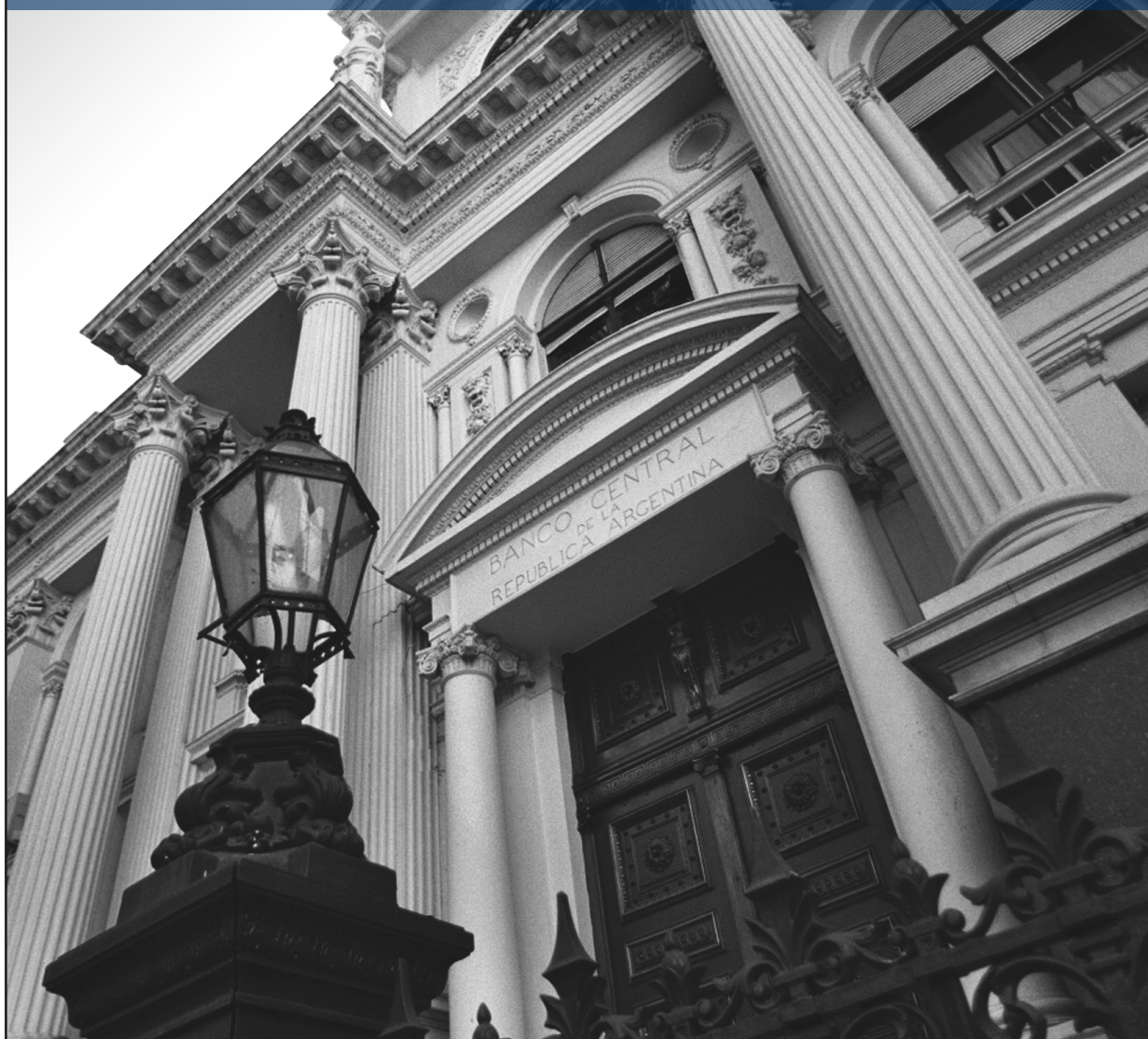


Objetivos y planes respecto del desarrollo  
de la política monetaria, cambiaria, financiera  
y crediticia para el año 2016



Diciembre de 2015



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2016

*“El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.”*

Artículo 3° | **Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina**



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Índice

Lineamientos generales | Página 4

Política monetaria y cambiaria | Página 6

Política financiera y crediticia | Página 16

Bancarización y medios de pago | Página 24

Anexo I / Discurso del Presidente del Banco Central  
de la República Argentina | Página 26

Anexo II / Contexto macroeconómico  
internacional | Página 33

# 1 | Lineamientos generales

En línea con lo establecido en el artículo 3° de su Carta Orgánica, el primer objetivo del Banco Central será velar por la estabilidad monetaria de la economía argentina. Dicho propósito implica priorizar, en el contexto actual, la disminución de la tasa de variación de los precios domésticos, hasta niveles semejantes a los que hoy en día experimentan las economías emergentes que manejan su política monetaria con sistemas de metas de inflación (ver Anexo I: “Discurso de inicio y lineamientos de gestión del Presidente del BCRA”).

