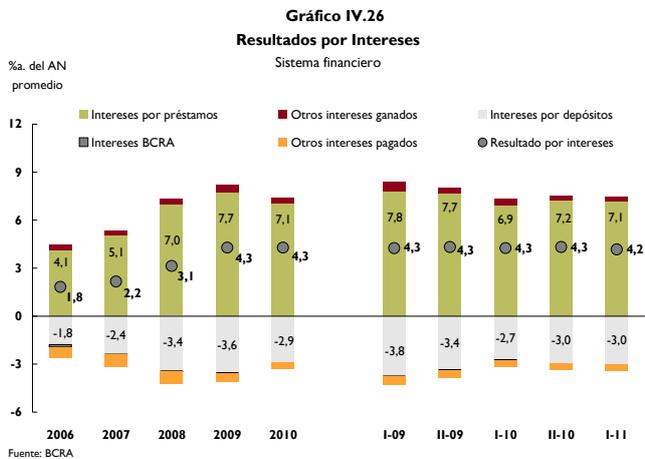


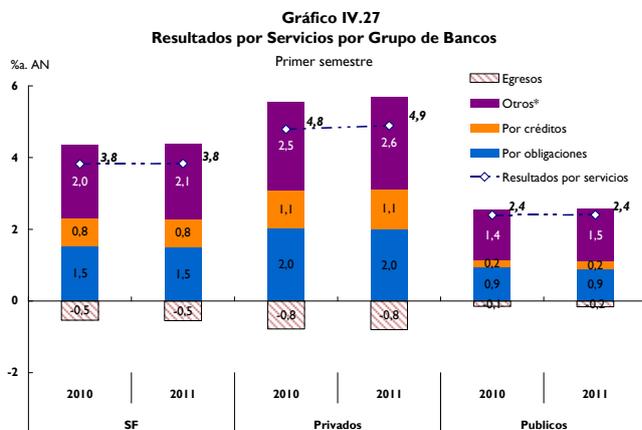
Tabla IV.4
Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos
Primer semestre 2011 - Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	Bancos privados			Bancos públicos	EFNB
	Total	Nacio- nales	Extran- jeros		
Margen financiero	8,4	8,3	8,5	5,9	18,2
Resultado por intereses	5,7	5,4	6,0	1,7	17,4
Ajustes CER y CVS	0,1	0,1	0,2	0,6	0,0
Resultado por títulos valores	2,0	2,5	1,6	3,2	0,5
Diferencias de cotización	0,7	0,5	0,8	0,4	0,5
Otros resultados financieros	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
Resultado por servicios	4,9	4,8	5,0	2,4	5,8
Gastos de administración	-7,9	-7,9	-7,8	-4,8	-11,1
Cargos por incobrabilidad	-0,8	-0,9	-0,7	-0,3	-2,3
Efectos de la crisis 2001-2002 (*)	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0
Cargas impositivas	-1,3	-1,5	-1,2	-0,6	-2,0
Diversos	0,6	0,7	0,6	0,5	1,2
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	3,8	3,4	4,3	2,8	9,8
Impuesto a las ganancias	-1,2	-1,0	-1,5	-0,5	-3,6
Resultado final (ROA)	2,6	2,5	2,8	2,2	6,2
Resultado en % del PN (ROE)	22,1	21,8	22,4	25,5	21,8
Resultado antes de impuesto a las ganancias en % del PN (ROE)	32,6	30,5	34,8	31,7	34,3
Resultado ajustado (**)	2,7	2,5	2,9	2,4	6,2

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

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

Fuente: BCRA



*Mayormente comisiones por seguros y por emisión de tarjetas

Fuente: BCRA

timos semestres. En una comparación interanual entre los conceptos que integran los resultados por intereses, se observó un mayor flujo de ingresos por préstamos, poco más que compensado por el incremento de los egresos por depósitos (ver Gráfico IV.26). En particular, la leve reducción en las tasas activas se combinó con un aumento en el volumen de créditos (especialmente en las líneas destinadas al sector corporativo), mientras que el escenario de leve incremento en el margen en el costo de fondeo por depósitos de los bancos se conjugó con un incremento en el saldo de depósitos (especialmente aquellos a plazo).

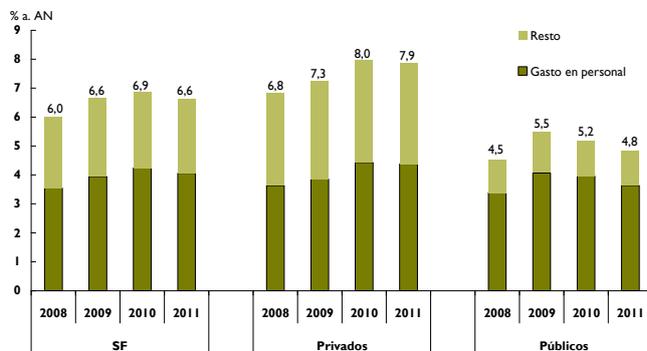
En el marco del crecimiento del índice CER y del acotado descalce de partidas ajustables (en términos del patrimonio neto), los resultados positivos por ajustes CER de los bancos se redujeron 0,2 p.p. del activo durante el primer semestre del año hasta 0,3%a., dinámica explicada por los bancos públicos. Por su parte, los resultados acumulados en la primera mitad del año por diferencias de cotización en el tipo de cambio del sistema financiero permanecieron prácticamente estables con respecto al primer semestre de 2010 en 0,5%a. del activo. Estos resultados se dieron en un contexto de leve depreciación del tipo de cambio nominal peso-dólar, acotada volatilidad cambiaria y gradual reducción del descalce de moneda extranjera (ver Capítulo V). Los bancos privados condujeron mayormente la variación de estos ingresos.

En los primeros 6 meses del año los ingresos netos por servicios se mantuvieron en línea con el registro del mismo período del año anterior (3,8%a. del activo). En términos de la composición, siguen ganando gradualmente participación los ingresos vinculados con seguros y emisión de tarjetas de crédito (ver Gráfico IV.27), especialmente en los bancos privados.

Los gastos de administración y los cargos por incobrabilidad observaron una leve reducción interanual en términos del activo bancario

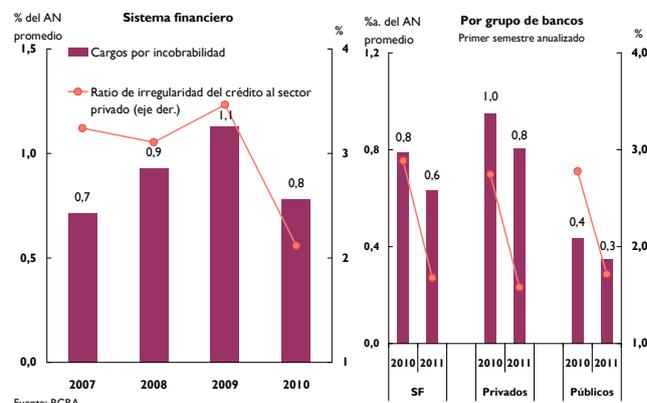
Los gastos de administración acumulados en el primer semestre de 2011 se ubicaron en 6,6%a. del activo, 0,3 p.p. por debajo del registro de la primera parte de 2010, disminución principalmente explicada por las entidades financieras públicas. Cabe mencionar que los bancos privados vienen devengando mayores gastos administrativos en términos del activo en comparación con los bancos públicos (ver Tabla IV.4), en parte por las relativamente mayores erogaciones en concepto de alquiler de inmuebles, pago de servicios y honorarios, entre otros. Sin embargo, los gastos en personal (remuneraciones y cargas sociales) por grupo de bancos presentan una ponderación similar tanto en términos del activo (ver Gráfico

Gráfico IV.28
Gastos de Administración
Primer semestre anualizado



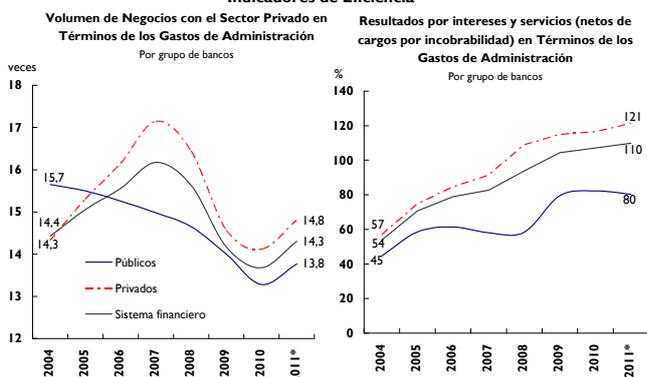
* a junio anualizado
Fuente: BCRA

Gráfico IV.29
Cargos por Incobrabilidad



Fuente: BCRA

Gráfico IV.30
Indicadores de Eficiencia



* Últimos 12 meses a junio.
Fuente: BCRA

co IV.28) como por empleado. El gasto en personal en términos del empleo en el sector bancario viene creciendo en los últimos 5 años a un ritmo que estuvo en línea con la evolución del salario promedio del empleo formal del país⁷⁵.

En un escenario de reducción de las financiaciones al sector privado en situación irregular (ver Capítulo V), los cargos por incobrabilidad paulatinamente fueron perdiendo peso en el cuadro de resultados del sistema financiero. En el primer semestre del año estas erogaciones representaron 0,6%a. del activo, 0,2 p.p. menos que hace un año. Todos los grupos de entidades financieras devengaron menores cargos por incobrabilidad en términos de los activos, destacándose los bancos privados (ver Gráfico IV.29). No obstante esta reducción, las entidades financieras continúan incrementando su cobertura de préstamos en situación irregular con adecuados niveles de provisiones (ver Capítulo V).

Mejoraron los indicadores de eficiencia del sistema financiero

Los indicadores simples de eficiencia⁷⁶ evidenciaron una mejora en los últimos semestres, especialmente en los bancos privados. En particular, en los últimos 2 años se observó un crecimiento en el volumen de negocios con el sector privado en términos de gastos administrativos. A su vez, los ingresos más estables se mantienen por encima de los gastos de administración, evidenciando un incremento en tal cobertura (ver Gráfico IV.30).

El sistema financiero afrontó erogaciones en concepto de impuestos⁷⁷ que representaron 2%a. del activo en la primera mitad de 2011, verificando un incremento de 0,3 p.p. con respecto al primer semestre de 2010. Si bien se observó una dinámica similar por grupo de bancos, estas erogaciones fueron más relevantes en los bancos privados. Por su parte, los ajustes de valuación de préstamos al sector público y la amortización de amparos (efectos de la crisis 2001-2002) continuaron perdiendo peso en el cuadro de resultados y representaron en conjunto sólo 0,1%a. del activo en el primer semestre del año, 0,2 p.p. menos que el registro de la primera parte de 2010, concentrándose mayormente en los bancos públicos.

De cara a la segunda parte del año, se espera que el sistema financiero mantenga elevados sus indicadores de solvencia

⁷⁵ En base al índice de salarios que elabora el INDEC

⁷⁶ Definidos, por un lado como el saldo de préstamos y depósitos (sector privado) en término de los gastos de administración y por el otro, como el flujo devengado de resultados por intereses y por servicios en porcentaje de los gastos de administración.

⁷⁷ Se incluye el impuesto a las ganancias y otras cargas impositivas.

Tabla IV.5
Evolución de la Cartera de Inversiones del FGS
Datos a Mayo de 2011

en miles de millones de \$

Instrumento	May-10	Dic-10	May-11	Var. interanual (%)	Var. acumulada 2011 (%)
Total FGS	146,0	178,0	189,3	30	6
Disponibilidades	7,4	13,7	9,0	23	-34
Plazo fijo	11,4	14,7	20,5	79	39
FCI	1,8	3,0	3,3	82	11
Títulos públicos y otros	94,0	101,7	110,4	17	9
Acciones	14,3	23,3	21,3	49	-9
Obligaciones negociables	2,1	1,7	1,7	-18	-3
Títulos extranjeros	2,5	0,3	0,1	-97	-77
Proyectos productivos y de infraestructura	12,3	19,5	22,9	86	18
Otros créditos e inversiones	0,1	0,1	0,1	-30	-11

Fuente: FGS

Para la segunda mitad del año se estima que el sistema financiero mantenga sus niveles de solvencia. El conjunto de los bancos cerraría 2011 con ganancias contables de la mano de los ingresos más estables. Por su parte, es posible que los resultados por títulos valores presenten cierta variabilidad durante la segunda parte del año, recogiendo en parte el efecto de la volatilidad experimentada en los mercados internacionales.

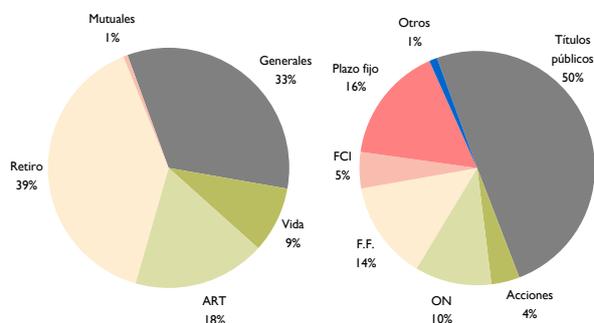
IV.2 Inversores Institucionales

Aunque a un ritmo más lento, se sostiene el crecimiento de la cartera de los inversores institucionales

Los portafolios de los tres principales grupos de inversores institucionales a nivel local, el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), las compañías de seguros y los fondos comunes de inversión (FCI) continuaron con la tendencia positiva que vienen registrando en los últimos semestres, ascendiendo en términos agregados a un total estimado de \$268,3 mil millones a junio de 2011⁷⁸ o 16,3% con respecto al PIB⁷⁹. De esta manera, el valor de las inversiones creció nominalmente 27% respecto de mediados de 2010. Se dio en el período una disminución en la ponderación de las inversiones agregadas en renta fija en el total de la cartera, hasta alcanzar 58% de la misma (en junio de 2010 estas inversiones representaban el 64% del total).

Gráfico IV.31

Composición de la Cartera de las Compañías de Seguros
Sobre un total de inversiones de \$55.349 millones a Jun-11, por rama y tipo de activo



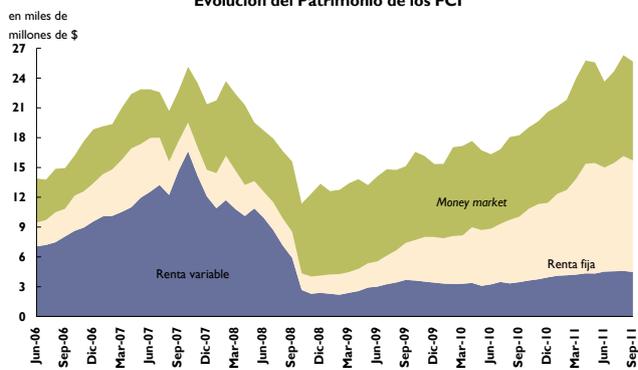
Fuente: elaboración propia en base a datos de la SSN

Respecto de la cartera administrada por el FGS, el principal inversor institucional local luego del cambio del régimen previsional anunciado en octubre de 2008, la misma ascendió -en base a información a mayo último- a \$189,3 mil millones, con una mejora de 6% en el acumulado de 2011 y de 30% en términos interanuales (ver Tabla IV.5). El desempeño en lo transcurrido de 2011 está en parte explicado por el incremento en el valor de las inversiones en títulos públicos y otros instrumentos de renta fija (que explican el 58% del total), debido fundamentalmente a un aumento en la tenencia de títulos en un contexto de modesto desempeño de las cotizaciones. Por otra parte, se elevó el saldo de las inversiones en proyectos productivos y de infraestructura, de la mano de los nuevos desembolsos de préstamos en curso y el comienzo de nuevos proyectos (con una importante ponderación de aquellos relacionados con la generación de energía). Así, con la última información disponible, los proyectos productivos representan el 12% del total de la cartera, pasando a constituir el segundo rubro más importante luego de los títulos públicos, desplazando a las acciones locales. Se destaca también la suba de 39%

⁷⁸ Para el FGS corresponde la información a mayo de 2011. En términos brutos (sin consolidar).

⁷⁹ Se considera el promedio del PIB trimestral de los últimos 4 períodos (hasta junio de 2011 inclusive).

Gráfico IV.32
Evolución del Patrimonio de los FCI



Nota: los fondos de renta mixta se incluyen en renta variable, mientras que los de plazo fijo y de dinero constituyen los fondos de money markets.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Cámara Argentina de FCI

en los depósitos a plazo desde diciembre de 2010 hasta mayo último. Los incrementos mencionados en bonos, proyectos productivos y plazos fijos tuvieron como contrapartida una disminución en las disponibilidades, que pasaron a representar 5% de la cartera, 3 p.p. menos que el semestre anterior.

Con información a junio de 2011, la cartera de inversiones de las compañías de seguros ascendía a \$55,3 mil millones, con un incremento de 24% interanual. Respecto del mismo período de 2010, se observa una suba de 13% en el valor de las inversiones en títulos públicos, rubro que explica el 50% del total de la cartera (ver Gráfico IV.31). Por otra parte, se destaca el aumento en las inversiones en plazos fijos y –en mayor medida– de los fideicomisos financieros, siendo los rubros más importantes detrás de los títulos públicos. En términos de las ramas de actividad, continuó observándose un mayor dinamismo de las inversiones de las compañías de seguros de Riesgos del Trabajo (ART), con un crecimiento de 52% interanual, destacándose en segundo lugar el desempeño en las inversiones de las compañías que ofrecen seguros generales (con una suba interanual de 30%), las que representan un tercio de la cartera agregada.

Respecto a los FCI, el patrimonio conjunto asciende actualmente⁸⁰ a \$26,3 mil millones, con una suba de 46% interanual. Los fondos de renta fija continuaron ganando ponderación y explican actualmente 44% del total del patrimonio de los FCI, mientras que en diciembre de 2010 representaban 36% del total (ver Gráfico IV.32). Por otra parte, cedieron participación los fondos más conservadores destinados a *money markets*, hasta 39% del total, con un incremento en el año de 11% en el valor de los mismos. Por último, debido a las mermas en las cotizaciones en el mercado de acciones en el período, los fondos de renta variable y mixta acumularon un retroceso de 13% en lo transcurrido de 2011, y explican actualmente 17% del patrimonio conjunto de los FCI.

⁸⁰ Información al 31 de agosto.

V. Riesgos del Sistema Financiero

Síntesis

En la primera parte de 2011 el sistema financiero continuó manteniendo una exposición moderada a los principales riesgos que enfrenta por la naturaleza de sus operaciones, prevaleciendo importantes niveles de cobertura así como elevados indicadores de solvencia. Si bien partiendo desde bajos niveles de profundidad del crédito, la mencionada situación se produce en el marco de un importante crecimiento de la actividad de intermediación financiera.

La consolidación de la actividad de intermediación financiera estuvo asociada a la disminución de los principales indicadores de liquidez bancaria. Sin embargo, el sistema financiero muestra una acotada exposición a este riesgo, mientras sostiene una holgada cobertura de los pasivos de corto plazo con activos líquidos y con las tenencias de instrumentos de regulación monetaria. Adicionalmente, continuó creciendo el monto total de las transacciones de pase entre bancos, impulsando una mayor profundidad de los mercados interbancarios.

Mientras el financiamiento al sector privado gana paulatinamente participación en los activos totales, el sistema financiero mantiene una robusta posición frente al riesgo de crédito asumido. Esto se da en un marco en donde se sostiene la capacidad de pago de las empresas y de las familias, a partir de moderados niveles de endeudamiento y constante crecimiento de los ingresos. Así, la irregularidad de las financiaciones al sector privado verificó una nueva caída en la primera parte del año, hasta llegar a un mínimo histórico. El positivo desempeño, que incluyó un nuevo descenso del saldo de créditos morosos, alcanzó tanto a las líneas destinadas a empresas como a aquellas dirigidas a familias. Los bancos mantienen una alta cobertura de las financiaciones en situación irregular con provisiones.

El sistema financiero también conserva una acotada exposición al riesgo de moneda extranjera. El descalce activo de moneda del conjunto de entidades se redujo en la primera mitad de 2011, en un contexto de acotada volatilidad cambiaria dada la política de flotación administrada del tipo de cambio que desarrolla el BCRA.

El riesgo de tasa de interés que enfrenta el sistema financiero permaneció en niveles moderados, evidenciando un leve aumento explicado principalmente por las operaciones de intermediación financiera en moneda nacional. Por su parte, el conjunto de entidades financieras mantiene una limitada exposición al riesgo de tasa de interés real, registrándose durante el primer semestre de 2011 una disminución del descalce entre activos y pasivos ajustables por CER.

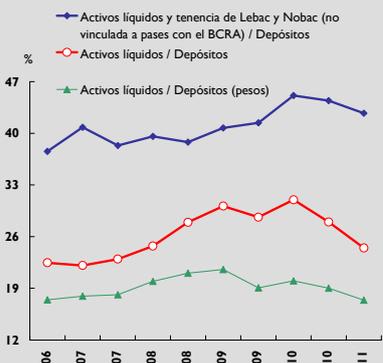
Desde bajos niveles, aumentó la exposición del conjunto de bancos al riesgo de mercado, fundamentalmente por el incremento relativo de ciertas posiciones en títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria a valor razonable de realización. De esta manera, creció levemente el volumen de activos financieros que pueden generar cierta fluctuación patrimonial para el sistema ante cambios en las condiciones de mercado.

El mapa de riesgos del sistema financiero presentó pequeñas modificaciones con respecto a la configuración evidenciada al momento de la anterior publicación del BEF. Las buenas condiciones macroeconómicas de Argentina, sumadas a los altos niveles de cobertura y solvencia del sector, se diferencian de las condiciones observadas a nivel internacional. En este contexto, la perspectiva para lo que resta del año es que el sistema financiero mantenga su fortaleza relativa al tiempo que siga creciendo la intermediación financiera.

Gráfico V.1

Liquidez

Sistema financiero



Fuente: BCRA

Composición de los Activos Líquidos Totales

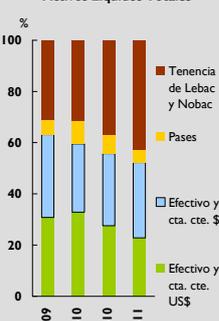
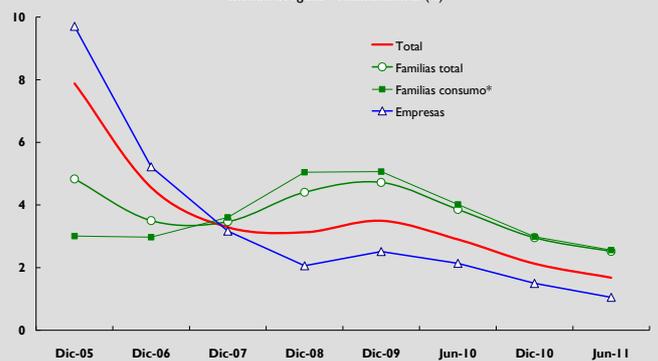


Gráfico V.2

Irregularidad del Crédito al Sector Privado

Cartera irregular / Financiaciones (%)

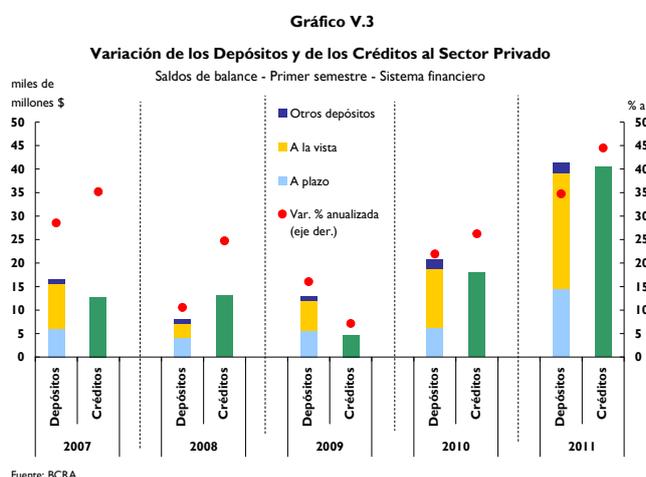


*Nota: incluye personales y tarjetas de crédito.

Fuente: BCRA

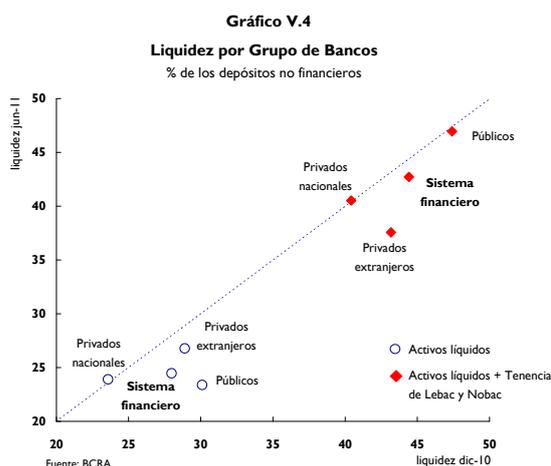
V.1 Riesgo de liquidez

La exposición del sistema financiero al riesgo de liquidez se mantiene en niveles acotados



En la primera mitad del año a nivel local continuaron prevaleciendo las condiciones macroeconómicas favorables (ver Capítulo II), con reducida variabilidad en las principales tasas de interés y acotada volatilidad cambiaria. En el marco de la política monetaria y financiera que lleva a cabo el BCRA, con la ejecución de un régimen de flotación administrada del tipo de cambio como uno de sus pilares, aquella situación ha configurado un contexto propicio para que el conjunto de bancos pueda administrar adecuadamente el riesgo de liquidez que enfrenta por la naturaleza de su operatoria. Cabe destacar que el marco normativo a nivel local, en su aspecto macroprudencial, incluye requerimientos (e integración) de encajes diferenciados por moneda de denominación del pasivo, procurando una cobertura más adecuada frente a este tipo de riesgo a la luz de las características propias del sistema económico y financiero argentino.

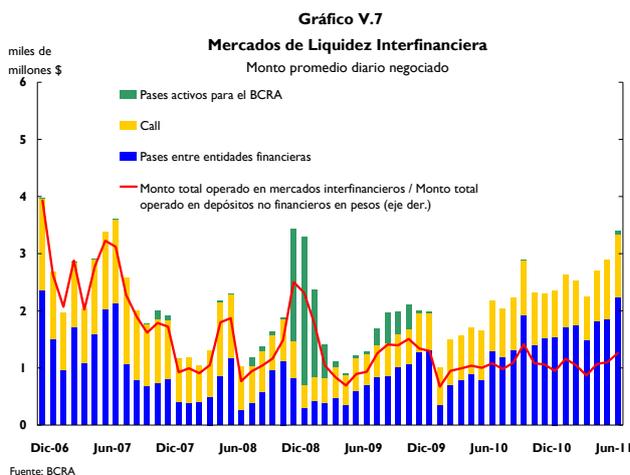
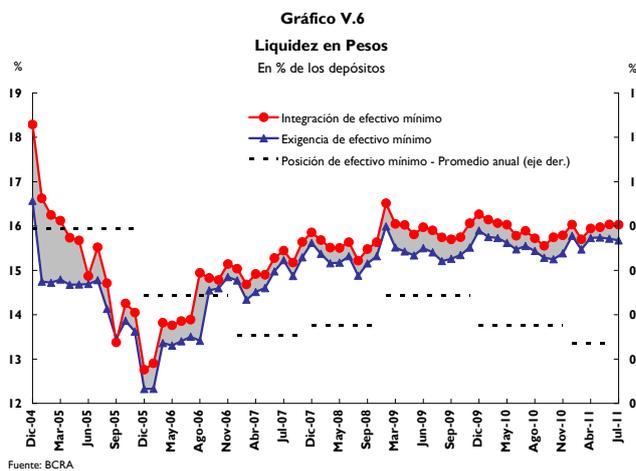
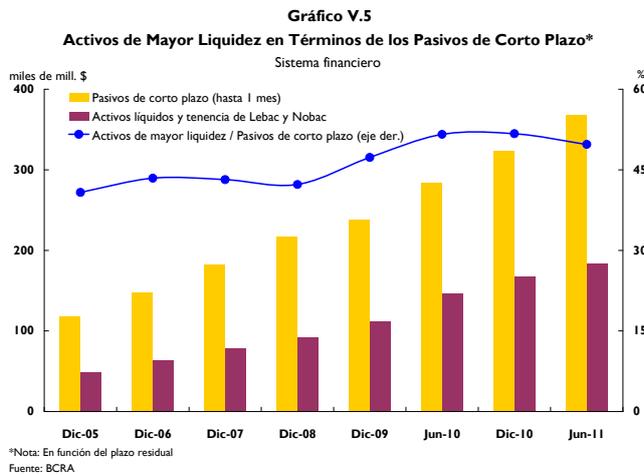
Los depósitos del sector privado presentaron el mayor incremento relativo de los últimos años, consolidándose como la principal fuente de recursos de las entidades financieras durante el primer semestre de 2011. En términos de montos, esta fuente de recursos resultó de una magnitud equivalente al incremento registrado en el saldo de crédito del sistema financiero a empresas y familias (ver Gráfico V.3).



El fondeo de menor plazo relativo del sistema financiero redujo levemente su participación en el total en la primera parte del año. Si bien los depósitos del sector privado experimentaron un leve acortamiento de su madurez en el período, la evolución de las colocaciones del sector público más que compensó tal efecto, a partir del destacado desempeño de los depósitos a plazo fijo de este sector. Al mismo tiempo, la incipiente captación de fondos por parte de las entidades financieras por medio de las colocaciones de ON (ver Capítulo II) llevó a que, desde bajos niveles, estos instrumentos vuelvan a convertirse en una fuente de fondeo adicional para el sector (situación que no se observaba desde la primera mitad de 2007).

La cobertura frente al riesgo de liquidez para el agregado de las entidades financieras se mantiene en niveles elevados

En el marco de una fuerte expansión de los niveles de intermediación del sistema financiero con el sector privado durante la primera parte de 2011, se ha observado



una nueva disminución en el nivel de los principales indicadores de cobertura de liquidez bancaria. En general, estos indicadores habían marcado sus máximos durante 2010, en parte como resultado de un contexto internacional de mayor volatilidad tras el efecto de la crisis financiera internacional.

En este sentido, en la primera mitad del año los activos líquidos⁸¹ (en moneda nacional y extranjera) del conjunto de entidades financieras continuaron reduciéndose en términos de los depósitos totales, hasta alcanzar 24,5% de los mismos. En particular, la liquidez del sistema financiero en moneda nacional llegó a 17,4% de los depósitos en pesos a mediados de 2011, experimentando una disminución con respecto a fines de 2010 y a junio de ese año. Considerando las tenencias de Lebac y Nobac no vinculadas a operaciones de pase con el BCRA, también se registró una caída en el indicador amplio de liquidez de los bancos, hasta 42,7% de los depósitos. De esta manera, partiendo de niveles elevados tales indicadores de liquidez convergen gradualmente a los registros evidenciados antes de la crisis financiera internacional. En términos de la composición, las tenencias de letras y notas del BCRA aumentaron su participación entre los activos de mayor liquidez relativa (ver Gráfico V.1). Los bancos privados de capitales extranjeros y los bancos públicos redujeron sus indicadores de liquidez en la primera mitad de 2011, en tanto que los privados nacionales los mantuvieron sin cambios (ver Gráfico V.4).

Cabe considerar que los bancos siguen presentando una relativamente amplia cobertura de los pasivos de corto plazo con los activos líquidos y con las tenencias de instrumentos de regulación monetaria. Hacia mediados de 2011, casi la mitad de los pasivos del sistema financiero cuyo plazo residual era inferior a un mes estaban cubiertos con los activos de mayor liquidez, siendo estos niveles levemente menores a los de los últimos dos semestres, pero superiores a los de los años previos (ver Gráfico V.5).

En este marco, el sistema financiero siguió cubriendo holgadamente las exigencias normativas dispuestas por el BCRA en términos de liquidez. Considerando el segmento en moneda nacional, a mediados de 2011 los bancos evidenciaron una integración excedentaria de los requisitos de Efectivo Mínimo equivalente a 0,3% de los depósitos (ver Gráfico V.6). Por su parte, el exceso de integración de liquidez para las obligaciones en moneda extranjera fue de 39,5% de los depósitos en esta moneda a fines del primer semestre de 2011, reduciéndose gra-

⁸¹ Incluye disponibilidades (integración de "efectivo mínimo" -en efectivo, en cuenta corriente en el BCRA y en cuentas especiales de garantía- y otros conceptos, fundamentalmente corresponsalías) más el saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA utilizando Lebac y Nobac.

dualmente tanto por la aplicación de recursos al otorgamiento de préstamos al sector privado, como por la disminución de los depósitos del sector público en esta moneda.

Los mercados interbancarios ganan profundidad, principalmente por mayores operaciones de pases entre las entidades financieras

En el comienzo de 2011 continuó creciendo el monto total de las transacciones de pase entre bancos, impulsando de esta manera el volumen de las operaciones interbancarias (ver Gráfico V.7). Al igual que en los últimos períodos, durante el primer semestre de 2011 las EFNB y los bancos públicos fueron oferentes netos de recursos en el mercado de *call*, en tanto que los bancos privados se mantuvieron como demandantes de recursos (ver Gráfico V.8).

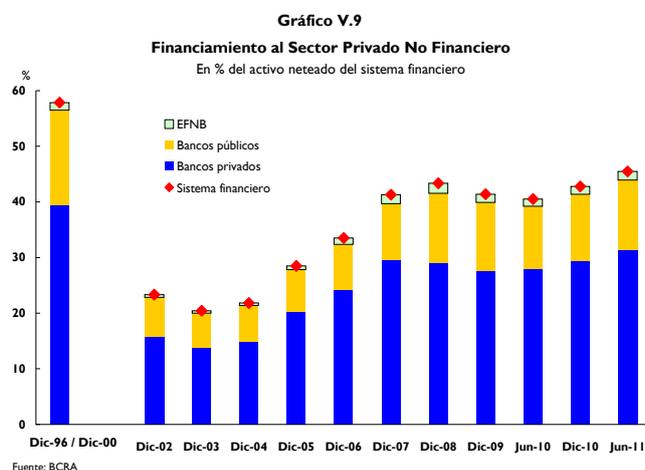
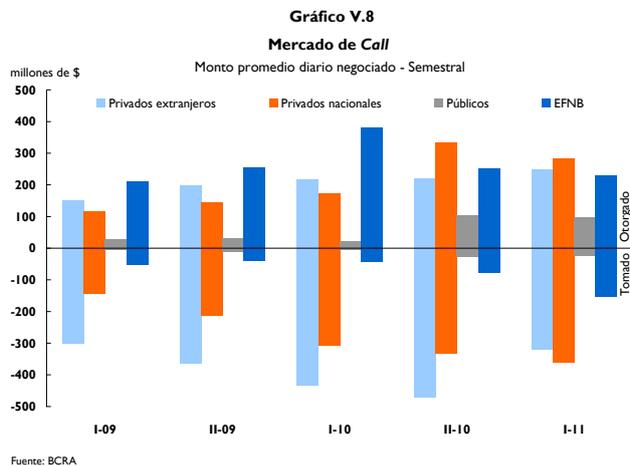
Cabe destacar que dentro de la red de seguridad del sistema financiero local opera el Seguro de Garantía de los Depósitos Bancarios. En el mes de enero de 2011 este seguro se elevó de \$30.000 a \$120.000 por depositante. El mismo tiene un límite de cobertura⁸² por monto, beneficiario y niveles de tasa. Cabe destacar que en Argentina, este seguro es de carácter obligatorio y oneroso para las entidades locales. Este instrumento forma parte del esquema normativo macroprudencial, en la medida en que posee un efecto preventivo y amortiguador del riesgo de liquidez agregado en momentos de tensión.

Se prevé que el crédito al sector privado continúe expandiéndose gradualmente, en un marco de sólida cobertura del riesgo de liquidez enfrentado por el sistema financiero

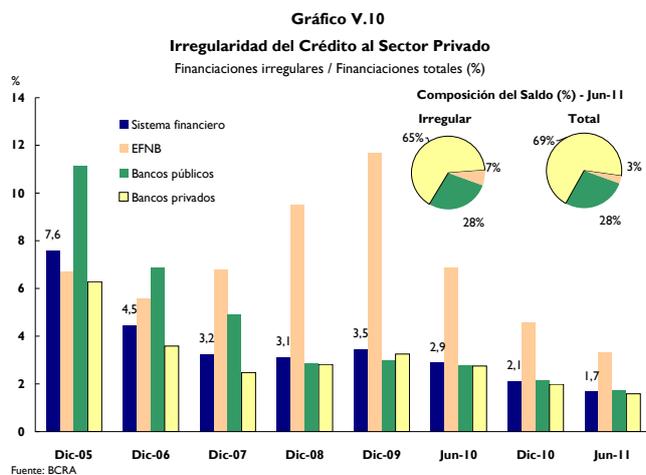
La gradual disminución de ciertos indicadores de liquidez podría continuar en lo que resta del año, a partir del sostenido incremento del financiamiento bancario al sector privado. Se espera que los bancos mantengan una baja exposición al riesgo de liquidez enfrentado y una adecuada cobertura del mismo. Adicionalmente, el BCRA mantiene su rol de prestamista de última instancia para revertir eventuales problemas de iliquidez transitoria que pueden atravesar las entidades financieras.

V.2 Riesgo de crédito

V.2.1 Sector privado

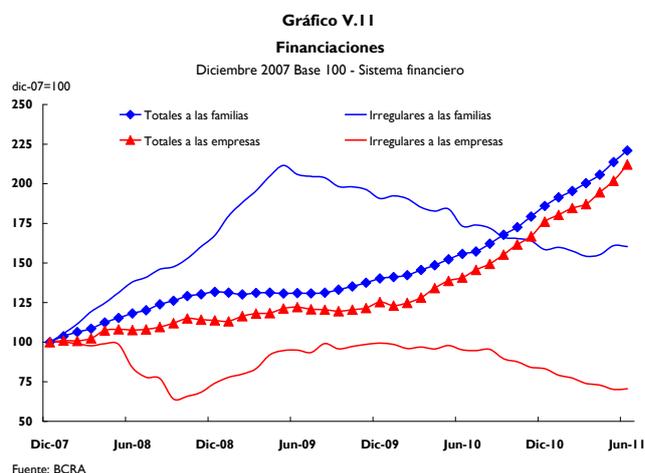


⁸² El sistema de garantía asegura los depósitos constituidos en pesos y/o moneda extranjera, en igualdad de condiciones para personas físicas y jurídicas. Se aseguran las colocaciones bajo la forma de cuenta corriente, caja de ahorros y plazo fijo. No cubre los depósitos en los que se convalidan tasas de interés superiores a las de referencia, que son difundidas periódicamente por el BCRA. El fondo de garantía se conforma con aportes de las entidades financieras, siendo administrado por una compañía constituida con ese objetivo: Seguro de Depósitos SA (SEDESA).