La prioridad absoluta en obtener, en un plazo razonable, una moneda con poder de compra estable implicará dejar de lado objetivos que han sido característicos del manejo monetario del país, enfocado tradicionalmente en el valor externo de la moneda, es decir, en el tipo de cambio. Al contrario, el Banco Central considera que para obtener un gradual descenso en la tasa de inflación es imprescindible la flotación cambiaria, lo cual permite además comenzar a disociar las dinámicas de precios domésticos respecto de la evolución del tipo de cambio. Los esquemas de cambio rígido han sido en el pasado un paso previo pero seguro a una devaluación monetaria, y por lo tanto han contribuido a expectativas de inflación luego materializadas. La flotación implica que el peso argentino podrá apreciarse o depreciarse frente a otras monedas según las circunstancias, dentro de una trayectoria compatible con una inflación en descenso.

En segundo lugar, continuando con lo expresado por el artículo 3° de la Carta Orgánica, asegurar la estabilidad y crecimiento del sector financiero será también prioridad de este Banco, entendiendo que es la senda óptima para contribuir con el objetivo último de su tarea: el desarrollo económico con equidad social. El Banco Central encaminará gran parte de sus acciones a desarrollar el sistema financiero local, y, en la misma línea, a promover instrumentos de ahorro en moneda nacional, que estimulen el ahorro en pesos por parte de los argentinos. Estas medidas permitirán darle mayor solidez al sistema crediticio, canal por el que se potenciará el desarrollo productivo, y se buscará ampliar la oferta de crédito hipotecario a tasas y plazos más accesibles para toda la población.

El tercer pilar fundamental de los objetivos del Banco Central consistirá en fomentar decididamente la bancarización, con el fin de facilitar la función del dinero como medio de pago. En este sentido, el Banco adopta como una agenda prioritaria la tendencia mundial a los medios de pago electrónicos. Incentivar la utilización masiva de medios

de pago informáticos y facilitar su acceso a toda la población equivale a obstaculizar el crimen organizado, el narcotráfico y el lavado de dinero. La bancarización contribuye a su vez a la formalización de la economía, que permite cargas tributarias más parejas y más moderadas.

Con estos lineamientos rectores, el Banco Central enuncia los siguientes objetivos y planes para el año venidero.

## 2 | Política monetaria y cambiaria

La gradual pérdida de foco del Banco en las funciones descritas por su Carta Orgánica fue un aspecto clave del deterioro macroeconómico argentino en los años previos a 2015. El Banco Central tiene, por tanto, un rol significativo en la normalización de la situación macroeconómica argentina y buena parte de su agenda para el año 2016 continuará el camino de normalización iniciado en el mes de diciembre de 2015.

### **SITUACIÓN MACROECONÓMICA Y MONETARIA LOCAL HASTA DICIEMBRE DE 2015**

La macroeconomía argentina sufrió un deterioro grave en sus diversos indicadores durante la primera mitad de la década de 2010, que presenta un desafío importante para la conducción de la política económica en general y en particular para la política monetaria. Hacia diciembre de 2015, el país llevaba varios años de crecimiento económico bajo o nulo; una inflación persistente por encima del 25% ya desde el año 2007; un desequilibrio fiscal record, financiado en parte por el Banco Central; un sistema de tipos de cambio múltiple que penalizaba la generación de divisas de exportación (ya castigadas por impuestos altos a las ventas externas del sector agropecuario) y de inversiones, que a su vez incentivaba el uso de divisas en importaciones y turismo externo; y una situación judicial de su deuda pública que contribuía a ubicar el riesgo país en niveles más altos que los del resto del continente.

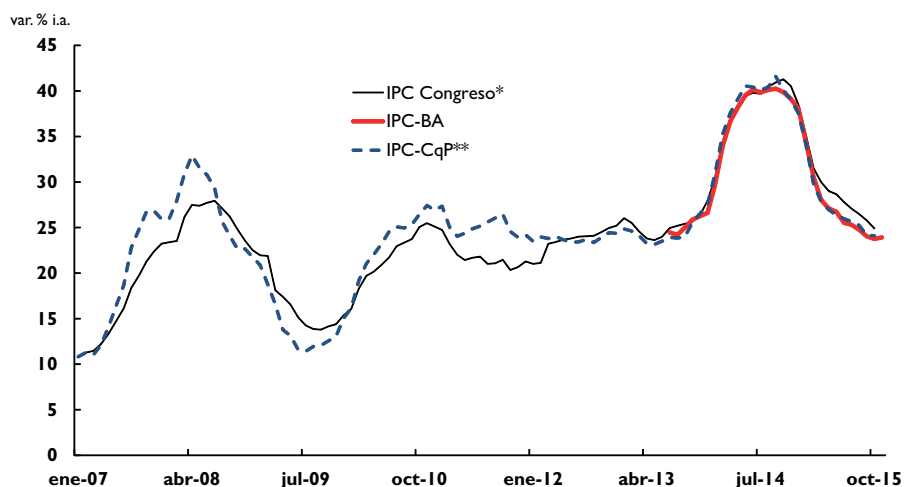
La producción agregada de bienes y servicios experimentó un virtual estancamiento durante los últimos 4 años, con una dinámica que reflejó un alza de la participación en el PIB del consumo público y privado en detrimento de la tasa de inversión de la economía.

En este escenario de escaso crecimiento económico, la inflación<sup>1</sup> se ubicó en torno al 25% anual desde el año 2007, más allá de fluctuaciones cíclicas asociados al contexto externo desfavorable (2009) o a movimientos en el valor de la moneda (2014) (Gráfico 1). Hace una década que la Argentina presenta niveles de inflación de dos dígitos, es decir, valores significativamente superiores al nivel de inflación internacional promedio del período, que se ubicó en 4,1%. Esta dinámica de los precios internos debilitó el valor de la moneda impulsando devaluaciones parcialmente compensatorias.

---

<sup>1</sup> Según diversos indicadores, tales como el Índice de Precios al Consumidor difundido por el Congreso de la Nación o los construidos en base a cálculos de institutos de estadística subnacionales.

**Gráfico 1**  
**Precios Minoristas**



\*El índice Congreso comienza a publicarse en abril de 2011, para períodos anteriores se consideró el promedio de los índices calculados por las consultoras.

\*\*Índice elaborado por el sitio web "Cosas que Pasan". El mismo se calcula como el promedio geométrico ponderado de los índices de precios de una selección de provincias. Las ponderaciones son proporcionales a las correlaciones que tenían estos índices con el IPC-GBA.

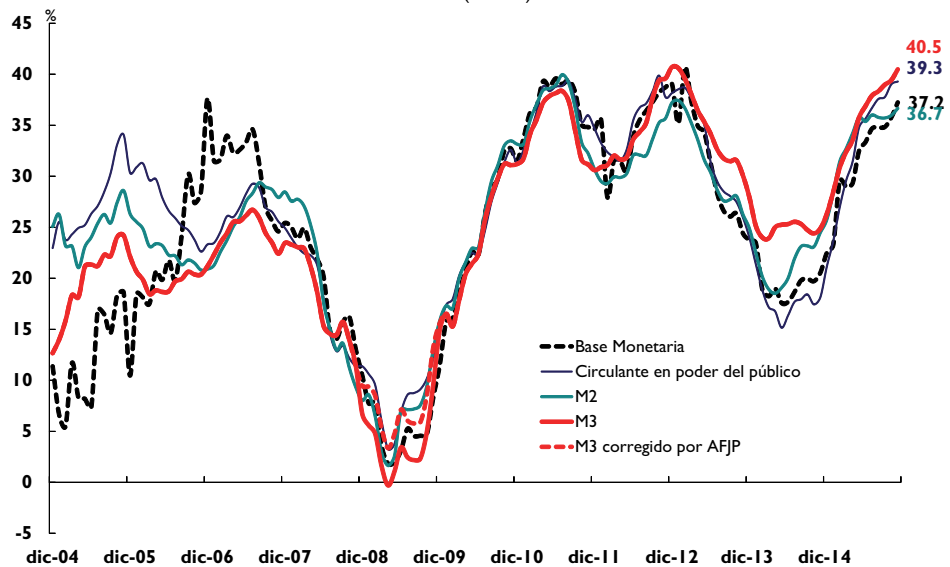
Fuente: Gobierno de la CABA, Unión por Todos e índice CqP.

Las finanzas públicas exhibieron un sistemático deterioro en los últimos 5 años, al pasar de un resultado financiero del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) –medido en base caja– equilibrado, hasta niveles de déficit que manifiestan una dinámica cada vez más negativa. Si bien los ingresos se expandieron a tasas elevadas, los gastos primarios se incrementaron a un mayor ritmo. Varios componentes del gasto contemplan mecanismos de ajuste que plantean un sendero de aumento inercial de las erogaciones públicas. Estos gastos están relacionados con las prestaciones previsionales, los planes de promoción y asistencia social, y las remuneraciones. Estos rubros en conjunto representan más del 60% del gasto primario del SPNF.

El deterioro en las finanzas públicas se vio acompañado de una creciente dependencia por parte del Tesoro de las diversas modalidades de asistencia del Banco Central (adelantos transitorios, transferencias de utilidades y colocación de Letras Intransferibles como contrapartida del uso de reservas internacionales). Al implicar una creciente expansión monetaria y/o una reducción de las reservas por estas vías, esa dominancia fiscal restringió la capacidad del Banco Central para llevar adelante los objetivos que su Carta Orgánica establece.

En el crecimiento de los diversos agregados monetarios puede verse la política expansiva del Banco Central. Dichos agregados elevaron su ritmo de expansión, desde un nivel en torno al 20% previo a la crisis *subprime*, a un rango entre 30% y 40% interanual a partir de 2010, transitoriamente interrumpido entre 2013 y 2014 (Gráfico 2).

**Gráfico 2**  
**Base Monetaria y Agregados Monetarios del Sector Privado en Pesos**  
 (var i.a.)



Nota: La variación de la Base Monetaria se encuentra influida por los cambios en los encajes bancarios. Fuente: BCRA.