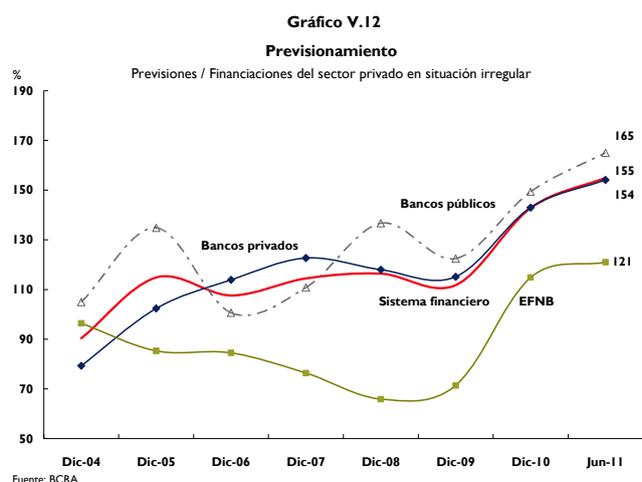
El sistema financiero mantiene una posición robusta frente al riesgo de crédito asumido, en un contexto en el que el financiamiento al sector privado sigue ganando participación en sus activos totales

En un marco de sostenida expansión del crédito, en la primera mitad de 2011 la exposición bruta del sistema financiero al sector privado llegó al mayor nivel de los últimos 10 años (ver Gráfico V.9). Este comportamiento fue impulsado tanto por los bancos privados como por los bancos públicos. No obstante esta tendencia, el conjunto de entidades financieras mantuvo una acotada exposición patrimonial al riesgo de crédito. En este sentido, un contexto de moderados niveles de endeudamiento de empresas y familias y de sostenido crecimiento de sus ingresos limitó el riesgo de repago del sector privado para con el sistema financiero. Así, el conjunto de entidades continuó registrando una reducción en los niveles de irregularidad de las financiamientos, al tiempo que amplió sus niveles de cobertura con provisiones.



Siguen evidenciándose mejoras en la calidad de las financiamientos y en la cobertura del riesgo crediticio

La irregularidad de las financiamientos al sector privado verificó una caída de 0,4 p.p. en el primer semestre del año y, de esta manera, se ubicó en un nuevo mínimo histórico de 1,7% de los créditos totales. Esta mejora fue compartida por todos los grupos homogéneos de entidades financieras (ver Gráfico V.10). El positivo desempeño alcanzó tanto a las líneas de crédito a empresas como a los préstamos a familias (ver Gráfico V.2). Tanto en el segmento de financiamiento al sector corporativo como en el correspondiente a los hogares, esta reducción en la morosidad se explicó por el mayor ritmo de crecimiento del saldo de créditos y por la caída del saldo de los préstamos morosos⁸³ (ver Gráfico V.11).



El sistema financiero mantiene una sólida cobertura de las financiamientos en situación irregular con provisiones. Hacia mediados de 2011 el indicador de cobertura del conjunto de bancos se ubicó en 155% (ver Gráfico V.12). Todos los grupos de entidades financieras evidenciaron una mejora en este ratio que, en todos los casos, continuó superando el 100%. Con respecto a mediados de 2010 se redujo levemente la proporción de financiamientos al sector privado otorgadas con garantías preferidas, hasta 16% del total. A junio de 2011, el nivel de morosidad de las financiamientos al sector privado sin

⁸³ La reducción del saldo de financiamientos en situación irregular se debe fundamentalmente a la mejora en la capacidad de pago de los deudores, aunque existen otros motivos como el pasaje de préstamos a la categoría de irrecuperables (en cuentas de orden, fuera del activo).

garantías preferidas resultó prácticamente igual al de los créditos con tales garantías.

El financiamiento bancario en moneda extranjera se mantuvo en niveles moderados y fue otorgado a los sectores transables de la economía (ver Gráfico V.13). En este sentido, el riesgo de crédito para el sistema financiero local derivado de fluctuaciones en el tipo de cambio nominal peso-dólar es prácticamente nulo. Esta fortaleza para el sistema financiero en particular, y para la economía en general, es el resultado de la normativa macroprudencial diseñada por el BCRA para mantener acotado este riesgo. Tal normativa establece que los bancos pueden ofrecer financiamiento en divisas exclusivamente a sujetos de crédito con ingresos correlacionados positivamente a la evolución del tipo de cambio.

Se prevé que los bancos mantendrán una adecuada posición frente al riesgo de crédito del sector privado dando sustento, en la medida que las turbulencias de los mercados internacionales tengan un efecto acotado en el ámbito local, a una mayor profundidad del financiamiento en el activo total

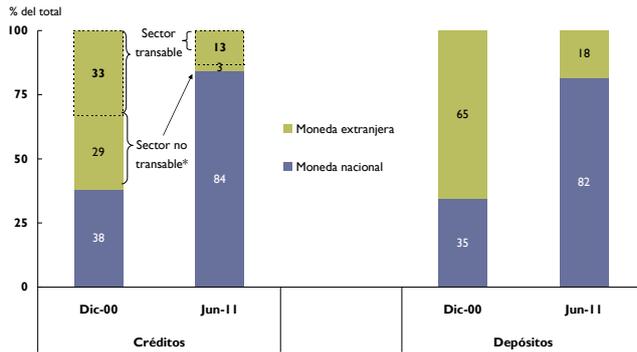
Para lo que resta del año se prevé que tanto las empresas como las familias mantengan su capacidad de pago, en el marco de una gradual expansión del mercado crediticio. El sistema financiero presenta una saludable y creciente exposición al sector privado desde niveles reducidos, con morosidad en mínimos históricos y robusta cobertura con provisiones. Si bien las perspectivas podrían verse influidas en parte por la volátil coyuntura internacional, la posición de las entidades financieras frente al riesgo de crédito del sector privado continuaría con un balance favorable.

Empresas

El sistema financiero incrementó su exposición al sector corporativo de forma destacada, manteniendo el patrón de reducción en la irregularidad

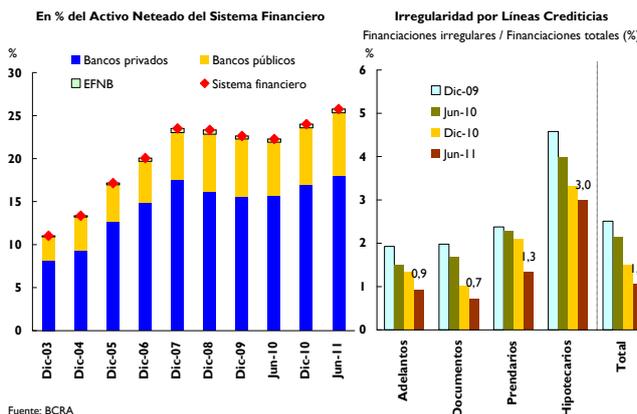
El crecimiento del crédito bancario viene siendo principalmente impulsado por el financiamiento al sector corporativo, que aumentó su participación relativa en el activo total (ver Gráfico V.14) hasta el máximo nivel desde la crisis local de 2001-2002. La posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito de las empresas se vio fortalecida en la primera parte del año a partir de las mejoras en la capacidad de pago del sector que se benefició de los destacados niveles de actividad económica (ver Capítulo III). Adicionalmente, cabe destacar que el sector corporativo conservó bajos niveles de endeudamiento, aunque con cierta heterogeneidad entre sectores.

Gráfico V.13
Intermediación Financiera con el Sector Privado por Moneda

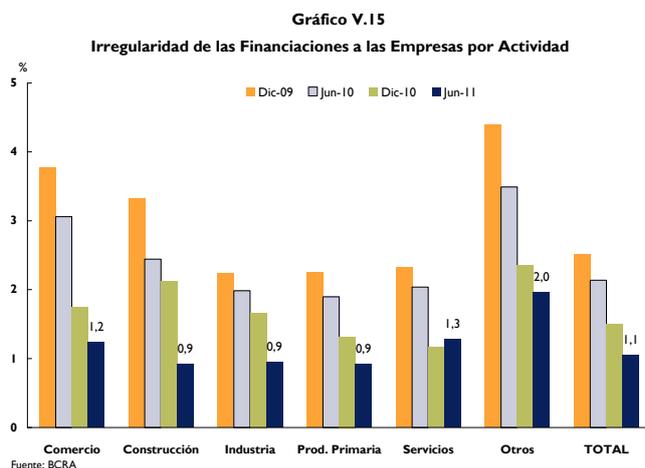


*Nota: la proporción del sector no transable se estima a partir de los créditos en moneda extranjera otorgados a personas físicas y a los sectores de la construcción, gas, agua, energía eléctrica y otros servicios.
Fuente: BCRA

Gráfico V.14
Financiamiento a Empresas



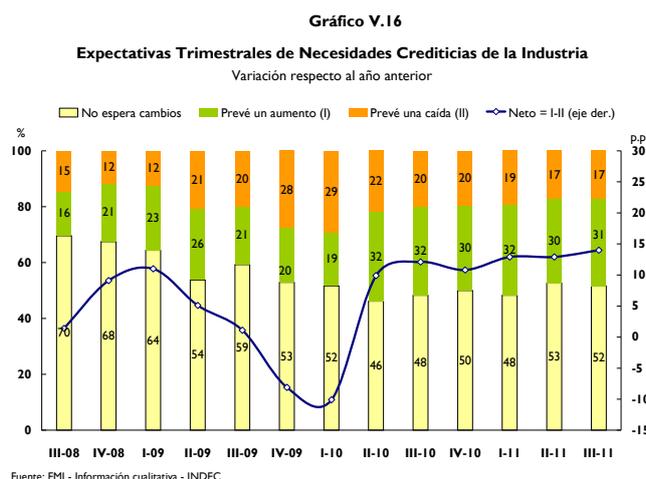
Fuente: BCRA



Las financiaciones a las empresas presentaron un ratio de morosidad de sólo 1,1% hacia mediados de 2011, cayendo 0,4 p.p. con respecto a fines del año pasado. La mejora en la calidad de las financiaciones a los sectores productivos de la economía se evidenció en todas las líneas de crédito, registrándose los mejores desempeños relativos en adelantos y documentos, líneas que presentan el mayor peso relativo. Este movimiento fue impulsado por casi todos los sectores productivos, destacándose la caída en la irregularidad en la construcción, la industria y el comercio (ver Gráfico V.15). Cabe mencionar que las actividades económicas que tienen la mayor ponderación en las financiaciones a empresas, la industria y la producción primaria, verificaron niveles de irregularidad por debajo del 1% en el cierre del semestre.

El conjunto de bancos seguiría aumentando su exposición a las empresas en un contexto de reducido riesgo de crédito

De cara al cierre de 2011 se espera que se mantengan elevados niveles de actividad económica, que llevarían al sector corporativo a seguir incrementando el financiamiento que obtiene del sistema financiero. En línea con esta tendencia, las empresas del sector industrial, segmento que mayor aporte viene teniendo en el aumento del crédito bancario (ver Apartado 3), esperan seguir aumentando la obtención de recursos a través de los bancos en los próximos períodos (ver Gráfico V.16), manteniendo moderados niveles de endeudamiento total (en términos de su producto sectorial).



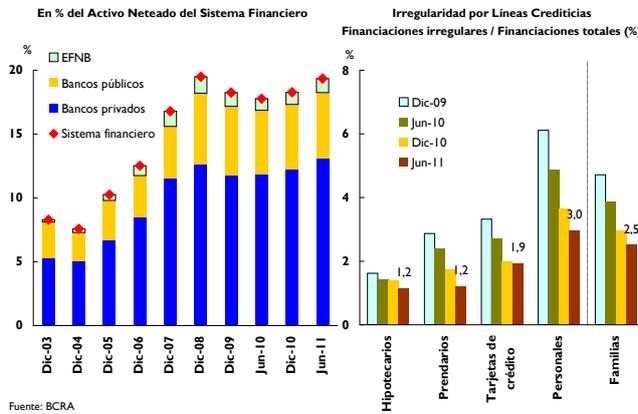
Familias

El financiamiento a las familias aumenta su participación en el activo bancario, manteniéndose la tendencia de mejora en el desempeño crediticio por parte del sector

El conjunto de bancos siguió incrementando su exposición a las familias en la primera parte de 2011 (ver Gráfico V.17), principalmente por el impulso de los créditos para consumo, si bien no se han alcanzado los niveles máximos evidenciados de forma previa a la reciente crisis financiera internacional. Cabe destacar que la capacidad de pago del sector se viene robusteciendo, en consistencia con un endeudamiento total de los hogares argentinos que se ubica actualmente en niveles reducidos en una comparación intertemporal, mientras constituye uno de los más bajos en una comparación internacional (ver Capítulo III). En este marco, la irregularidad de las financiaciones bancarias a los hogares continuó cayendo. En suma, la posición del sistema financiero frente al

Gráfico V.17

Financiaci3nes a Familias



Fuente: BCRA

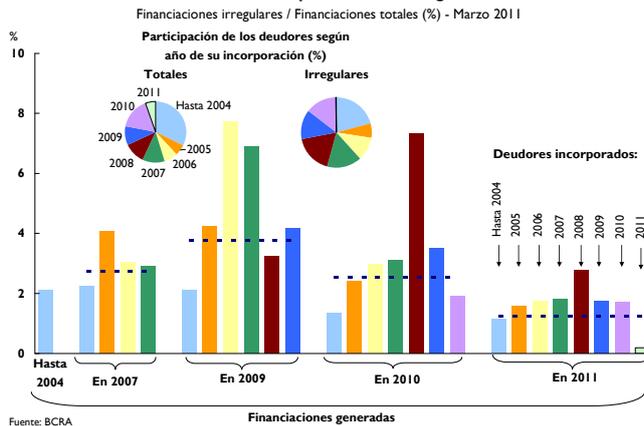
riesgo de crédito de las familias mantiene un sesgo favorable.

Sobre el cierre del primer semestre de 2011, los créditos a los hogares presentaron una morosidad de 2,5% de las financiaci3nes, registrando una caída de 0,5 p.p. en el año. En todas las líneas de crédito se redujo el ratio de morosidad (ver Gráfico V.17), manteniendo el segmento de consumo los mayores niveles de irregularidad.

Se estima que el financiamiento otorgado a las familias en 2009 a sujetos de crédito que se incorporaron al sistema financiero en los años de la reciente crisis financiera internacional evidencian un nivel de morosidad relativamente mayor al promedio del segmento (ver Gráfico V.18). Cabe destacar la importancia relativa de los créditos otorgados a hogares que se incorporaron al sistema financiero en los últimos 2 años y medio (casi un tercio del saldo total de financiaci3nes a las familias).

Gráfico V.18

Financiaci3nes a las Familias por Periodo de Origenaci3n Estimado



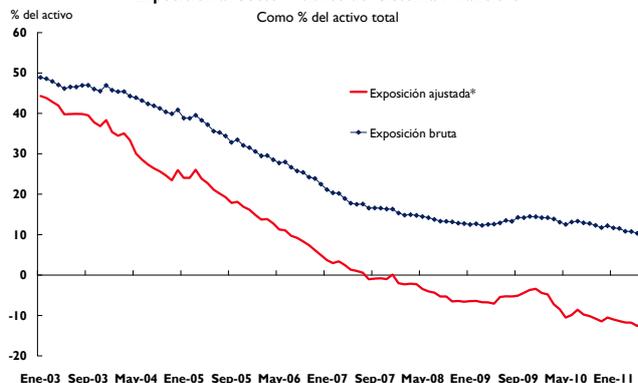
Fuente: BCRA

El riesgo de crédito de las familias se mantendría en niveles acotados, si bien es factible que la cartera de préstamos para consumo esté llegando a un mínimo nivel de morosidad

Se prevén mejoras en las condiciones laborales para el resto del año, en términos de una mayor calidad del empleo y una moderada caída de la desocupaci3n. Esta situaci3n, colaboraría en el mantenimiento de la capacidad de pago del sector. Adicionalmente, se espera que la deuda total de los hogares siga paulatinamente aumentando desde niveles moderados. En este marco, los bancos continuarían gradualmente incrementando su exposici3n a las familias, manteniendo su posici3n frente al riesgo de crédito asumido.

Gráfico V.19

Exposici3n al Sector P3blico del Sistema Financiero



* Nota: (Posici3n en títulos p3blicos (sin Lebac ni Nobac) + Préstamos al sector p3blico - Dep3sitos del sector p3blico) / Activo total
Fuente: BCRA

El desafío de cara al cierre de 2011 será equilibrar la expansi3n del segmento de préstamos al consumo, manteniendo los niveles reducidos de morosidad en el sector.

V.2.2 Sector p3blico

Sigue reduciéndose la exposici3n bruta del sistema financiero al sector p3blico

En el marco de sostenido crecimiento de la exposici3n de los bancos a las empresas y a las familias, se viene registrando una gradual disminuci3n en el financiamiento del sistema financiero al sector p3blico. A mediados de 2011 la exposici3n de los bancos a este sector llegó a 10,7% del activo total, 2,5 p.p. menos que en el mismo período del año pasado. Más aún, dado que el saldo de los dep3sitos de las jurisdicciones del sector p3blico en el sistema financiero supera ampliamente al crédito

Apartado 5 / Basilea III y el Marco Normativo Prudencial del Sistema Financiero Argentino

La crisis financiera global desencadenó un replanteo de la regulación y supervisión financiera a nivel internacional, iniciativa que se cristalizó fundamentalmente en las nuevas recomendaciones de capital y liquidez de las entidades, comúnmente denominadas Basilea III. La Argentina como miembro del G-20 acompaña estos nuevos estándares, que serán implementados localmente sin perder de vista las particularidades del sistema financiero argentino, y con el objetivo último de propender al desarrollo productivo del país

En 2007 el BCRA hizo pública su hoja de ruta para la implementación de los estándares de solvencia emanados del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), conocidos comúnmente como Basilea II. Las primeras etapas se cumplieron de acuerdo con lo programado: se llevó adelante la divulgación de las mejores prácticas para la gestión de los riesgos, se realizaron seminarios, se revisaron los procesos de supervisión en función de las mejores prácticas promovidas por el BCBS así como el análisis de las áreas sujetas a discreción nacional para el cómputo del capital regulatorio y se publicó la normativa con los lineamientos para la gestión del riesgo operacional. Simultáneamente al momento en que se realizaban estos avances, ya se comenzaba a vislumbrar la magnitud de la crisis financiera *subprime* de EEUU, que posteriormente alcanzó una profundidad inusitada a nivel global.

La dimensión de la crisis llevó a una revisión de la regulación financiera a nivel internacional, incluyendo los estándares propiciados por Basilea II. Así, en respuesta al pedido de los líderes del G20, los supervisores nacionales en conjunto con el Foro de Estabilidad Financiera (FSB), el BCBS y otros emisores de normas internacionales de adopción voluntaria, llevaron adelante la identificación de las deficiencias y debilidades regulatorias que contribuyeron al desarrollo de la crisis. En ese marco, el BCBS inició un proceso de reforma integral de los estándares vigentes, con el objetivo de incrementar la capacidad del sistema para absorber los impactos provocados por las situaciones de tensión, mejorar la gestión de los riesgos bancarios y hacer más transparente la información que difunden los mismos. Como resultado, a fines de 2010 el BCBS publicó un conjunto de medidas que posteriormente fueron conocidas como Basilea III⁸⁴. A diferencia de Basilea II, la nueva regulación no

sólo mide los riesgos a nivel de cada entidad financiera, sino que tiene un componente macroprudencial destinado a capturar el efecto de la acumulación y contagio de riesgos a nivel de todo el sistema financiero.