Mientras que las demandas de financiamiento al Tesoro aumentaban los pasivos del Banco Central, el uso de reservas para pago de deuda y el deterioro general de las cuentas externas deterioraban su activo. El saldo comercial externo se redujo desde 2012, desde un superávit de US\$12.200 millones hasta un déficit de aproximadamente US\$2.200 millones<sup>2</sup>. El desequilibrio en las cuentas externas se agudizó por el sistema de tipos de cambio múltiple, que subsidiaba el turismo externo y la compra por parte del público de reservas del Banco Central, y penalizaba la exportación y el ingreso de inversiones externas.

A partir de 2011 comienzan las limitaciones a las compras de dólares para ahorro, la distribución de utilidades de las empresas extranjeras al exterior y los pagos de importaciones. Así, desde octubre de ese año se impusieron nuevos requisitos para el acceso al mercado de cambios por operaciones de formación de activos externos de residentes sin la obligación de una aplicación posterior específica<sup>3</sup>, y a partir de julio de 2012 se dispuso que dicha operatoria sólo podía realizarse de contar con conformidad previa del BCRA<sup>4</sup>. A pesar de que inicialmente dichas medidas resultaron parcialmente efectivas para contener las ventas de divisas que se realizaban en el mercado de cambios, y estabilizar transitoriamente el nivel de reservas internacionales, muy pronto se vio que actuaban más como un freno a la oferta de divisas, que a su demanda, lo que se tradujo en un severo costo en términos de actividad económica. Así muy pronto las reservas internacionales continuaron presentando una marcada y acentuada tendencia decreciente (Gráfico 3).

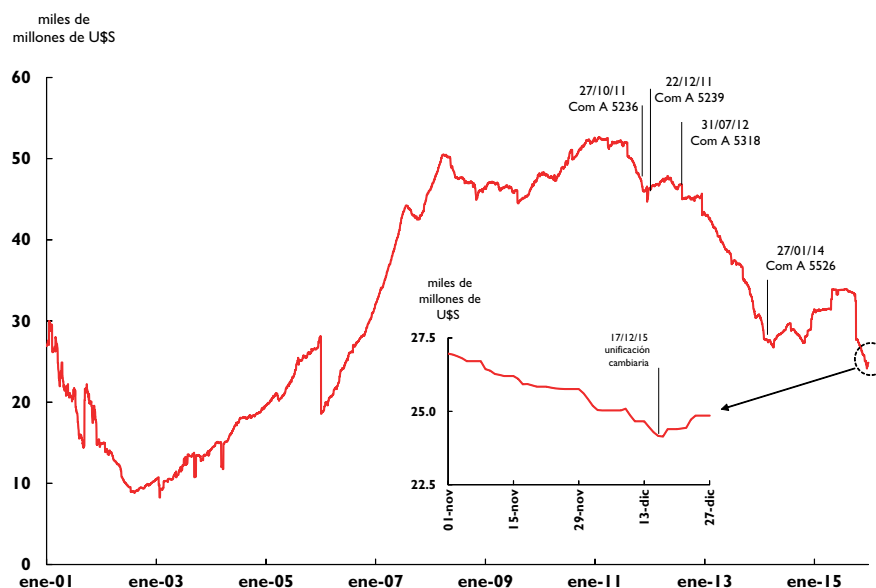
<sup>2</sup> Con información correspondiente a los últimos 12 meses a noviembre de 2015, según Base de Comercio - INDEC.

<sup>3</sup> Ver el resumen de la normativa cambiaria vigente al cierre de 2011 <http://www.bcra.gob.ar/pdfs/comytexord/P49991.pdf>

<sup>4</sup> Ver el resumen de la normativa cambiaria a septiembre de 2012 <http://www.bcra.gob.ar/pdfs/comytexord/P50122.pdf>

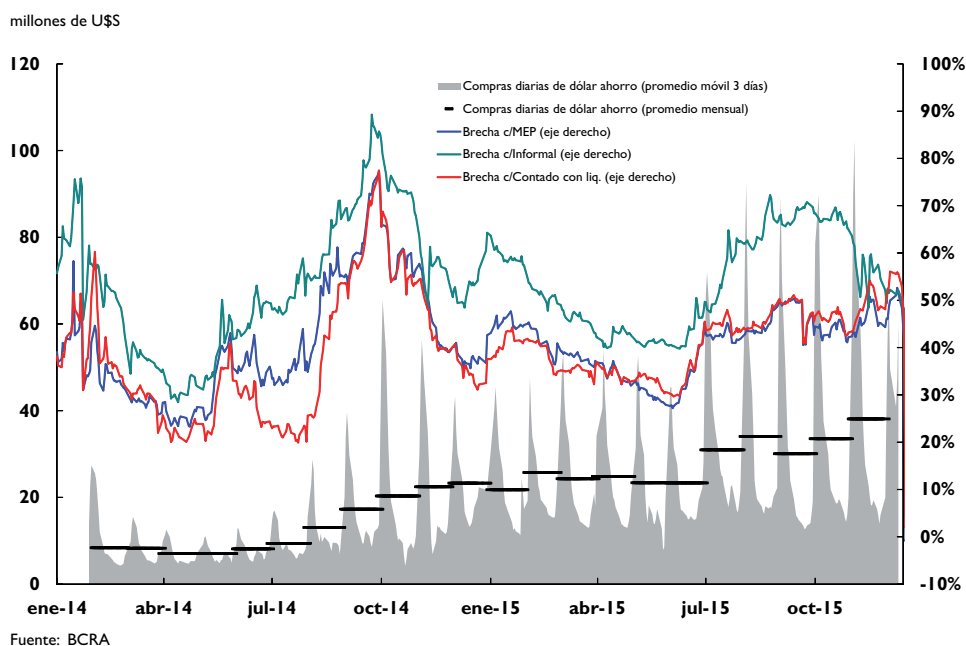


**Gráfico 3**  
**Reservas Internacionales del BCRA**



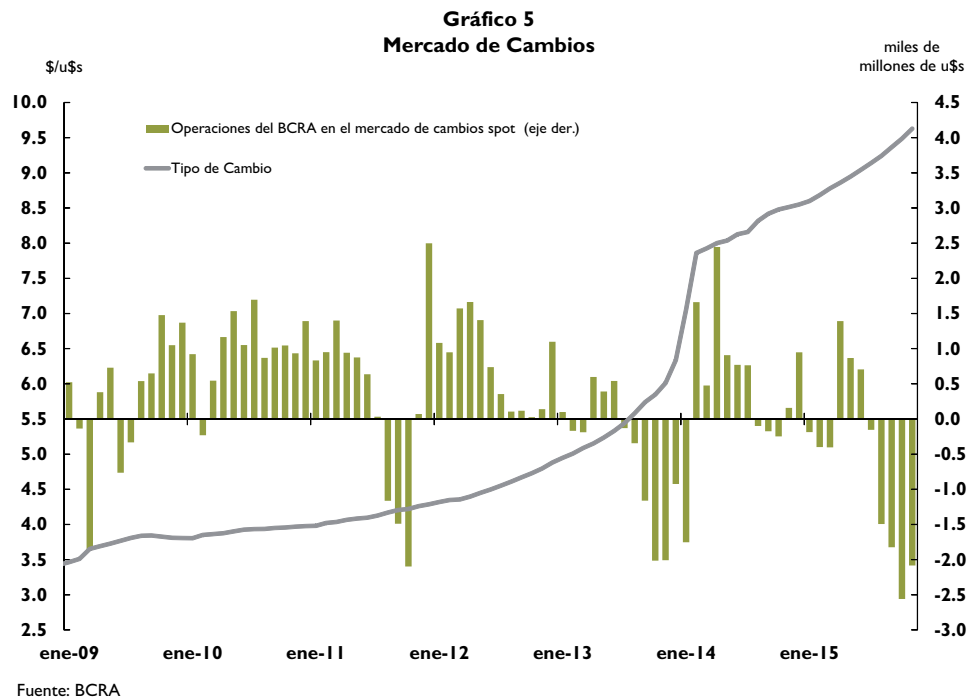
La combinación de una política monetaria expansiva y un esquema de tipo de cambio controlado para operaciones comerciales, de ahorro y turismo externo fue recrudeciendo las tensiones en el mercado cambiario. Esto se reflejó, por ejemplo, en un incremento de la brecha entre el tipo de cambio oficial y el informal y/o los tipos de cambio implícitos en las operaciones de compraventa de títulos en el mercado, y en los montos de dólares vendidos a los ahorristas que conseguían autorización de la AFIP para adquirirlos al tipo de cambio oficial (Gráfico 4).