A mediados de 2009, y como respuesta a la crisis financiera internacional, el BCBS comenzó a introducir sucesivas modificaciones sobre Basilea II. Así, en 2009 se efectuaron ajustes que afectaron principalmente a los tratamientos del riesgo de mercado y a las titulaciones, mientras que a fines de 2010 se introdujeron modificaciones más significativas, destinadas a contar con un tratamiento más conservador de los instrumentos que se admiten para la integración del capital, así como para mejorar el tratamiento del riesgo de crédito.

Basilea III incorpora las disposiciones de Basilea II, contenidas en los conocidos tres “pilares”. El Pilar 1 proporciona al supervisor un número de opciones para cuantificar las exigencias de capital por riesgo de crédito, operacional y de mercado, a la vez que define los componentes del patrimonio neto de las entidades que son elegibles para satisfacer esa exigencia. El Pilar 2 describe el proceso que deben seguir las entidades para evaluar la suficiencia de su capital en relación a su perfil de riesgos, y la revisión que debe hacer el supervisor de dicha evaluación. Para promover la disciplina de mercado, el Pilar 3 establece la información mínima que las entidades deben proporcionar al público en general.

En términos de capitales mínimos, Basilea II establecía que por lo menos la mitad de la exigencia de capital de 8% de los activos ponderados por riesgo –APR–, se debía integrar con capital básico (Nivel I), preferentemente con capital ordinario (*common equity*) que comprende a las acciones ordinarias y a los beneficios no distribuidos. Basilea III establece requisitos más exigentes, dado que las entidades deberán observar tres ratios mínimos respecto de los APR: 4,5% para el capital ordinario (con criterios de aceptación más restrictivos que Basilea II), 6% para el capital Nivel 1 y 8% para el capital total. La nueva composición del capital asegura una mayor capacidad de absorción de pérdidas en situaciones de tensión. Aunque internacionalmente los tres mínimos serán introducidos a partir de 2013, la composición actual promedio del patrimonio neto de las entidades financieras argentinas les permite satisfacer la exigencia total con acciones ordinarias y reservas. A nivel del sistema, el capital ordinario representa

⁸⁴ Ver Apartados 5 y 6, de los BEF I-10 y II-10.

aproximadamente 12,33%⁸⁵ de los APR, superando ampliamente el requerimiento total de Basilea III.

Por su parte, Basilea III incorpora un colchón de conservación de capital (*capital conservation buffer*), exigencia adicional equivalente a 2,5% de los APR que debe ser satisfecha con capital ordinario⁸⁶. El propósito es contar con reservas suficientes para absorber las pérdidas adicionales que se generan durante períodos de tensión económica y financiera. En los casos en que el capital ordinario sea inferior a 7% de los APR (exigencia de 4,5% más el nuevo colchón de conservación) habrá restricciones crecientes tanto para la distribución de dividendos de las entidades, el pago de bonos discrecionales y/o para la recompra de acciones. El sistema financiero argentino opera con un considerable exceso de capital, existiendo complementariamente un esquema normativo de retención de utilidades⁸⁷ que permite alcanzar un exceso de integración del capital que resulta levemente superior a 2,5% de los APR. El nuevo marco también planea la incorporación de un colchón de capital contracíclico, destinado a reducir la prociclicidad del sistema. En situaciones de crecimiento excepcional del crédito agregado, las entidades deberán incrementar el nivel de su capital ordinario en hasta 2,5% de los APR.

Cabe considerar que Basilea III complementa la exigencia de capital ponderada por riesgo con un límite al apalancamiento total. El llamado *leverage ratio* es el cociente entre el capital básico (Nivel 1) y los activos sin ponderación por riesgo (tanto dentro como fuera del balance), más los derivados. La nueva medida será incorporada al Pilar 1 en 2018, acordándose una calibración inicial de 3%. Los bancos argentinos tienen un apalancamiento significativamente menor al máximo mencionado, si bien se debe considerar que la información necesaria para su cálculo aún necesita de refinamientos adicionales sobre los que se está trabajando.

Dada la experiencia local en materia de los potenciales efectos adversos derivados de la existencia de descalces de moneda, el BCRA planteó oportunamente la importancia de tratar los mismos en forma explícita en las recomendaciones internacionales. Este era un punto del que adolecía Basilea II (si bien existía una exigencia de capital por el riesgo de mercado, no había un tope al descalce), y que no fue incorporado explícitamente en Basilea III (sólo hay un límite a través del coeficiente de apalancamiento, pero sin considerar la moneda de denominación de los activos). Tampoco se contemplan los descalces originados en el otorgamiento de préstamos en

moneda extranjera a agentes que tienen ingresos en moneda local. Ambas dimensiones se encuentran adecuadamente cubiertas a nivel local por la normativa del BCRA. Argentina instituyó como parte de su política macroprudencial, un encaje obligatorio no remunerado de 30% sobre los fondos provenientes del extranjero que no estén destinados a la inversión directa con un período mínimo de permanencia de 1 año, con el objetivo de evitar la formación de burbujas generadas por el ingreso de capitales especulativos de corto plazo.

Las nuevas recomendaciones internacionales también establecieron un coeficiente de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio –LCR-*)⁸⁸ que será calibrado de modo que las entidades financieras puedan soportar escenarios de tensión de un mes de duración⁸⁹. Cabe considerar que los requisitos de liquidez vigentes en Argentina son más estrictos que los previstos en el estándar internacional: la exigencia de liquidez puede alcanzar hasta 20% de los pasivos (dependiendo del tipo de obligación cubierta y de su plazo residual), y se deben mantener en la misma denominación de los pasivos, para mitigar las presiones sobre el mercado cambiario en los momentos de tensión.

Finalmente, el FSB y el BCBS están trabajando en el diseño de un esquema normativo apropiado para las instituciones financieras de importancia sistémica global (*global systemically important financial institutions –GSIFs-*). Entre otras alternativas, se evalúa imponer a estas instituciones requisitos de capital más exigentes que los previstos en Basilea III. Se prevé acordar en 2012 un esquema para la identificación de las instituciones que quedarían comprendidas y la magnitud del capital adicional que necesitarían para asegurar una mayor capacidad para absorber pérdidas.

En línea con los compromisos asumidos, el BCRA ha estado trabajando para implementar las disposiciones de Basilea III⁹⁰, adaptándolas y teniendo en cuenta las condiciones específicas de los países emergentes, la experiencia acumulada a partir de las crisis financieras sufridas localmente, la legislación vigente y las características propias de nuestro sistema financiero. La incorporación de las normas internacionales servirá para que el BCRA continúe su acción normativa y de supervisión orientada a promover el crédito a la producción y la inversión, acompañando un modelo macroeconómico orientado al crecimiento y a la inclusión social.

⁸⁵ Estimación a julio 2011.

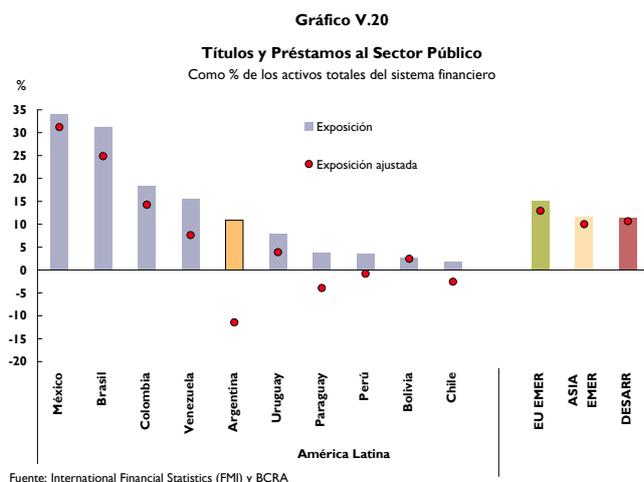
⁸⁶ Introducido de forma parcial a partir de 2016 y plena desde 2019.

⁸⁷ Ver Texto Ordenado sobre “Distribución de Resultados”

⁸⁸ Tendrá vigencia a partir de enero de 2015.

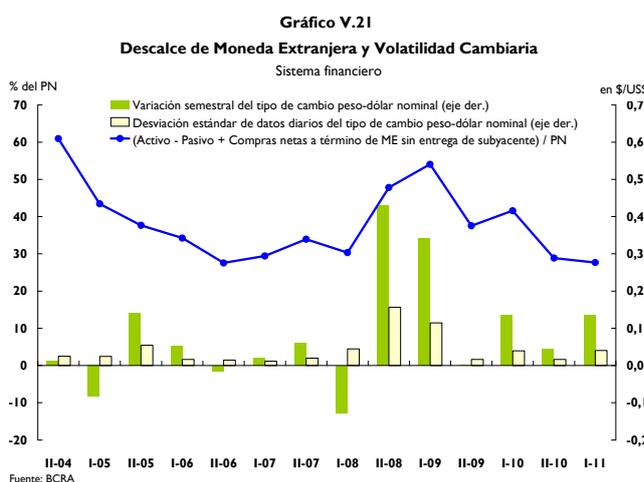
⁸⁹ Basilea III también establece (a partir de 2018), un coeficiente de liquidez para el largo plazo (*net stable funding ratio –NSFR-*), que será calibrado en función de los descalces estructurales en el fondeo.

⁹⁰ Ver hoja de ruta para la implementación de Basilea III en www.bcra.gov.ar/Normativa/MarcoNormativo/Legal



otorgado a este sector, a mediados de 2011 el conjunto de bancos presentó una posición neta deudora equivalente a 11,7% del activo total (ver Gráfico V.19). Cabe destacar que estos niveles de exposición del sistema financiero al sector público se ubican por debajo de otras economías de la región (ver Gráfico V.20).

En un marco en el cual la recaudación tributaria nacional sigue creciendo a tasas elevadas, el sector público continúa afrontando sus necesidades de financiamiento principalmente mediante el uso de fuentes domésticas intra sector público, estimándose que en lo que queda del año, el saldo primario siga siendo superavitario. Se prevé que la exposición del sistema financiero al sector público se mantenga en niveles reducidos, conservando los bancos una favorable posición frente al riesgo de crédito del sector.

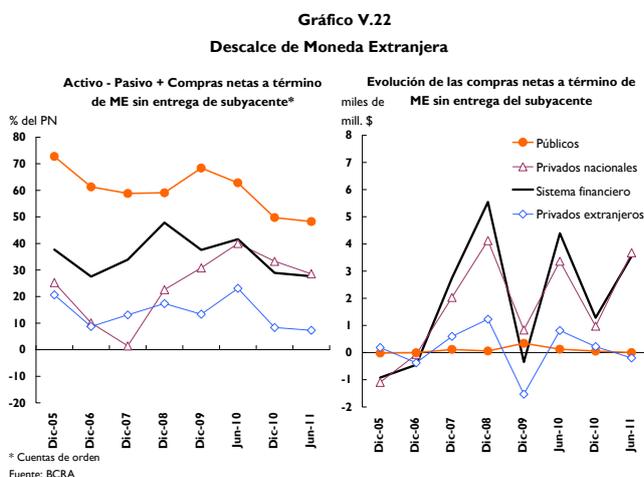


V.3 Riesgo de moneda

El sistema financiero mantiene una acotada exposición al riesgo de moneda

El descalce activo de moneda extranjera del sistema financiero se redujo levemente en la primera mitad de 2011, en un marco de acotada volatilidad cambiaria. De esta manera, el conjunto de bancos mantuvo una reducida exposición patrimonial al riesgo de moneda. Hacia mediados del año, el descalce amplio⁹¹ se ubicó en 27,7% del patrimonio neto del sistema financiero, 1,2 p.p. menos que sobre fines de 2010 (ver Gráfico V.21).

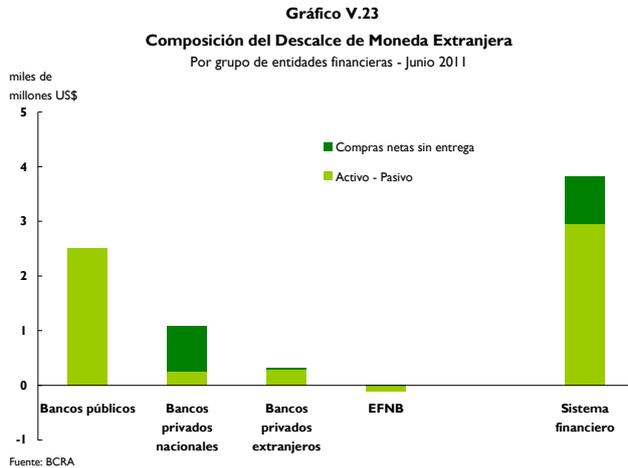
En el primer semestre de 2011 se observó una caída del activo en moneda extranjera del sistema financiero (principalmente cuentas corrientes de las entidades y títulos públicos, parcialmente compensados por el mayor crédito al sector privado en dólares destinado a los exportadores) que se sumó al leve aumento del pasivo del conjunto de bancos (fundamentalmente depósitos del sector privado y colocación neta de ON, atemperado por la reducción de los depósitos del sector público). Estos movimientos fueron compensados parcialmente por mayores compras netas a término de moneda extranjera sin entrega del subyacente (derivados de moneda extranjera). Todos los grupos de bancos registraron una reducción del descalce de moneda extranjera en la primera parte de 2011 (ver Gráfico V.22).



A mediados de 2011 cerca de 77% del descalce amplio de moneda extranjera del sistema financiero se originaba en la diferencia entre activos y pasivos, y el resto lo conformaban las compras netas de moneda a término liquidadas en pesos (compras a término de moneda extranje-

⁹¹ Incluyendo partidas del activo y del pasivo y las operaciones a término de moneda extranjera en cuentas de orden.

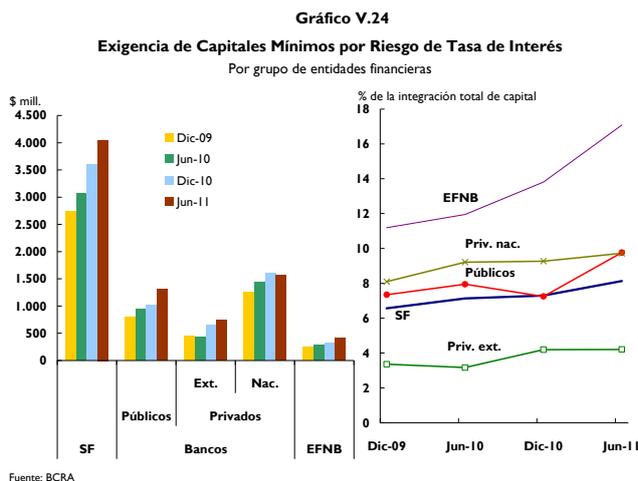
ra que superaban las ventas a término) (ver Gráfico V.23). Los bancos públicos explicaron 85% de la diferencia agregada para el sistema financiero entre activos y pasivos en moneda extranjera, mientras que los privados nacionales mantuvieron 96% de las compras netas a término de divisas.



En un marco de volatilidad moderada, en el primer semestre de 2011 el tipo de cambio nominal peso-dólar subió alrededor de 3,4%. Al igual que en períodos anteriores, a partir de la reexpresión de las partidas contables, la suba del tipo de cambio nominal generó resultados contables positivos para el conjunto de las entidades financieras a partir del descalce activo que presenta⁹².

Se espera que la volatilidad cambiaria se mantenga en niveles moderados de cara al cierre de 2011, colaborando en el sostenimiento de un acotado riesgo de moneda para los bancos

Es previsible que el sistema financiero aumente levemente el descalce activo de moneda extranjera en la segunda parte de 2011 desde niveles moderados, en el marco de las turbulencias financieras evidenciadas a nivel internacional. A pesar de ello, la volatilidad cambiaria se mantendría acotada a partir de la conjunción del esquema de flotación administrada del tipo de cambio impulsado por el BCRA y de la regulación prudencial de los flujos de capital de corto plazo. De esta manera, el riesgo de que las fluctuaciones en el tipo de cambio impliquen un efecto negativo sobre el patrimonio bancario se mantendría en niveles bajos.

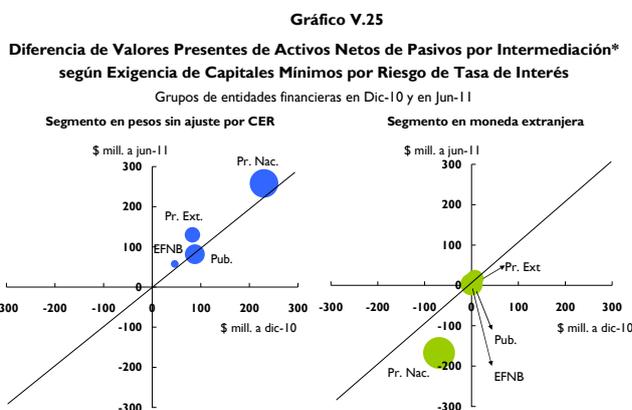


V.4 Riesgo de tasa de interés

El sistema financiero mantiene una acotada exposición al riesgo de tasa de interés

Desde niveles moderados, en la primera mitad de 2011 el sistema financiero evidenció un leve incremento en la exposición al riesgo de tasa de interés. A partir de esta suba, en el período se incrementó la exigencia regulatoria de capital mínimo por riesgo de tasa de interés, principalmente en los bancos públicos y, en menor medida, en los privados extranjeros y en las EFNB (ver Gráfico V.24). A pesar de este crecimiento, el riesgo de tasa de interés permaneció en niveles acotados para el sistema financiero. En particular, la exigencia normativa de capital por riesgo de tasa de interés representó sólo 8,1% de la integración total de capital de las entidades financieras, apenas superior a los niveles de los semestres precedentes.

⁹² Adicionalmente, las entidades financieras obtienen ganancias o pérdidas a partir de las operaciones a término en moneda extranjera.

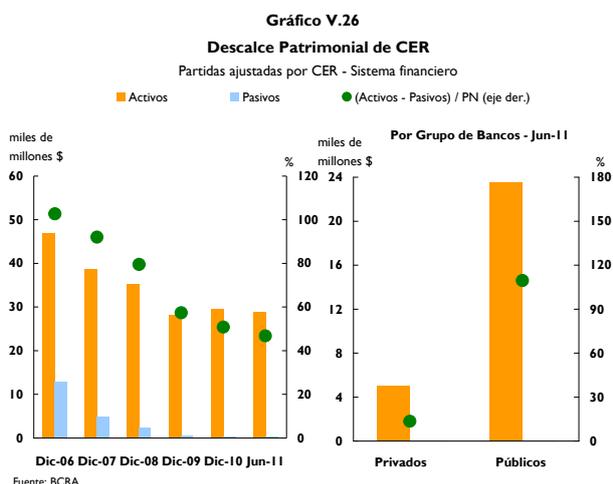


* $VAN_{i,t} - VAN_{i,t-1}$; con: VAN=valor presente de activos netos de pasivos; i =segmento, r =tasa de interés; $r' = r + 0,01$. Según Texto Ordenado de Capitales Mínimos. Nota: el tamaño de las burbujas representa la exigencia total por riesgo de tasa de interés. Fuente: BCRA

El leve incremento de la exigencia normativa de capital mínimo por riesgo de tasa de interés estuvo principalmente explicado por las operaciones de intermediación financiera en moneda nacional sin ajuste por CER (ver Gráfico V.25). Cabe considerar que el riesgo de tasa de interés que enfrenta de forma intrínseca el conjunto de bancos se origina a partir del menor grado de ajuste de los flujos derivados de los activos en comparación con el de los pasivos ante cambios en las tasas de interés, fundamentalmente en el segmento de las operaciones de intermediación en pesos. Frente a operaciones fundamentalmente acordadas a tasa de interés fija en pesos, aquel menor grado de ajuste de estos activos (mayor *duration*) respecto de los pasivos se debe particularmente a su mayor plazo de pactación.