**Gráfico 4**  
**Brecha cambiaria y compra de Dólar ahorro**



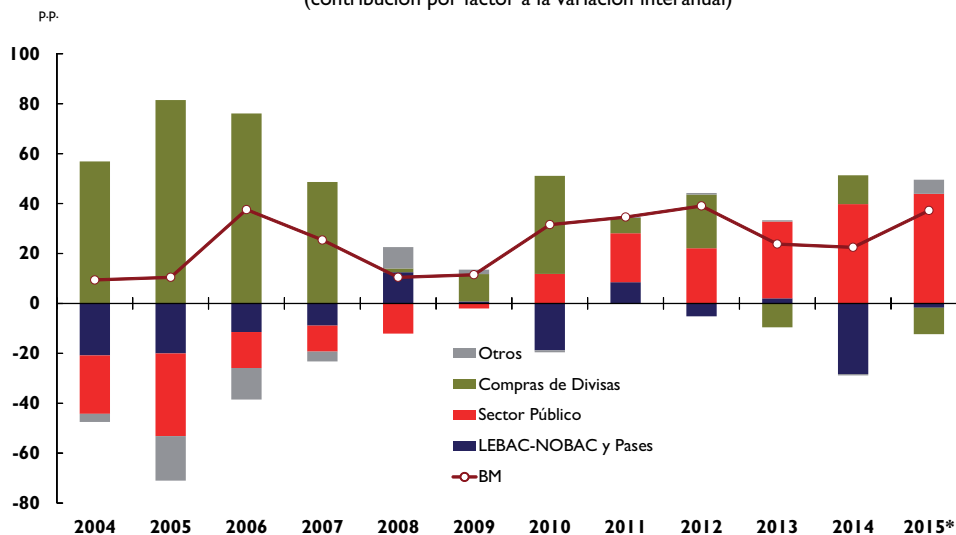
Fuente: BCRA

En forma rápida, el BCRA se constituyó como vendedor neto de divisas en el mercado *spot* y, prácticamente, como el único oferente en el mercado de futuros, dinámica que comenzó a percibirse como insostenible.



El creciente déficit fiscal y el deterioro en las cuentas externas tuvieron su correlato en los denominados factores de creación de la base monetaria. Así, el efecto monetario de las compras de divisas que el BCRA realizaba en el mercado de cambios fue reduciendo paulatinamente su importancia hasta ser desplazado por el efecto monetario del financiamiento al sector público, que pasó de presentar un efecto contractivo hasta 2007 (cuando el Tesoro aplicaba parte de su superávit primario para atender servicios de deuda en moneda extranjera) a un efecto crecientemente expansivo a partir de 2010 (Gráfico 6). Este proceso se intensificó a partir del año 2012.

**Gráfico 6**  
**Factores de Explicación de la Base Monetaria**  
 (contribución por factor a la variación interanual)



\*Acumulado últimos 12 meses a noviembre de 2015. El "Otros" incluye cancelaciones de redescuentos/créditos del bicentenario, compra/ventas de títulos públicos, y ganancia/pérdida por futuros de Tipo de Cambio, entre otros. La variación interanual de la BM está influida por cambios en los encajes. Fuente: BCRA.

## NORMALIZACIÓN CAMBIARIA Y MONETARIA

Tras el cambio de autoridades, el 10 de diciembre de 2015, el Banco Central inició un camino de normalización monetaria y cambiaria. Tres áreas de acción en esa dirección fueron la unificación del mercado de cambios, la normalización de las operaciones de mercado abierto de la autoridad monetaria y la recomposición del balance del Banco Central.

### a) Unificación y normalización del mercado de cambios

En línea con las prioridades de la nueva gestión, se avanzó en la normalización y unificación del mercado cambiario, estableciéndose un único tipo de cambio para todo tipo de operaciones, se liberó el flujo de operaciones corrientes y sólo permanecieron mínimas restricciones para transacciones de capital y para operaciones externas realizadas con anterioridad a la unificación<sup>5</sup>. Se mantuvo la obligación de liquidar exportaciones en el mercado de cambios y se liberó la compra de divisas para formación de activos externos hasta un valor de 2 millones de dólares mensuales para personas físicas y jurídicas. Se dispuso asimismo un cronograma para regularizar los pagos pendientes de las importaciones ya embarcadas. Como alternativa a dicho cronograma, el Tesoro licitó un bono que pagará capital a partir de mayo del año próximo<sup>6</sup>.

5 Comunicación A 5850.

6 Resolución Conjunta Secretaría de Hacienda y Secretaría de Finanzas 7/2015 y 3/2015.

Complementariamente, con el objetivo de generar una posición de mayor solidez para ejercer la política de flotación administrada en el mercado cambiario se acordó la conversión parcial de los yuanes correspondientes al *swap* de monedas concertado entre el BCRA y el Banco Central de la República Popular de China. Así, el 22 de diciembre ingresaron a una cuenta en dólares a nombre del BCRA US\$3.086 millones, equivalentes a 20.000 millones de yuanes<sup>7</sup>.

Cabe destacar que, durante los primeros días posteriores al anuncio de la unificación cambiaria, el Banco Central dejó que el mercado establezca libremente la paridad a la cual se operaban las transacciones de compraventa de moneda extranjera en el país, manteniéndose al margen de la operatoria en el mercado. Simultáneamente, las reservas internacionales comenzaron a experimentar una renovada tendencia creciente, superando los US\$ 25.000 millones al momento de redactarse el presente documento.

#### *b) Cambios en las licitaciones de títulos del BCRA*

Para favorecer el aumento de la oferta de divisas y simultáneamente diversificar la oferta de los instrumentos de inversión en pesos, se relanzaron las LEBAC en pesos ajustables por el tipo de cambio de referencia<sup>8</sup>. Los exportadores que liquiden ingresos por anticipos o prefinanciamientos de exportaciones pueden así comprar estos títulos, a los que se les otorgó mayor liquidez eliminando límites a su transferencia secundaria y acortando el plazo a partir del cual pueden venderse al BCRA.