El descalce de tasa de interés real continuó reduciéndose

Por otra parte, el conjunto de entidades financieras mantiene una limitada exposición al riesgo de tasa de interés real. La disminución evidenciada durante el primer semestre de 2011 del saldo contable de los PGN y de los títulos públicos ajustables por CER impulsó una nueva caída de la diferencia entre activos y pasivos ajustables del sistema financiero. De esta manera, hacia mediados del año este descalce llegó a representar menos de la mitad del patrimonio neto del conjunto de bancos (ver Gráfico V.26).



Fuente: BCRA

La exposición patrimonial al riesgo de tasa de interés de los bancos se mantendría en bajos niveles, si bien el contexto internacional entre otros factores, puede condicionar la evolución de las tasas de interés locales

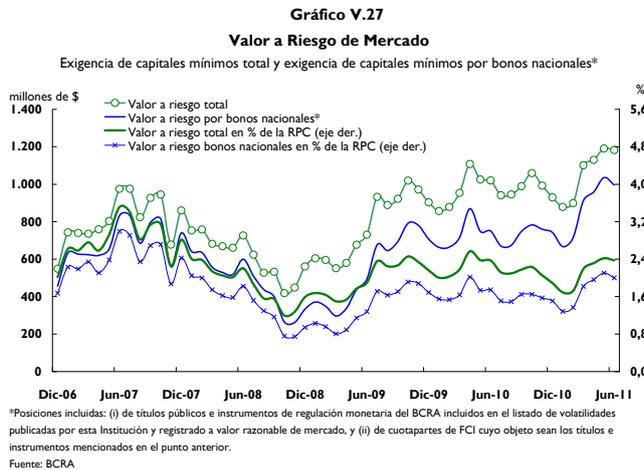
En general, el panorama para el escenario internacional de los próximos meses luce incierto. Esto condiciona, en cierta medida, la evolución de los activos financieros y de las principales tasas de interés. Sin embargo, la solidez de los fundamentos macroeconómicos locales acota la posibilidad de que se plasme un escenario con importantes cambios en las tasas de interés. En este contexto, dada la baja exposición relativa a este tipo de descalce, se mantiene significativamente reducida la probabilidad de que se materialice este factor de riesgo que enfrenta el sistema financiero.

Cabe mencionar que una de las herramientas a disposición de las entidades financieras para administrar este riesgo es la participación en el mercado de futuros de tasa de interés. Si bien existe un importante margen para profundizar este mercado, en 2011 se observó un incremento en los montos de negociación de futuros de tasa

Badlar (ver Capítulo II), mercado en el que el BCRA es contraparte neutral.

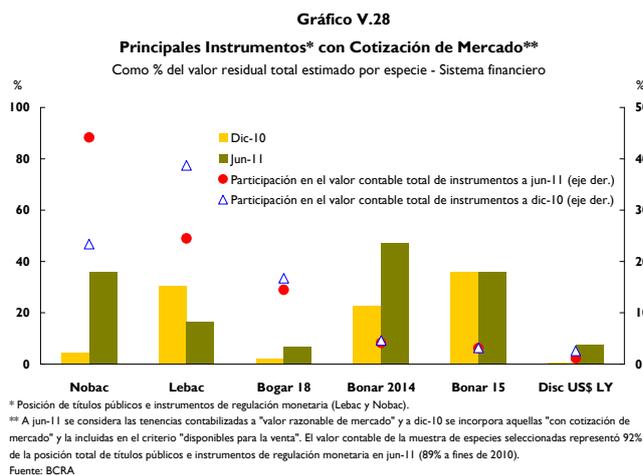
V.5 Riesgo de mercado

Desde bajos niveles, aumentó la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado



Se incrementó levemente la exigencia regulatoria de capital para los bancos por riesgo de mercado en la primera parte de 2011 (ver Gráfico V.27). Este aumento estuvo principalmente impulsado por el valor a riesgo proveniente de los bonos de origen nacional⁹³, componente que representa 84% de la exigencia total. A pesar del aumento, cabe considerar que el riesgo de mercado continúa teniendo una baja importancia relativa en el balance de riesgos del sistema financiero. En particular, la exigencia normativa de capital por riesgo de mercado representó sólo 2,4% de la integración total de capital del conjunto de bancos, permaneciendo en niveles inferiores a los evidenciados sobre el comienzo de la crisis financiera internacional (fines de 2007).

El crecimiento en la exposición al riesgo de mercado registrada en el comienzo de 2011 estuvo fundamentalmente originado en el aumento de las participaciones de ciertas posiciones en títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria a valor razonable de mercado por parte de los bancos (ver Gráfico V.28). De esta manera, creció gradualmente el volumen de activos financieros que pueden generar cierta fluctuación patrimonial para el sistema financiero ante cambios en las condiciones de mercado.



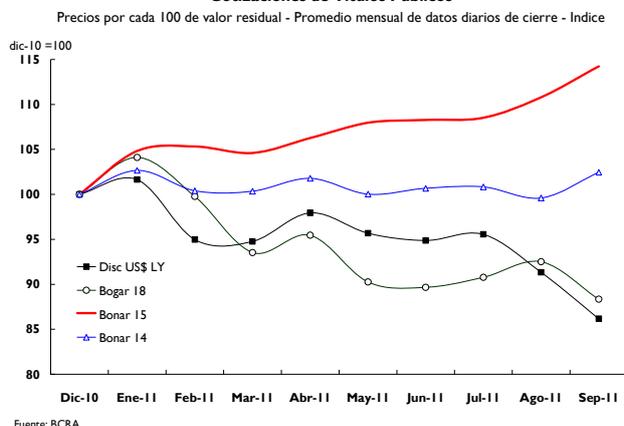
Desde marzo de 2011 entró en vigencia un régimen simplificado para la valuación de instrumentos de deuda pública y de regulación monetaria del BCRA⁹⁴. En el marco del mismo, actualmente están vigentes sólo los criterios de registración contable, a valor razonable de mercado y el de costo de incorporación más rendimiento mensual en función de la tasa interna de rendimiento (TIR). A partir de estas modificaciones se logran mejoras en términos de la transparencia en la exposición de los balances de las entidades financieras y se facilita la comprensión de la normativa asociada a la valuación de estos activos financieros.

Este cambio efectuado por el BCRA no generó fluctuaciones patrimoniales de magnitud en el sector, dado que se introdujo una vez finalizado el proceso de normaliza-

⁹³ Posiciones incluidas: (i) de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria del BCRA incluidos en el listado de volatilidades publicadas por esta Institución y registrados a valor razonable de mercado, y (ii) de cuotapartes de FCI cuyo objeto sean los títulos e instrumentos mencionados en el punto anterior.

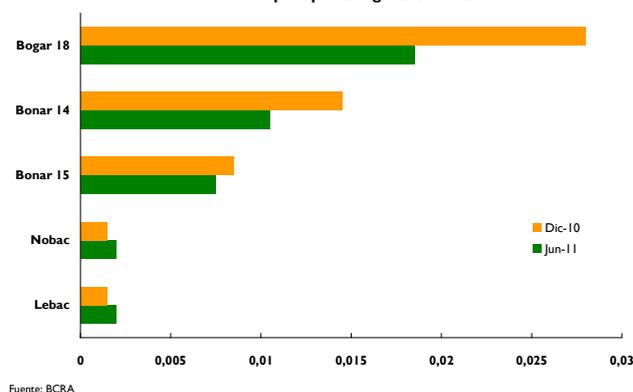
⁹⁴ Comunicación "A" 5180.

Gráfico V.29
Cotizaciones de Títulos Públicos



ción patrimonial transitado durante los últimos años, luego de la crisis local de 2001-2002. Asimismo, dado que los mercados financieros de las economías emergentes están típicamente sujetos a un nivel relativamente importante de volatilidad, el BCRA estableció en el nuevo régimen mecanismos que permiten tener una visión de mediano plazo, mitigando así la pro-ciclicidad que puede originar la valuación a mercado. En particular, los bancos tienen a su disposición la posibilidad de establecer una previsión equivalente a 10% de la posición en instrumentos a valor razonable, para proteger a sus estados de resultados de la volatilidad en las cotizaciones de los títulos valores. Más aún, aquellos bancos con activos líquidos (como por ejemplo efectivo, instrumentos de deuda a valor razonable e instrumentos del BCRA) en exceso del 40% de sus depósitos, pueden registrar parte de los instrumentos que tienen cotización habitual a costo de adquisición amortizado. Cabe considerar que el BCRA estableció que el eventual efecto contable inicial originado ante el cambio de régimen de valuación pueda ser distribuido en un plazo de 60 meses, para evitar un posible impacto sobre el proceso de intermediación financiera de los bancos.

Gráfico V.30
Volatilidades Diarias para el Cálculo de la Exigencia de Capital por Riesgo de Mercado



Estos desarrollos tuvieron lugar en un contexto en el que las cotizaciones de los principales títulos públicos registraron un comportamiento heterogéneo (ver Gráfico V.29). Cabe considerar que en la primera parte del año, la reducción de las volatilidades de los títulos públicos más destacados (ver Gráfico V.30), contribuyó a morigerar el incremento en la exposición de los bancos al riesgo de mercado.

Si bien la evolución de las cotizaciones de los principales activos financieros en cartera de los bancos está, en cierta medida, condicionada a la coyuntura internacional, se espera que el sistema financiero mantenga acotado el riesgo de mercado asumido

La existencia de focos de tensión a nivel global podría desencadenar nuevos episodios de volatilidad, con posible impacto sobre la cotización de los instrumentos locales de renta fija. En este marco, se podría prever cierta materialización del riesgo de mercado enfrentado por los bancos, aunque se mantendría en bajos niveles.

Apartado 6 / Compromiso en Materia de Prevención de las Operaciones de Lavado de Activos

La Argentina tiene un compromiso permanente con la mejora del marco legal y regulatorio destinado a la prevención del lavado de activos y la financiación del terrorismo. Los avances implementados en el marco legal en los últimos años, destinados a fortalecer la lucha contra la criminalidad organizada a través de un mayor control de la actividad financiera, reflejan la dimensión de la política que el estado argentino lleva adelante

En el marco de la profundización de la política de estado en materia de prevención de las operaciones de lavado de activos y del financiamiento al terrorismo, recientemente se le otorgó a la Unidad de Información Financiera (UIF)⁹⁵ mediante el Decreto N°1936/10 la coordinación y representación nacional ante el Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI), el Grupo de Acción Financiera de América del Sud (GAFISUD) y la Comisión Interamericana Contra el Abuso de Drogas de la Organización de los Estados Americanos (LAVEX-CICAD-OEA). Asimismo, por el mencionado Decreto se facultó a la UIF a requerir la colaboración de los organismos de contralor y supervisión locales (el Banco Central de la República Argentina -BCRA-, la Comisión Nacional de Valores y la Superintendencia de Seguros de la Nación), con el fin de mejorar y extender sus tareas de fiscalización de hechos delictivos.

Como resultado, en enero de 2011 la UIF emitió la Resolución N°12/2011, que establece las medidas y procedimientos mínimos que el BCRA debe llevar adelante para prevenir, detectar y reportar las operaciones que puedan estar vinculadas a delitos de lavado de activos y de financiación del terrorismo. Esta Resolución comprende el doble rol que la Ley 25.246 de “Encubrimiento y lavado de activos de origen delictivo” le atribuye al BCRA, tanto como sujeto obligado a informar a la UIF como en

⁹⁵ A principios del año 2000 se creó en Argentina la Unidad de Información Financiera (UIF) (mediante la Ley 25.246 de “Encubrimiento y Lavado de Activos de origen delictivo”), con el objetivo de analizar y transmitir aquella información financiera que sea relevante para poder prevenir e impedir el lavado de activos, generalmente provenientes de una serie de delitos graves. La UIF se conformó bajo la jurisdicción del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos de la Nación, dotándose de autarquía funcional. En 2007, en el marco de las recomendaciones realizadas por el Grupo de Acción Financiera Internacional, cuerpo intergubernamental cuyo objetivo es desarrollar y promover la implementación de políticas nacionales e internacionales orientadas a combatir el lavado de dinero y el financiamiento al terrorismo, las funciones de la UIF fueron robustecidas por el Congreso de la Nación (Ley 26.268 sobre “Asociaciones ilícitas terroristas y Financiamiento del Terrorismo”), que extendió su mandato al análisis de aquellas operaciones sospechosas de financiamiento del terrorismo.

su rol de organismo de contralor del sistema financiero y del mercado cambiario.

En base a esa disposición, el BCRA comenzó a instrumentar distintas acciones tendientes a adecuar su estructura organizativa, sus procedimientos y sus políticas en la materia. Así, se comenzaron a desarrollar diversas acciones orientadas a dar cumplimiento a las nuevas tareas encomendadas, al tiempo que se inició el rediseño de las herramientas anteriormente a disposición de esta Institución con fines preventivos. Cabe considerar que el BCRA cuenta con un manual de procedimientos para la realización de tareas de supervisión en términos de prevención del lavado y de financiación del terrorismo, que es utilizado en las inspecciones llevadas a cabo en las entidades financieras y cambiarias. Tanto los procedimientos y las tareas de inspección y fiscalización, así como sus conclusiones, son puestas en conocimiento de la UIF.

En junio de 2011 el Congreso Nacional sancionó la Ley 26.683 que, entre otros aspectos, modifica el Código Penal, ratificando las atribuciones consideradas en el Decreto N°1936/10, y está destinada a fortalecer la lucha contra el lavado de dinero y el financiamiento del terrorismo. Las reformas introducidas por la ley incluyen la tipificación del lavado de activos como delito autónomo dentro del Código Penal, la criminalización del auto-lavado, el cumplimiento de la Convención Internacional de Viena (1988), referida a la lucha contra el narcotráfico, y la de Palermo (2000), contra la delincuencia transnacional organizada.

Más aún, la mencionada ley amplió las facultades de la UIF, otorgándole expresamente la potestad de establecer procedimientos de supervisión, fiscalización e inspección *in situ*. Además la ley puso en cabeza de la UIF la potestad de dictar normativa regulatoria primaria sobre prevención del lavado de dinero y la financiación del terrorismo, quedando para los organismos de contralor, como este Banco Central, la posibilidad de la emisión de normas de carácter complementario.

En agosto del presente año, la UIF, en el marco de un Grupo de Trabajo conjunto con el BCRA, emitió la Resolución N°121/2011 que establece las medidas y procedimientos que deberá observar el sistema financiero y cambiario con el objetivo de prevenir, detectar y reportar operaciones que puedan estar originadas o

vinculadas a hechos delictivos de lavado de activos y financiación del terrorismo.

En forma coordinada con la UIF, el BCRA emitió la Comunicación “A” 5218 mediante la que se disponen medidas de carácter complementario a la Resolución N°121/11, y que son propias de la actividad financiera. Cabe considerar que las demás disposiciones anteriormente en vigencia fueron derogadas por el BCRA, evitando la superposición de normas y creando un sistema normativo claro que permita una mejor comprensión por parte de las entidades financieras y cambiarias.

La Resolución N°121/11 de la UIF también incluyó la obligatoriedad de la identificación de las personas que realicen depósitos en efectivo desde un cierto monto, aspecto que ya estaba previsto en la normativa específica del BCRA. Estas modificaciones normativas han profundizado las medidas de “debida diligencia” que deben tomar las entidades financieras y cambiarias en materia de identificación y conocimiento de su clientela, en línea con los esfuerzos que ya venían implementando los bancos en la materia. El principio denominado “conozca a su cliente”, ha sido explicitado a través de diferentes acciones entre las cuales se destacan la identificación de los propietarios o beneficiarios finales de las operaciones, al tiempo que se establecieron directivas claras sobre la actuación de personas en representación de otras, así como la obligatoriedad de realizar transacciones a distancia sólo con personas previamente incorporadas como clientes.

Además, las entidades financieras al momento de identificar el cliente deben verificar que no se encuentre incluido en los listados de terroristas y/o organizaciones terroristas, así como solicitarle que informe, mediante declaración jurada, si se trata de una Persona Expuesta Políticamente. Las entidades financieras también deben prestar especial atención al riesgo que implica las relaciones comerciales y operaciones con países o territorios donde no se aplican (o sólo se aplican parcialmente), las recomendaciones del GAFI.

Todo este conjunto de regulaciones cristalizan el compromiso y corresponsabilidad del sistema financiero en el cumplimiento de las políticas de prevención del lavado de activos y la financiación del terrorismo. En tal sentido, se ha dispuesto la obligatoriedad de la designación de un Oficial de Cumplimiento en cada entidad financiera, quien debe ser miembro pleno del órgano directivo de la misma.

La normativa del BCRA dispone complementariamente la necesidad de mantener una base de datos con infor-

mación de clientes que realicen determinadas operaciones, datos que son utilizados en el marco de las inspecciones. También se han fijado límites para el pago de cheques y letras de cambio por ventanilla, y se ha estipulado que los desembolsos por las financiaciones superiores a determinado monto deban ser acreditados en una cuenta bancaria.

Cabe considerar que existe otro conjunto de normas emitidas por el BCRA que contribuyen al logro de la prevención del lavado de activos y el financiamiento del terrorismo. En esa línea pueden mencionarse los requisitos para la apertura y mantenimiento de cuentas de corresponsalía, así como para el establecimiento de sucursales o subsidiarias en el exterior.

Más aún, actualmente existen disposiciones normativas sobre el mercado cambiario que hacen que toda operación realizada deba canalizarse a través de una entidad autorizada por el BCRA⁹⁶. Las entidades autorizadas deben cumplir con los requisitos vigentes en materia de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo, quedando sujetas a la supervisión de esta Institución. Además, todas las operaciones de cambio quedan registradas con identificación del cliente, concepto de la operación y monto involucrado, estando sujetas al principio de “conozca a su cliente”.

La normativa cambiaria exige que en todas las transferencias, desde y hacia el exterior, estén claramente identificados los ordenantes, en cumplimiento con la Recomendación Especial VII del GAFI. En igual sentido, debe haber correspondencia entre el cliente que realiza la operación, y la titularidad de las cuentas a la vista locales desde donde provienen o se destinan los fondos de las operaciones de cambio, cumpliendo las mismas los principios en materia de identificación de los participantes.

Las operaciones cambiarias que eludan las normas referidas quedan sujetas a sanciones en el marco de la Ley N°19.359 de Régimen Penal Cambiario, pudiendo generar la inmediata suspensión con carácter preventivo de las operaciones de cambio de personas físicas o jurídicas.

Las regulaciones locales vigentes son una clara señal del compromiso del BCRA, en coordinación con la UIF, para la prevención del lavado y financiación del terrorismo, conforme a los estándares internacionales.

⁹⁶ Para un mayor detalle, ver el Documento de Trabajo 2011/53, “Normativa cambiaria aplicable y características con que opera el mercado de cambios argentino en materia de transferencias de fondos desde y hacia el exterior”, Miguel A. Pesce, BCRA.