Con el fin de captar el ahorro en moneda extranjera se anunciaron modificaciones en el procedimiento para licitar LEBAC en dólares –eliminándose las tasas de interés predefinidas, su relación con la disponibilidad de depósitos en dólares, y ampliándose el universo de potenciales participantes–. A esto se sumó la posibilidad de suscribir NOBAC en dólares de hasta 3 años<sup>9</sup> (aunque luego este instrumento no fuera usado).

En las licitaciones de LEBAC en pesos también se realizaron cambios en los mecanismos de licitación, eliminándose el segmento a tasas predeterminadas.

En los días previos a la unificación cambiaria, se convalidaron aumentos en las tasas de interés que pasaron a reflejar las condiciones del mercado monetario. El incremento de las tasas de interés de corte fue acompañado por una mayor variedad de plazos, con títulos de vencimiento a partir de los 35 días.

Adicionalmente, se eliminaron los límites que estaban vigentes sobre las tasas de interés activas y pasivas. Desde el 17 de diciembre las operaciones se pactan a las tasas de interés libremente convenidas entre las entidades financieras y sus clientes. A partir de entonces, parte del incremento de las tasas de interés de LEBAC se trasladó a las tasas de interés que

---

7 Comunicado P50675.

8 Comunicación A 5854.

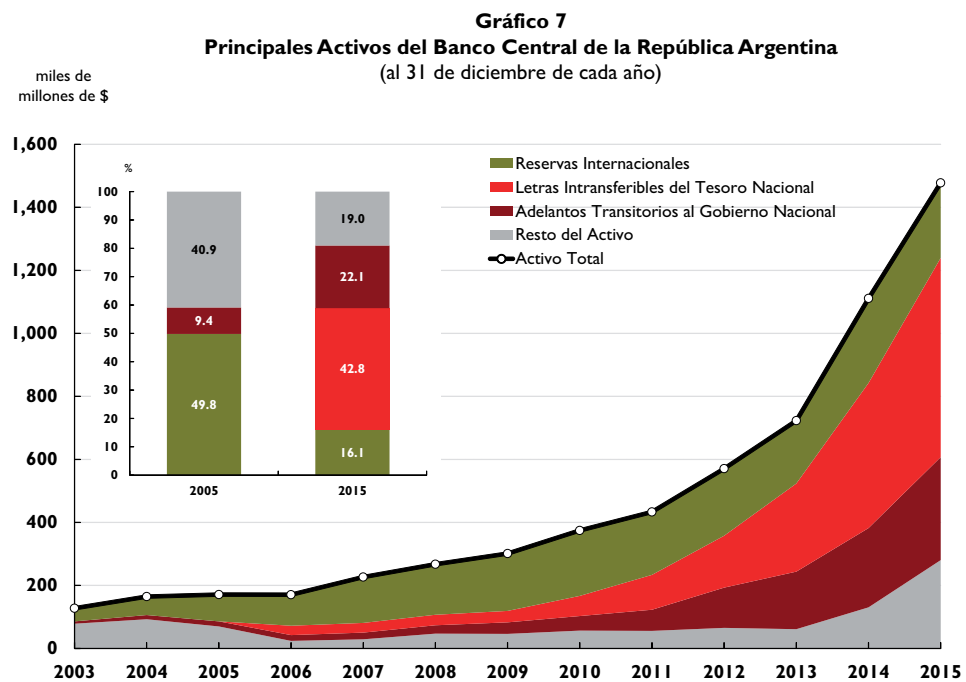
9 Comunicación A 5855.

se pagan por los depósitos a plazo fijo. En este contexto, las colocaciones a plazo en pesos del sector privado, tanto del segmento mayorista como minorista, revirtieron la tendencia decreciente que habían mostrado durante la primera quincena de diciembre.

*c) Fortalecimiento del balance del BCRA*

Las políticas implementadas por el Banco Central durante los últimos años repercutieron también en su situación patrimonial. La fuerte expansión que presentó su activo estuvo acompañada de un marcado deterioro en la calidad del mismo, lo que constituía una severa limitación para el cumplimiento de sus objetivos.

Las reservas internacionales redujeron sensiblemente su participación en el activo, pasando del 50% en 2005 al 16% en 2015 (Gráfico 7). La contrapartida de esta reducción fue el financiamiento al Sector Público, fundamentalmente instrumentado mediante Letras Intransferibles.



Nota: 2015 con información al 15 de diciembre. Fuente: BCRA.

En este sentido, el reciente canje de tres Letras Intransferibles del Tesoro Nacional (la emitida en 2006 y dos emitidas en 2010) de un valor de US\$ 16.000 millones, a cambio de nuevas emisiones de títulos BONAR 2022, BONAR 2025 y BONAR 2027, implican una importante mejora en la hoja de balance del Banco Central. Los títulos que ingresarán al activo de la Institución se explican en un 33% de BONAR 2022, 33% en BONAR 2025 y 34% en BONAR 2027. Pagarán un cupón del 7,75% en el caso del primer título, y de 7,875% en dos casos restantes. Se trata de una sustitución de activos completamente ilíquidos por otros que pueden ser negociados en los mercados financieros. De este modo,

el Banco Central fortalece el instrumental disponible para la implementación de sus políticas monetaria y cambiaria.