VI. Sistema de Pagos

Síntesis

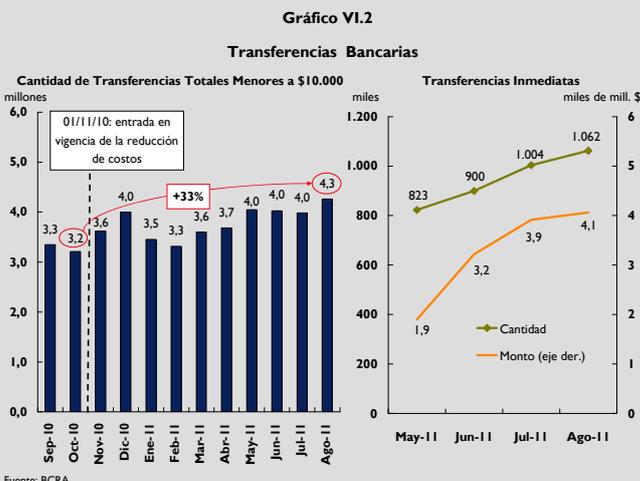
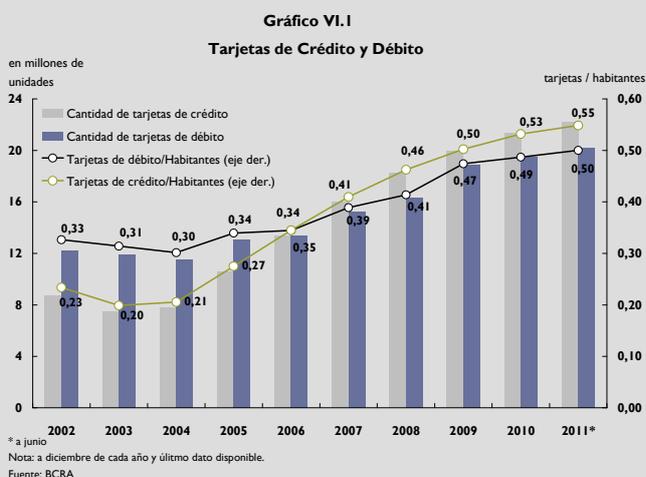
En lo que hace al Sistema Nacional de Pagos (SNP) se continuó profundizando los mecanismos de pago que le garantizan a los clientes mayor seguridad y eficiencia en sus operaciones, en un contexto de menores costos, propiciando la universalización del acceso de la población a los servicios financieros. En este contexto, gradualmente va ganando participación el uso de medios electrónicos alternativos al dinero en efectivo.

En lo que va de 2011 se incrementó el monto y la cantidad total de cheques compensados, mientras que aquellos rechazados permanecieron en niveles acotados. En línea con la tendencia de los últimos años, el mercado de tarjetas continuó creciendo, motorizado especialmente por los bancos privados. La cantidad de tarjetas de crédito y débito en relación a la población exhibió un leve aumento en 2011, permaneciendo aún por debajo de los niveles registrados en otras economías emergentes y desarrolladas.

Se observó un aumento mensual en el volumen de transferencias minoristas efectuadas a través de la cámara de bajo valor. Este incremento se encuentra en sintonía con el objetivo de la normativa impulsada por el BCRA a fines de 2010 que redujo los costos de las transferencias, especialmente de las de menor monto. Para complementar esta medida, desde fines de abril de 2011 esta Institución dispuso la modalidad de transferencias inmediatas, las cuales hasta el mes de agosto habían alcanzado casi 3,8 millones de operaciones.

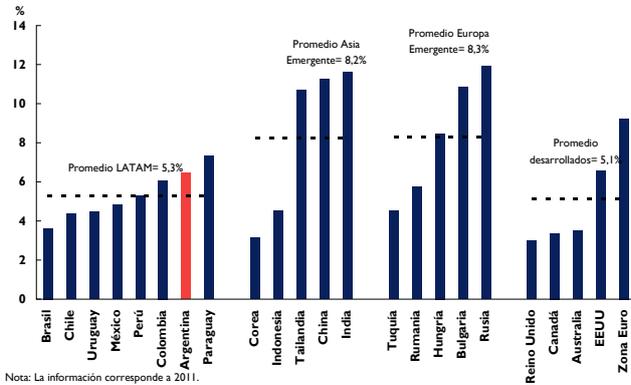
Continuó extendiéndose la utilización del cheque cancelatorio, herramienta que busca incrementar la seguridad y la eficiencia de las transacciones de mayor valor de la población. Adicionalmente, con el objetivo de lograr una mayor inclusión en el acceso a los servicios financieros entre los distintos estratos socioeconómicos, en el último trimestre de 2010 el BCRA implementó la Cuenta Gratuita Universal (CGU), que hacia mediados de septiembre de este año ya acumulaba 77.300 titulares, con un crecimiento promedio diario de 300 cuentas en 2011. Por su parte, la utilización del sistema de pagos de alto valor MEP (Medio Electrónico de Pagos), presentó un incremento en la cantidad de operaciones cursadas con respecto a fines de 2010.

El BCRA continúa trabajando activamente para modernizar el SNP y mejorar la seguridad de las operaciones de las familias y de las empresas. Así, actualmente esta Institución participa en la discusión de los nuevos principios de infraestructura de mercados financieros impulsados por el Committee on Payment and Settlement Systems en el marco del BIS y IOSCO (International Organization of Securities Commissions). Más aún, con el propósito de crear nuevas redes de interconexión regional, desde el BCRA se están explorando alternativas para lograr una conexión multilateral para los pagos de bajo valor.



VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

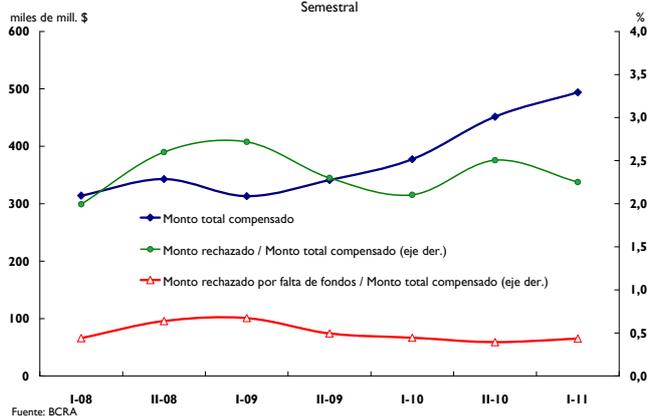
Gráfico VI.3
Circulante en Poder del Público - Comparación Internacional
En % del PIB



El Sistema Nacional de Pagos (SNP) continuó avanzando gradualmente en el sendero de profundización de los mecanismos de pago que otorgan más seguridad y eficiencia a las transacciones de las familias y de las empresas

El dinero en efectivo como instrumento para la realización de transacciones de empresas y familias alcanzó a representar 6,4% del PIB a mediados de año, prácticamente en niveles similares a los observados hacia fines de 2010. En nuestro país el circulante en poder del público en términos del PIB se encuentra ligeramente por encima del promedio de la región, si bien por debajo de otras economías emergentes (ver Gráfico VI.3).

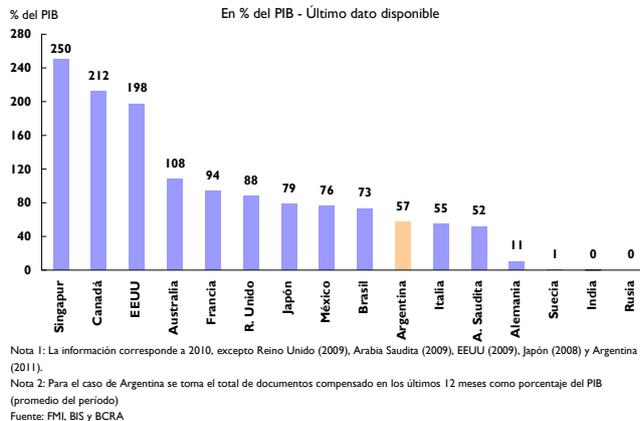
Gráfico VI.4
Cheques Compensados y Rechazados
Semestral



Durante la primera parte de 2011 se compensaron cheques por un monto de \$500 mil millones (47,5 millones de documentos), observándose tanto un incremento semestral como interanual. Por su parte, el volumen y la cantidad de cheques rechazados permanecieron en niveles acotados, llegando a representar 1,8% del monto total compensado y 2,3% de la cantidad total de operaciones. Los documentos rechazados por falta de fondos mantuvieron una baja ponderación sobre el total compensado (ver Gráfico VI.4). La profundidad de los documentos compensados en el producto de Argentina se encuentra en línea con la de otras economías emergentes, por debajo de la mayoría de las desarrolladas (ver Gráfico VI.5).

Siguió expandiéndose el mercado de tarjetas de crédito y débito

Gráfico VI.5
Cheques Compensados - Comparación Internacional
En % del PIB - Último dato disponible



Como señal de la progresiva diversificación de los instrumentos de pago, en el mercado local se viene observando un incremento de los medios alternativos al dinero en efectivo. La cantidad de tarjetas de crédito se incrementó 9,3% en el último año, dinámica impulsada por las entidades financieras privadas que acumulan 80% del total de tarjetas en circulación. A su vez, la cantidad de tarjetas de débito aumentó 7,7% en los últimos 12 meses, siendo también dinamizada principalmente por los bancos privados que llegaron a representar casi tres cuartas partes del mercado. La cantidad de tarjetas de crédito y débito en términos de la población exhibió un leve aumento en lo que va del año (ver Gráfico VI.1), registrando aún un alto potencial de desarrollo si se lo compara con otras economías (ver Gráfico VI.6). En el caso particular de las tarjetas de débito, su evolución se encuentra en parte originada en la expansión de la cantidad de cuentas sueldo, de la mano de los mayores niveles de empleo formal de la economía. Este tipo de cuen-

tas posee amplias ventajas para los usuarios⁹⁷, principalmente en términos de costos.

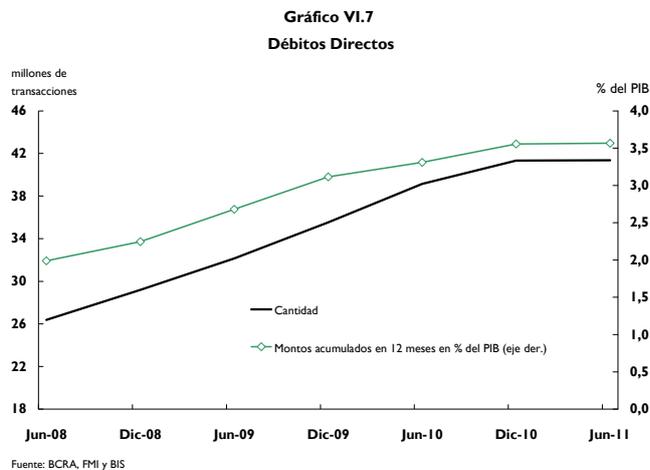
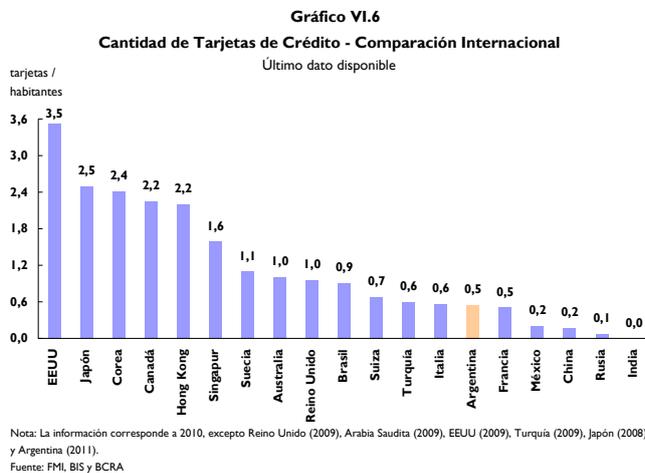
Los débitos directos (asociados principalmente al pago de servicios como de energía, cable, gas, teléfono, entre otros) no observaron cambios significativos en lo que va del año. El monto acumulado en los últimos 12 meses de débitos automáticos representó 3,6% del PIB (ver Gráfico VI.7), prácticamente en línea con el registro de fines de 2010. La utilización de este instrumento de pago en el mercado local se encuentra muy por debajo de otros países emergentes.

Buscando propiciar un mayor grado de bancarización de la población, durante el primer semestre de 2011 el BCRA implementó las transferencias inmediatas de fondos

En los últimos meses se observó un sostenido aumento en el volumen de transferencias bancarias minoristas efectuadas a través de la cámara de bajo valor, que más que se duplican con respecto al año pasado. Esta evolución está en línea con la normativa implementada a fines de 2010 por el BCRA, la cual redujo los costos de transferencias⁹⁸, principalmente en las de menor monto⁹⁹. Así, desde la entrada en vigencia de esta normativa hasta agosto de 2011 se evidenció un incremento de 33% en la cantidad de operaciones menores a \$10.000 (ver Gráfico VI.2). Para complementar esta medida, a fines de abril esta Institución dispuso la implementación de la modalidad de transferencias inmediatas¹⁰⁰. Hasta agosto de 2011 la cantidad de transferencias inmediatas había alcanzando casi 3,8 millones de operaciones.

Con el objetivo de una mayor inclusión en el acceso a los servicios financieros de todos los estratos socioeconómicos, hacia fines de 2010 el BCRA introdujo la Cuenta Gratuita Universal¹⁰¹ (CGU), que a fines de agosto alcanzó 77.300¹⁰² titulares, siendo los bancos públicos el grupo de entidades que más participación tiene en este instrumento (ver Gráfico VI.8).

A los fines de promover una mayor seguridad en las operaciones financieras, en 2010 el BCRA reintrodujo el



⁹⁷ Quien reciba sus remuneraciones a través de este medio tiene, entre otras ventajas, la posibilidad de extraer fondos desde cualquier cajero automático del país sin costo alguno (sin importar la entidad financiera o la red a la que pertenezcan) y sin límites en cantidad de extracciones.

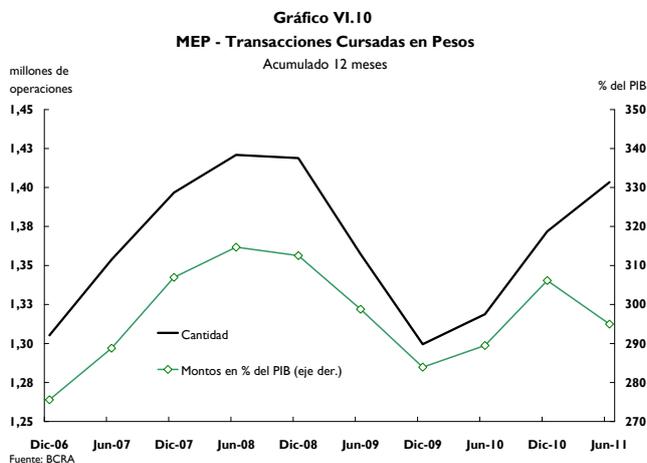
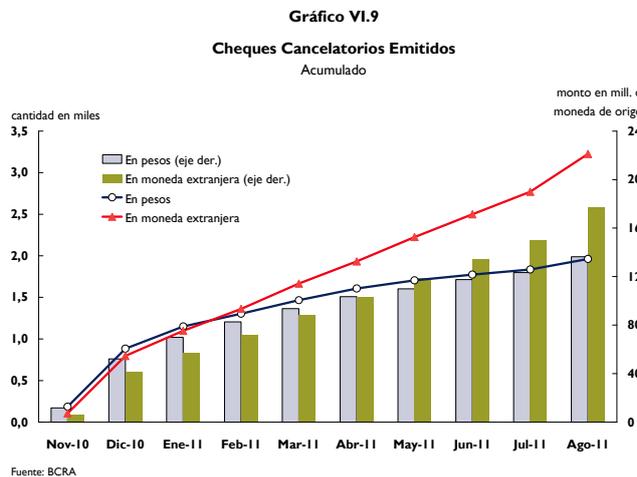
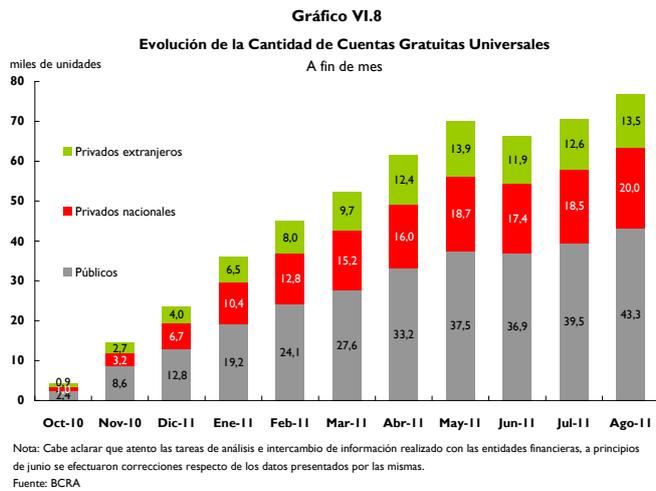
⁹⁸ Comunicación "A" 5127.

⁹⁹ Las transferencias menores a \$10.000 realizadas mediante cajero automático o Internet son gratuitas.

¹⁰⁰ Con acreditación inmediata en la cuenta del beneficiario los días hábiles de 8 a 18 horas. En una primera etapa, para operaciones que se realicen a través de cajeros automáticos o desde Internet. A partir del 25 de abril de 2011 para transferencias en pesos (hasta \$10.000 desde cajero automático y hasta \$50.000 vía Internet) y desde el 31 de mayo de 2011 para transacciones en dólares (hasta US\$2.500 desde cajero automático y hasta US\$12.500 vía Internet). Para más detalle, ver Comunicación "A" 5194 del 18/03/11.

¹⁰¹ 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.

¹⁰² De las cuales, unas 8.500 cuentas se encuentran en proceso de validación, hasta tanto se complete el proceso de verificación de los requisitos para los solicitantes.



Cheque Cancelatorio, instrumento que es de considerable utilidad especialmente en operaciones de montos significativos (por ejemplo en compra de inmuebles o automotores, entre otros). Desde su puesta en marcha y hasta agosto de 2011, el volumen de cheques cancelatorios operados en pesos alcanzó \$136 millones (equivalentes a 1.962 cheques), mientras que en moneda extranjera totalizó US\$ 177 millones (equivalentes a 3.225 cheques) (ver Gráfico VI.9).

Por su parte, mediante la utilización del Medio Electrónico de Pagos (MEP), sistema de pagos de alto valor, se realizaron 1,4 millones de operaciones (con un monto equivalente a casi 300% del PIB) en los últimos 12 meses, observando un incremento de 2,3% con respecto a fines de 2010 (si bien el volumen en términos del PIB registró cierta reducción) (ver Gráfico VI.10).

VI.2 Modernización del Sistema de Pagos

El BCRA continúa trabajando activamente para modernizar el SNP y mejorar la seguridad de las operaciones de las familias y de las empresas

Con el objetivo de optimizar los mecanismos electrónicos vigentes y maximizar la explotación de las múltiples posibilidades ofrecidas por la tecnología, el BCRA implementó recientemente la transferencia inmediata de fondos. Este proyecto fue instaurado para su tratamiento en el ámbito de interacción con el sistema financiero, en línea con las políticas que ya eran aplicadas sobre el tema en otros países de Latinoamérica como Brasil, Chile y México.

En referencia a los estándares internacionales, el BCRA permanentemente busca adecuar todos sus procedimientos a los principios básicos propuestos en ese ámbito, como así también su supervisión respectiva. En este sentido, esta Institución se encuentra activa en la discusión de nuevos principios de infraestructura de los mercados financieros impulsados por el *Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)* en el marco del BIS y *IOSCO (International Organization of Securities Commissions)*.

Finalmente, Argentina continúa trabajando en conjunto con diversos países de la región y con el asesoramiento del Banco Mundial y el Centro de Estudios Monetarios y Latinoamericanos (CEMLA), con el propósito de crear nuevas redes de interconexión regional. De este modo, se están explorando diversas alternativas para lograr una conexión multilateral para pagos de bajo valor, de forma tal de contar con sistemas, acuerdos y procedimientos estandarizados que permitan, en una primer etapa, la co-

nexión bilateral y bidireccional entre los países de la región. Así, se concluiría en un sistema de conexión multilateral entre todos los países participantes, que derive en un proceso de compensación entre dichos sistemas de pagos.

Anexo Estadístico – Sistema Financiero

Cuadro 1 | Indicadores de solidez

En %	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Jun 2010	2010	Jun 2011
1.- Liquidez	22,8	29,1	29,6	20,1	22,5	23,0	27,9	28,6	31,0	28,0	24,5
2.- Crédito al sector público	48,9	47,0	40,9	31,5	22,5	16,3	12,7	14,4	13,1	12,2	10,9
3.- Crédito al sector privado	20,8	18,1	19,6	25,8	31,0	38,2	39,4	38,3	37,5	39,8	42,9
4.- Irregularidad de cartera privada	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,9	2,1	1,7
5.- Exposición patrimonial al sector privado	16,6	11,5	1,1	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-2,0	-3,2	-3,7
6.- ROA	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,3	2,8	2,5
7.- ROE	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	19,1	24,4	23,3
8.- Eficiencia	189	69	125	151	167	160	167	185	165	179	170
9.- Integración de capital	-	14,5	14,0	15,3	16,9	16,9	16,9	18,8	17,7	17,7	16,5
10.- Integración de capital Nivel I	-	-	13,5	14,1	14,1	14,6	14,2	14,5	15,1	13,1	12,2
11.- Posición de capital	-	115,9	185,1	173,5	134,0	92,8	89,8	99,8	85,8	86,5	71,8

Fuente: BCRA

Cuadro 2 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09	Jun 10	Dic 10	Jun 11	Variaciones (en %)	
												Semes-tral	Anual
Activo	187.532	186.873	212.562	221.962	258.384	297.963	346.762	387.381	442.536	510.304	568.881	11,5	28,6
Disponibilidades ¹	17.138	27.575	29.154	20.819	37.991	46.320	58.676	71.067	87.384	93.085	95.782	2,9	9,6
Títulos públicos	31.418	45.062	55.382	66.733	64.592	62.678	65.255	86.318	100.711	117.951	128.131	8,6	27,2
Lebac/Nobac	-	-	17.755	28.340	29.289	36.022	37.093	43.867	61.227	76.948	89.633	16,5	46,4
Tenencia por cartera propia	-	-	11.803	21.067	25.767	31.598	25.652	34.748	45.951	61.855	78.316	26,6	70,4
Por operaciones de pase activo ²	-	-	5.953	7.273	3.521	4.424	11.442	9.119	15.275	15.093	11.317	-25,0	-25,9
Títulos privados	332	198	387	389	813	382	203	307	256	209	267	27,8	4,5
Préstamos	84.792	68.042	73.617	84.171	103.668	132.157	154.719	169.868	191.200	230.127	274.730	19,4	43,7
Sector público	44.337	33.228	30.866	25.836	20.874	16.772	17.083	20.570	23.701	25.907	29.371	13,4	23,9
Sector privado	38.470	33.398	41.054	55.885	77.832	110.355	132.844	145.247	163.186	199.202	238.913	19,9	46,4
Sector financiero	1.985	1.417	1.697	2.450	4.962	5.030	4.793	4.052	4.313	5.018	6.446	28,5	49,5
Previsiones por préstamos	-11.952	-9.374	-7.500	-4.930	-3.728	-4.089	-4.744	-5.824	-5.878	-6.232	-6.425	3,1	9,3
Otros créditos por intermediación financiera	39.089	27.030	32.554	26.721	26.039	29.712	38.152	33.498	37.181	39.009	38.634	-1,0	3,9
ON y OS	1.708	1.569	1.018	873	773	606	912	1.146	1.360	1.433	1.819	26,9	33,8
Fideicomisos sin cotización	6.698	4.133	3.145	3.883	4.881	5.023	5.714	5.942	5.985	6.824	7.088	3,9	18,4
Compensación a recibir	17.111	14.937	15.467	5.841	763	377	357	16	15	0	0	-19,0	-99,9
Otros	13.572	6.392	12.924	16.124	19.622	23.706	31.169	26.395	29.822	30.752	29.727	-3,3	-0,3
Bienes en locación financiera (leasing)	567	397	611	1.384	2.262	3.469	3.935	2.933	2.969	3.936	4.893	24,3	64,8
Participación en otras sociedades	4.653	4.591	3.871	4.532	6.392	6.430	7.236	6.711	6.982	7.921	8.056	1,7	15,4
Bienes de uso y diversos	8.636	8.164	7.782	7.546	7.619	7.643	7.903	8.239	8.497	9.071	9.478	4,5	11,5
Filiales en el exterior	3.522	3.144	3.524	3.647	2.782	2.912	3.153	3.926	3.158	3.283	3.481	6,1	10,2
Otros activos	9.338	12.043	13.180	10.950	9.953	10.347	12.275	10.337	10.075	11.943	11.853	-0,8	17,7
Pasivo	161.446	164.923	188.683	195.044	225.369	261.143	305.382	339.047	392.455	452.752	507.924	12,2	29,4
Depósitos	75.001	94.635	116.655	136.492	170.898	205.550	236.217	271.853	325.484	376.344	429.235	14,1	31,9
Sector público ³	8.381	16.040	31.649	34.019	45.410	48.340	67.151	69.143	101.910	115.954	127.036	9,6	24,7
Sector privado ³	59.698	74.951	83.000	100.809	123.431	155.048	166.378	199.278	220.041	257.595	298.986	16,1	35,9
Cuenta corriente	11.462	15.071	18.219	23.487	26.900	35.245	39.619	45.752	52.371	61.306	71.031	15,9	35,6
Caja de ahorros	10.523	16.809	23.866	29.078	36.442	47.109	50.966	62.807	68.753	82.575	97.444	18,0	41,7
Plazo fijo	19.080	33.285	34.944	42.822	54.338	65.952	69.484	83.967	90.216	104.492	119.010	13,9	31,9
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	54.231	60.029	64.150	6,9	18,3
Obligaciones interfinancieras	1.649	1.317	1.461	2.164	4.578	4.310	3.895	3.251	3.530	4.201	5.414	28,9	53,0
Obligaciones con el BCRA	27.837	27.491	27.726	17.005	7.686	2.362	1.885	270	268	262	801	205,3	199,0
Obligaciones negociables	9.096	6.675	7.922	6.548	6.603	6.938	5.984	5.033	4.059	3.432	5.897	71,8	45,3
Líneas de préstamos del exterior	25.199	15.196	8.884	4.684	4.240	3.864	4.541	3.369	3.272	3.897	4.966	27,4	51,8
Otros	11.955	11.012	18.934	21.671	22.930	28.752	41.357	40.191	43.102	48.236	47.071	-2,4	9,2
Obligaciones subordinadas	3.712	2.028	1.415	1.381	1.642	1.672	1.763	1.922	1.973	2.165	1.851	-14,5	-6,2
Otros pasivos	6.997	6.569	5.685	5.099	6.792	7.695	9.740	13.159	10.766	14.213	12.689	-10,7	17,9
Patrimonio neto	26.086	21.950	23.879	26.918	33.014	36.819	41.380	48.335	50.081	57.552	60.957	5,9	21,7
Memo													
Activo neteado	185.356	184.371	202.447	208.275	244.791	280.336	321.075	364.726	416.256	482.532	542.288	12,4	30,3
Activo neteado consolidado	181.253	181.077	198.462	203.286	235.845	271.652	312.002	357.118	407.671	472.934	531.211	12,3	30,3

(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	I-10	II-10	I-11	I-11 / II-10	I-11 / I-10
Margen financiero	13.991	1.965	6.075	9.475	13.262	15.134	20.462	28.937	35.490	14.726	20.764	19.208	-7	30
Resultado por intereses	-3.624	-943	1.753	3.069	4.150	5.744	9.573	14.488	17.963	8.304	9.660	10.725	11	29
Ajustes CER y CVS	8.298	2.315	1.944	3.051	3.012	2.624	2.822	1.196	2.434	1.042	1.391	850	-39	-18
Diferencias de cotización	5.977	-890	866	751	944	1.357	2.307	2.588	2.100	1.043	1.057	1.410	33	35
Resultado por títulos valores	3.639	1.962	1.887	2.371	4.923	5.144	4.398	11.004	13.449	4.518	8.931	6.507	-27	44
Otros resultados financieros	-299	-480	-375	233	235	264	1.362	-339	-457	-182	-275	-284	3	57
Resultado por servicios	4.011	3.415	3.904	4.781	6.243	8.248	10.870	13.052	16.089	7.459	8.630	9.853	14	32
Cargos por incobrabilidad	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.198	-1.894	-2.839	-3.814	-3.267	-1.536	-1.731	-1.627	-6	6
Gastos de administración	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.655	-14.634	-18.767	-22.710	-28.756	-13.416	-15.340	-16.991	11	27
Cargas impositivas	-691	-473	-584	-737	-1.090	-1.537	-2.318	-3.272	-4.120	-1.824	-2.296	-2.649	15	45
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	-701	-320	-410	-752	-837	-1.757	-262	-214	-151	-63	-191	202	27
Amortización de amparos	0	-1.124	-1.686	-1.867	-2.573	-1.922	-994	-703	-635	-342	-293	-136	-54	-60
Diversos	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.664	2.380	1.441	918	2.079	1.041	1.038	1.464	41	41
Resultado monetario	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ¹	-18.653	-4.960	-623	2.360	4.901	4.938	6.100	12.145	16.665	5.957	10.708	8.930	-17	50
Impuesto a las ganancias	-509	-305	-275	-581	-595	-1.032	-1.342	-4.226	-4.904	-1.532	-3.372	-2.509	-26	64
Resultado total³	-19.162	-5.265	-898	1.780	4.306	3.905	4.757	7.920	11.761	4.425	7.336	6.421	-12	45
Resultado ajustado ⁴	-	-3.440	1.337	4.057	7.631	6.665	7.508	8.885	12.610	4.918	7.692	6.748	-12	37
Indicadores anualizados - En % del activo neteado													cambio en p.p.	
Margen financiero	6,5	1,1	3,1	4,6	5,8	5,7	6,7	8,6	8,5	7,5	9,3	7,5	-1,8	-0,1
Resultado por intereses	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,2	3,1	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	-0,1	-0,1
Ajustes CER y CVS	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0	0,9	0,4	0,6	0,5	0,6	0,3	-0,3	-0,2
Diferencias de cotización	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,1	0,0
Resultado por títulos valores	1,7	1,1	1,0	1,2	2,2	1,9	1,4	3,3	3,2	2,3	4,0	2,5	-1,5	0,2
Otros resultados financieros	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Resultado por servicios	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	3,1	3,6	3,9	3,8	3,8	3,9	3,8	0,0	0,0
Cargos por incobrabilidad	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,6	0,1	0,2
Gastos de administración	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-6,1	-6,7	-6,9	-6,9	-6,9	-6,6	0,2	0,3
Cargas impositivas	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	0,0	-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	0,0	0,0
Amortización de amparos	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	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	0,1	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
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ¹	-8,7	-2,7	-0,3	1,1	2,2	1,9	2,0	3,6	4,0	3,1	4,8	3,5	-1,3	0,4
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-1,2	-0,8	-1,5	-1,0	0,5	-0,2
Resultado total³	-8,9	-2,9	-0,5	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,8	2,3	3,3	2,5	-0,8	0,2
Resultado ajustado ⁴	-8,9	-1,9	0,7	2,0	3,4	2,5	2,5	2,6	3,0	2,5	3,4	2,6	-0,8	0,1
<i>Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias / Patrimonio neto</i>	-57,6	-21,4	-2,9	9,3	16,2	13,9	17,2	29,5	34,5	25,7	42,7	32,4	-10,3	6,6
<i>Resultado total / Patrimonio neto³</i>	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	19,1	29,2	23,3	-6,0	4,2

(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	Jun 10	Dic 10	Jun 11
Cartera irregular total	18,1	17,7	10,7	5,2	3,4	2,7	2,7	3,0	2,5	1,8	1,5
Previsiones / Cartera irregular	72,3	76,8	97,8	115,3	108,2	115,2	117,0	115,3	125,0	147,7	160,4
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	5,0	4,1	0,2	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	18,2	13,3	0,8	-2,6	-0,9	-1,6	-1,8	-1,7	-2,4	-3,6	-4,1
Al sector privado no financiero	38,6	33,5	18,6	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,9	2,1	1,7
Previsiones / Cartera irregular	73,8	79,0	96,9	114,8	107,6	114,4	116,4	111,8	120,9	142,8	155,0
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	10,1	7,0	0,6	-1,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-0,9	-0,9
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	16,6	11,5	1,1	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-2,0	-3,2	-3,7

Fuente: BCRA

Anexo Estadístico – Bancos Privados

Cuadro 5 | Indicadores de solidez

En %	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Jun 2010	2010	Jun 2011
1.- Liquidez	24,8	27,6	29,2	21,5	23,7	25,7	34,1	29,8	29,3	26,0	25,4
2.- Crédito al sector público	50,0	47,7	41,6	28,5	16,3	9,5	6,3	6,1	5,0	4,4	3,5
3.- Crédito al sector privado	22,4	19,9	22,5	31,1	37,9	46,6	44,0	43,3	46,8	50,3	52,5
4.- Irregularidad de cartera privada	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5	2,8	3,3	2,7	2,0	1,6
5.- Exposición patrimonial al sector privado	19,1	12,9	3,6	-0,4	-1,4	-2,0	-1,8	-1,6	-2,2	-3,4	-3,9
6.- ROA	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6	1,9	3,0	2,6	3,2	2,6
7.- ROE	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	15,2	22,9	19,6	24,5	22,1
8.- Eficiencia	168	93	115	136	158	152	166	195	169	176	167
9.- Integración de capital	-	14,0	15,1	17,8	18,6	19,2	18,3	22,6	20,6	20,4	17,9
10.- Integración de capital Nivel I	-	-	14,7	16,1	15,3	16,7	14,9	17,2	17,7	15,2	15,0
11.- Posición de capital	-	88,2	157,1	155,0	115,8	86,9	86,4	121,3	101,7	100,4	79,1

Fuente: BCRA

Cuadro 6 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 02	Dic 03	Dic 04	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09	Jun 10	Dic 10	Jun 11	Variaciones (en %)	
												Semes-tral	Anual
Activo	118.906	116.633	128.065	129.680	152.414	175.509	208.888	229.549	245.082	280.025	320.983	14,6	31,0
Disponibilidades ¹	11.044	14.500	15.893	14.074	22.226	29.418	37.044	43.562	45.305	49.730	54.500	9,6	20,3
Títulos públicos	19.751	22.260	24.817	29.966	27.663	24.444	29.552	47.949	46.393	48.903	50.638	3,5	9,2
Lebac/Nobac	-	-	8.359	15.227	15.952	17.684	23.457	31.575	32.157	34.422	36.952	7,3	14,9
Tenencia por cartera propia	-	-	5.611	12.899	14.220	15.639	12.858	27.413	26.348	31.148	31.438	0,9	19,3
Por operaciones de pase activo ²	-	-	2.749	2.328	1.732	2.045	10.598	4.161	5.809	3.274	5.514	68,4	-5,1
Títulos privados	273	172	333	307	683	310	127	233	153	184	172	-6,2	12,8
Préstamos	51.774	47.017	50.741	56.565	69.294	88.898	98.529	101.722	117.151	143.202	170.979	19,4	45,9
Sector público	25.056	23.571	21.420	15.954	10.036	6.413	6.249	1.694	1.622	1.625	1.286	-20,9	-20,7
Sector privado	26.074	22.816	28.213	39.031	55.632	78.587	88.426	96.790	112.123	137.308	164.270	19,6	46,5
Sector financiero	644	630	1.107	1.580	3.626	3.898	3.854	3.238	3.406	4.270	5.423	27,0	59,2
Previsiones por préstamos	-7.463	-5.225	-3.717	-2.482	-2.227	-2.365	-2.871	-3.653	-3.767	-3.926	-4.048	3,1	7,5
Otros créditos por intermediación financiera	27.212	22.148	25.753	16.873	18.387	17.084	25.265	21.258	21.278	20.241	25.291	25,0	18,9
ON y OS	1.514	1.394	829	675	618	430	699	734	821	757	965	27,5	17,5
Fideicomisos sin cotización	6.205	3.571	2.362	2.444	2.982	3.456	3.869	4.198	4.348	4.500	4.411	-2,0	1,4
Compensación a recibir	15.971	13.812	14.657	5.575	760	377	357	16	15	0	0	-	-
Otros	3.523	3.370	7.905	8.179	14.027	12.822	20.339	16.311	16.093	14.984	19.915	32,9	23,7
Bienes en locación financiera (leasing)	553	387	592	1.356	2.126	3.149	3.451	2.569	2.610	3.519	4.381	24,5	67,9
Participación en otras sociedades	3.123	2.791	1.892	2.416	4.042	3.762	4.538	4.067	4.258	4.934	5.021	1,8	17,9
Bienes de uso y diversos	5.198	4.902	4.678	4.575	4.677	4.685	4.926	5.096	5.290	5.808	6.171	6,3	16,7
Filiales en el exterior	-109	-136	-53	-148	-139	-154	-178	-202	-213	-215	-225	5,0	5,9
Otros activos	7.549	7.816	7.137	6.178	5.682	6.277	8.505	6.946	6.623	7.646	8.102	6,0	22,3
Pasivo	103.079	101.732	113.285	112.600	131.476	152.153	182.596	198.438	213.673	243.766	283.975	16,5	32,9
Depósitos	44.445	52.625	62.685	75.668	94.095	116.719	135.711	154.387	171.258	198.662	229.581	15,6	34,1
Sector público ³	1.636	3.077	6.039	6.946	7.029	7.564	19.600	17.757	23.318	23.598	29.124	23,4	24,9
Sector privado ³	38.289	47.097	55.384	67.859	85.714	107.671	114.176	134.426	146.126	173.203	198.471	14,6	35,8
Cuenta corriente	8.905	11.588	13.966	17.946	20.604	27.132	30.188	35.127	39.489	46.297	52.519	13,4	33,0
Caja de ahorros	6.309	10.547	14.842	18.362	23.165	30.169	32.778	40.999	43.654	53.085	63.330	19,3	45,1
Plazo fijo	11.083	18.710	22.729	27.736	38.043	45.770	46.990	54.058	57.290	67.568	75.307	11,5	31,4
CEDRO	9.016	2.409	798	3	1	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	33.704	34.427	44.226	28,5	31,2
Obligaciones interfinancieras	836	726	1.070	1.488	3.383	1.979	1.160	1.668	1.845	1.903	2.362	24,1	28,0
Obligaciones con el BCRA	16.624	17.030	17.768	10.088	3.889	675	649	41	37	57	193	239,5	428,4
Obligaciones negociables	9.073	6.674	7.922	6.548	6.413	6.686	5.672	4.626	3.750	2.802	4.779	70,6	27,5
Líneas de préstamos del exterior	15.434	9.998	5.444	2.696	2.249	1.833	2.261	1.262	1.182	1.716	2.794	62,8	136,4
Otros	7.374	7.939	12.878	11.530	16.015	18.150	29.555	26.638	26.891	27.949	34.097	22,0	26,8
Obligaciones subordinadas	3.622	1.850	1.304	1.319	1.642	1.668	1.759	1.918	1.970	2.148	1.833	-14,6	-7,0
Otros pasivos	5.671	4.890	4.213	3.264	3.989	4.443	5.828	7.897	6.741	8.528	8.335	-2,3	23,7
Patrimonio neto	15.827	14.900	14.780	17.080	20.938	23.356	26.292	31.111	31.409	36.259	37.008	2,1	17,8
Memo													
Activo neteado	117.928	115.091	121.889	123.271	143.807	166.231	192.074	216.100	231.852	267.364	303.658	13,6	31,0

(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	I-10	II-10	I-11	I-11 / II-10	I-11 / I-10
Margen financiero	10.628	2.575	3.415	5.253	7.778	8.960	12.964	19.724	21.837	9.584	12.254	11.936	-3	25
Resultado por intereses	-304	107	1.214	2.069	2.826	4.191	7.727	10.572	12.842	5.854	6.988	8.081	16	38
Ajustes CER y CVS	1.476	1.082	900	1.215	858	662	651	185	244	108	136	144	6	34
Diferencias de cotización	6.189	-312	666	576	740	990	1.620	1.646	1.493	718	775	970	25	35
Resultado por títulos valores	3.464	1.892	959	1.259	3.154	2.888	1.637	7.343	7.464	2.947	4.517	2.907	-36	-1
Otros resultados financieros	-197	-195	-322	134	199	229	1.329	-22	-205	-42	-163	-166	2	293
Resultado por servicios	2.782	2.341	2.774	3.350	4.459	5.881	7.632	9.198	11.345	5.291	6.054	6.955	15	31
Cargos por incobrabilidad	-6.923	-1.461	-1.036	-714	-737	-1.174	-1.863	-2.751	-2.253	-1.051	-1.203	-1.143	-5	9
Gastos de administración	-6.726	-5.310	-5.382	-6.303	-7.741	-9.735	-12.401	-14.807	-18.819	-8.800	-10.019	-11.201	12	27
Cargas impositivas	-512	-366	-393	-509	-769	-1.105	-1.715	-2.380	-2.927	-1.317	-1.610	-1.897	18	44
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ²	0	-665	-51	-201	-170	-100	-267	0	47	9	38	-40	-204	-530
Amortización de amparos	0	-791	-1.147	-1.168	-1.182	-1.466	-688	-367	-441	-241	-200	-62	-69	-74
Diversos	-4.164	1.178	846	1.156	1.641	1.576	916	398	1.382	575	807	909	13	58
Resultado monetario	-10.531	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ¹	-15.447	-2.518	-973	865	3.279	2.836	4.579	9.014	10.171	4.050	6.121	5.458	-11	35
Impuesto a las ganancias	-337	-295	-202	-217	-365	-380	-1.168	-3.001	-2.733	-1.161	-1.572	-1.757	12	51
Resultado total³	-15.784	-2.813	-1.176	648	2.915	2.457	3.412	6.014	7.438	2.889	4.549	3.701	-19	28
Resultado ajustado ⁴	-	-1.357	252	2.016	4.267	4.023	4.367	6.381	7.832	3.121	4.711	3.802	-19	22
<i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>													<i>cambio en p.p.</i>	
Margen financiero	7,6	2,3	2,9	4,3	5,9	5,8	7,3	9,8	9,3	8,7	9,9	8,4	-1,5	-0,3
Resultado por intereses	-0,2	0,1	1,0	1,7	2,1	2,7	4,4	5,3	5,5	5,3	5,6	5,7	0,0	0,4
Ajustes CER y CVS	1,1	0,9	0,8	1,0	0,6	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Diferencias de cotización	4,4	-0,3	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,1	0,0
Resultado por títulos valores	2,5	1,7	0,8	1,0	2,4	1,9	0,9	3,7	3,2	2,7	3,6	2,0	-1,6	-0,6
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	0,0	-0,1
Resultado por servicios	2,0	2,0	2,4	2,7	3,4	3,8	4,3	4,6	4,8	4,8	4,9	4,9	0,0	0,1
Cargos por incobrabilidad	-5,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	0,2	0,1
Gastos de administración	-4,8	-4,6	-4,6	-5,1	-5,9	-6,3	-7,0	-7,4	-8,0	-8,0	-8,1	-7,9	0,2	0,1
Cargas impositivas	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	0,0	-0,1
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	-0,1	0,0
Amortización de amparos	0,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,2
Diversos	-3,0	1,0	0,7	0,9	1,2	1,0	0,5	0,2	0,6	0,5	0,7	0,6	0,0	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
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ¹	-11,1	-2,2	-0,8	0,7	2,5	1,8	2,6	4,5	4,3	3,7	4,9	3,8	-1,1	0,2
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,7	-1,5	-1,2	-1,1	-1,3	-1,2	0,0	-0,2
Resultado total³	-11,3	-2,5	-1,0	0,5	2,2	1,6	1,9	3,0	3,2	2,6	3,7	2,6	-1,1	0,0
Resultado ajustado ⁴	-11,3	-1,2	0,2	1,6	3,2	2,6	2,5	3,2	3,3	2,8	3,8	2,7	-1,1	-0,2
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	27,5	39,2	32,6	-6,6	5,1
Resultado total / Patrimonio neto ³	-79,0	-19,1	-8,1	4,1	15,3	10,9	15,2	22,9	24,5	19,6	29,2	22,1	-7,0	2,5

(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	Jun 10	Dic 10	Jun 11
Cartera irregular total	19,8	15,7	8,9	4,4	2,9	2,2	2,5	3,1	2,6	1,9	1,5
Previsiones / Cartera irregular	71,3	73,0	89,2	102,7	114,2	123,4	118,5	115,9	122,4	143,5	154,9
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	5,7	4,2	1,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8	-0,8
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	20,1	14,4	3,4	-0,4	-1,4	-2,1	-1,9	-1,7	-2,3	-3,4	-4,0
Al sector privado no financiero	37,4	30,4	15,3	6,3	3,6	2,5	2,8	3,3	2,7	2,0	1,6
Previsiones / Cartera irregular	72,2	75,0	88,3	102,4	113,9	122,7	118,0	115,1	122,1	143,0	154,1
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	10,4	7,6	1,8	-0,1	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	19,1	12,9	3,6	-0,4	-1,4	-2,0	-1,8	-1,6	-2,2	-3,4	-3,9

Fuente: BCRA

Glosario de Abreviaturas y Siglas

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

IPC Nacional: Índice de Precios al Consumidor Nacional

IPC Resto: IPC excluidos los bienes y servicios con componentes estacionales y/o volátiles significativos y los sujetos a regulación o con alto componente impositivo

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

IPI: Índice de Precios Implícitos

IPIB: Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

IRD: Inversión Real Directa

ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción

ISM: *Institute for Supply Management*

ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos

ITCRM: Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

IVA: Impuesto al Valor Agregado

LATAM: Latinoamérica

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)

LME: *London Metal Exchange*

LTV: Loan to value

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

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

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

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

MBS: *Mortgage Backed Securities*

MEM: Mercado Eléctrico Mayorista

MERCOSUR: Mercado Común del Sur

Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires

MEyP: Ministerio de Economía y Producción

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MOPRE: Módulos Previsionales

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

MSCI: *Morgan Stanley Capital International*

MTEySS: Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

MW: MegaWatts

NAFTA: Tratado de Libre Comercio de América del Norte

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

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

NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo

O/N: *Overnight*

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

PAD: Prestación Anticipada por Desempleo

PAM: Política Automotriz del Mercosur

Pampeana: Región Pampeana. Incluye la provincia de Buenos Aires y La Pampa

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

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

PEA: Población Económicamente Activa

PIB: Producto Interno Bruto

PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar

PM: Programa Monetario

PN 2008: Presupuesto Nacional 2008

PP: Productos primarios

Prom.: Promedio

Prom. móv.: Promedio móvil

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

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado

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

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

RTA: Remuneración al Trabajo Asalariado

s.e.: Serie sin estacionalidad

s.o.: Serie original

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

SAFJP: Superintendencia de Administradoras Fondos de Jubilaciones y Pensiones

SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

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

SIJyP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

SIPA: Sistema Integrado Previsional Argentino

SISCEN: Sistema Centralizado de requerimientos informativos

SMVM: Salario Mínimo Vital y Móvil

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

TAF: *Term Auction Facility*

TCR: Tipo de cambio real

TI: Términos de Intercambio

Tn: Tonelada

TN: Tesoro Nacional

Trim.: Trimestral / Trimestre

UCI: Utilización de la Capacidad Instalada

UE: Unión Europea

US\$: Dólares Americanos

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

UVP: Unidades Vinculadas al PIB

Var.: variación

VCP: valores de corto plazo

VE: Valor efectivo

VIX: *volatility of S&P 500*

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

XN: Exportaciones Netas

Índice de Gráficos y Tablas

Índice de Gráficos

1	Estimaciones de Crecimiento 2011.....	7
2	Inversión Bruta Interna Fija.....	8
3	Evolución del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario.....	9
4	Crédito al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	10
5	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	11
I.1	PIB Real.....	13
I.2	Precios de Materias Primas.....	13
I.3	Estimaciones Globales de Crecimiento 2011.....	14
I.4	Volúmenes de Comercio Mundial.....	14
I.5	Actividad Económica Mundial.....	15
I.6	Emergentes. Tipo de Cambio y Expectativas de Flujos de Capitales.....	15
I.7	Economías emergentes. Tasas de Interés de Referencia.....	16
I.8	Tasa de Política Monetaria, Rendimientos y Tipo de Cambio.....	16
I.9	Tasa de Política Monetaria de EEUU y Europa: Pronósticos de Analistas.....	16
A.1.1	Evolución de <i>Credit Default Swaps</i> Soberanos a 5 Años.....	17
A.1.2	Pedido de Asistencia y Rendimientos / <i>Spread</i> Soberanos en los Mercados.....	18
A.1.3	Compras del BCE de Títulos Públicos y <i>Spreads</i> de Deuda Soberana.....	18
I.10	Renta Variable de EEUU y Europa.....	20
I.11	Mercados Financieros y Búsqueda de Refugio.....	20
I.12	<i>Credit Default Swaps</i> : EEUU.....	20
I.13	Renta Variable Emergentes.....	21
I.14	<i>Price/ Earnings</i> para los principales Índices Regionales EM.....	21
I.15	Emisión de Deuda EM en los Mercados Internacionales.....	21
I.16	Monedas de Economías Emergentes <i>versus</i> Dólar de Estadounidense.....	22
I.17	Integración de Capital.....	22
I.18	Activos Líquidos. Comparación Internacional.....	22
A.2.1	Sistemas Financieros con Mayor Exposición a Deuda Soberana de Grecia, Irlanda y Portugal.....	23
A.2.2	Estructura de Fondeo de Bancos Europeos.....	24
A.2.3	Financiamiento del BCE a Sistemas Financieros de Europa.....	24
A.2.4	Bancos Europeos, Riesgo Percibido y Mercado Interbancario.....	25
I.19	Intermediación Financiera en América Latina.....	26
I.20	Irregularidad. Comparación Internacional.....	26
II.1	PIB Real.....	29
II.2	Emisión de Fideicomisos Financieros.....	29
II.3	Argentina. Participación de los Asalariados en el PIB y Consumo Privado.....	30
II.4	Inversión Bruta Interna Fija.....	30
II.5	Cuenta Corriente del Balance de Pagos (Acumulado 4 trimestres).....	31
II.6	Cuenta Corriente del Balance de Pagos.....	31
II.7	Metas del Programa Monetario 2011.....	31
II.8	Factores de Variación del Agregado Monetario Amplio M3 en 2011.....	32
II.9	<i>Stock</i> de Depósitos a Plazo Fijo del Sector Privado.....	32
II.10	Curvas de Rendimiento Bonos Soberanos.....	33
II.11	Evolución de Rendimientos de Bonos Soberanos en Dólares.....	33
II.12	Evolución de Diferenciales de Riesgo.....	34
II.13	Evolución del Saldo de Deuda Pública Nacional.....	34
II.14	Composición del Saldo de Lebac y Nobac en Circulación.....	35
II.15	Curvas de Tasas Licitaciones del BCRA.....	35
II.16	Mercado Secundario de Nobacs.....	36
II.17	Montos Negociados Renta Fija.....	36
II.18	Financiamiento al Sector Privado a través de Bonos.....	36
II.19	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	37
II.20	Evolución del Mercado Local de Acciones.....	37
II.21	Volumen Negociado en Acciones.....	38
II.22	Futuros de Dólar.....	38
III.1	Deuda de las Empresas.....	39
III.2	Deuda de las Familias.....	39
III.3	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	40
III.4	Cartera de Financiaciones del Sistema Financiero a Empresas.....	40
III.5	PIB. Bienes y Servicios.....	40
III.6	Carga de la Deuda del Sector Empresas.....	41

III.7	Deuda de las Empresas.....	41
III.8	Indicadores Industriales.....	41
III.9	EMI.....	42
III.10	Deuda del Sector Industria.....	42
III.11	Deuda del Sector Primario.....	43
III.12	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	43
III.13	Deuda del Sector de Servicios.....	44
III.14	Ventas Minoristas.....	44
III.15	Indicadores de la Construcción.....	44
III.16	Mercado Laboral.....	45
III.17	Deuda de las Familias.....	45
III.18	Endeudamiento por Consumo de las Familias.....	45
III.19	Confianza de los Consumidores.....	46
III.20	Contribución al Crecimiento de la Recaudación por Tributo.....	46
III.21	Contribuciones al Aumento del Gasto Primario del SPNF.....	46
III.22	Resultado del Sector Público Nacional no Financiero.....	47
III.23	Deuda Pública Nacional.....	47
IV.1	Intermediación Financiera con el Sector Privado.....	49
IV.2	Rentabilidad por Grupo de Bancos (ROA).....	49
IV.3	Crédito al Sector Privado.....	50
IV.4	Evolución del Crédito al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras.....	50
IV.5	Evolución del Crédito al Sector Privado por Tipo de Línea.....	51
IV.6	Tasas de Interés Activas en Pesos.....	51
IV.7	Crédito al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	51
IV.8	Crédito a las Empresas por Actividad Económica.....	52
IV.9	Crédito a las Empresas por Tramo de Saldo Residual.....	52
IV.10	Créditos Destinados a las Familias por Tipo de Línea.....	52
A.3.1	Crédito a las Empresas por Actividad Económica.....	53
A.3.2	Crédito a la Industria por Tipo de Línea.....	53
A.3.3	Crédito a la Industria por Tramo de Saldo Residual.....	54
A.3.4	Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas por Actividad.....	54
IV.11	Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero.....	55
IV.12	Evolución de los Depósitos del Sector Privado por Tipo de Moneda.....	55
IV.13	Composición del Fondeo por Grupo de Entidades Financieras.....	56
IV.14	Estimación del Costo de Fondeo Promedio por Depósitos en Moneda Nacional.....	56
IV.15	Spreads de Tasas de Interés por Operaciones en Pesos.....	56
IV.16	Evolución de la Estructura Operativa del Sistema Financiero.....	57
IV.17	Cantidad de Cuentas en Términos de Empleados y de Sucursales.....	57
IV.18	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	58
IV.19	Nivel de Concentración del Sistema Financiero.....	58
IV.20	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	58
A.4.1	Cantidad de Entidades Financieras y Distribución por Grupos.....	59
A.4.2	Participación de los Grupos Homogéneos de Entidades Financieras en los Préstamos al Sector Privado.....	60
A.4.3	Evolución de la Irregularidad por Grupos de Entidades Financieras.....	60
A.4.4	Evolución de la Rentabilidad por Grupos de Entidades Financieras.....	60
IV.21	Apalancamiento del Sistema Financiero.....	61
IV.22	Integración de Capital (RPC) y Activos Ponderados por Riesgo (APR).....	61
IV.23	Integración de Tier 1.....	61
IV.24	Composición del Margen Financiero.....	62
IV.25	Volatilidad de los Principales Rubros del Estado de Resultados.....	62
IV.26	Resultados por Intereses.....	63
IV.27	Resultados por Servicios por Grupo de Bancos.....	63
IV.28	Gastos de Administración.....	64
IV.29	Cargos por Incobrabilidad.....	64
IV.30	Indicadores de Eficiencia.....	64
IV.31	Composición de la Cartera de las Compañías de Seguros.....	65
IV.32	Evolución del Patrimonio de los FCI.....	66
V.1	Liquidez.....	67
V.2	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	67
V.3	Variación de los Depósitos y de los Créditos al Sector Privado.....	68
V.4	Liquidez por Grupo de Bancos.....	68
V.5	Activos de Mayor Liquidez en Términos de los Pasivos de Corto Plazo.....	69
V.6	Liquidez en pesos.....	69
V.7	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	69

V.8	Mercado de <i>Call</i>	70
V.9	Financiamiento al Sector Privado No Financiero.....	70
V.10	Irregularidad del Crédito al Sector Privado.....	71
V.11	Financiaciones.....	71
V.12	Previsionamiento.....	71
V.13	Intermediación Financiera con el Sector Privado por Moneda.....	72
V.14	Financiaciones a Empresas.....	72
V.15	Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas por Actividad.....	73
V.16	Expectativas Trimestrales de Necesidades Crediticias de la Industria.....	73
V.17	Financiaciones a Familias.....	74
V.18	Financiaciones a las Familias por Período de Originación Estimado.....	74
V.19	Exposición al Sector Público del Sistema Financiero.....	74
V.20	Títulos y Préstamos al Sector Público.....	77
V.21	Descalce de Moneda Extranjera y Volatilidad Cambiaria.....	77
V.22	Descalce de Moneda Extranjera.....	77
V.23	Composición del Descalce de Moneda Extranjera.....	78
V.24	Exigencia de Capitales Mínimos por Riesgo de Tasa de Interés.....	78
V.25	Diferencia de Valores Presentes de Activos Netos de Pasivos por Intermediación según Exigencia de Capitales Mínimos por Riesgo de Tasa de Interés.....	79
V.26	Descalce Patrimonial de CER.....	79
V.27	Valor a Riesgo de Mercado.....	80
V.28	Principales Instrumentos con Cotización de Mercado.....	80
V.29	Cotizaciones de Títulos Públicos.....	81
V.30	Volatilidades Diarias para el Cálculo de la Exigencia de Capital por Riesgo de Mercado.....	81
VI.1	Tarjetas de Crédito y Débito.....	85
VI.2	Transferencias Bancarias.....	85
VI.3	Circulante en Poder del Público - Comparación Internacional.....	86
VI.4	Cheques Compensados y Rechazados.....	86
VI.5	Cheques Compensados - Comparación Internacional.....	86
VI.6	Cantidad de Tarjetas de Crédito - Comparación Internacional.....	87
VI.7	Débitos Directos.....	87
VI.8	Evolución de la Cantidad de Cuentas Gratuitas Universales.....	88
VI.9	Cheques Cancelatorios Emitidos.....	88
VI.10	MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....	88

Índice de Tablas

II.1	Colocaciones de Bonos de Bancos y Empresas de Servicios Financieros.....	37
III.1	Producción Agrícola.....	42
III.2	Colocaciones de Deuda de los Estados Subnacionales en el Mercado.....	47
IV.1	Situación Patrimonial.....	50
IV.2	Evolución del Empleo.....	57
IV.3	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	62
IV.4	Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	63
IV.5	Evolución de la Cartera de Inversiones del FGS.....	65