## **OBJETIVOS Y PLANES PARA 2016**

El objetivo prioritario del Banco Central consistirá en buscar la estabilidad de precios de la economía argentina.

El artículo 3º de la Carta Orgánica establece una serie de objetivos hacia cuyo cumplimiento esta Institución debe encaminar su accionar. Los mismos no están ordenados según un criterio alfabético, sino que están expresados en un orden de prelación o importancia. Por lo tanto, queda claro de dicho artículo que la misión primordial será velar por la estabilidad monetaria de la economía, lo cual implica que las medidas y políticas se enfocarán en garantizar el descenso paulatino de la inflación doméstica. La estabilidad de precios será la meta de mayor jerarquía entre los objetivos de este Banco Central.

Durante el período de normalización posterior a la unificación cambiaria, la recuperación de instrumentos monetarios y el fortalecimiento de su balance, el Banco Central ya comenzó a tomar sus decisiones de política monetaria con un foco en el descenso de la tasa de inflación<sup>10</sup>. Esa seguirá siendo su política en los primeros meses de 2016. La anunciada publicación de un nuevo índice de precios en 2016 permitirá hacer más explícitas las pautas de inflación del Banco Central.

Para cumplir los objetivos mencionados, el Banco Central se valdrá principalmente de las tasas de interés de sus propios títulos y de los pases pasivos como instrumentos fundamentales de regulación monetaria. En función de la dinámica inflacionaria observada, el Banco Central buscará determinar la evolución de los agregados monetarios que considere consistentes con el comportamiento pretendido de los precios domésticos.

Los movimientos en la demanda real de dinero, en particular los asociados a la reciente recuperación de la libre conversión del peso, hacen difícil el establecimiento de metas explícitas para los agregados monetarios. Sin embargo, dado que durante los meses previos al arribo de la presente gestión se convalidaron elevadas tasas de emisión monetaria, el Banco Central se propone decididamente reducir la tasa de expansión de la cantidad de dinero en forma significativa, y de manera rápida, ya que dichos niveles de emisión son incompatibles con los objetivos planteados por esta Institución para los años venideros.

En forma periódica, el Banco Central comunicará la posición de sus autoridades respecto de la dinámica observada de la inflación, así como también las medidas de política que tomará en consecuencia.

---

10 Comunicado P50679.

En lo que respecta específicamente a la política cambiaria, el Banco Central implementará un régimen de flotación del tipo de cambio, que permite un necesario grado de flexibilidad para afrontar *shocks* originados en contextos internacionales adversos, reservándose la posibilidad de evitar, con instrumentos monetarios, una volatilidad excesiva de la nominalidad de la economía. La meta en el mediano plazo consistirá en disociar, en la mayor medida posible, el comportamiento de las variables cambiarias respecto de la evolución de los precios de la economía doméstica. La implementación de un régimen de metas de inflación, en conjunto con una flotación administrada del tipo de cambio, permite desvincular en buena medida el comportamiento de los precios respecto de la dinámica cambiaria<sup>11</sup>.

---

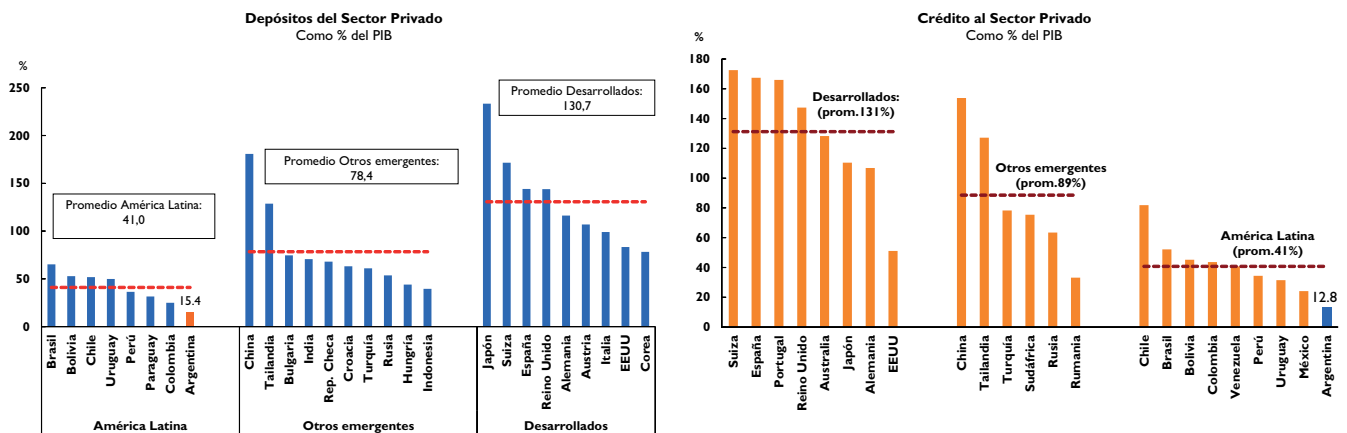
11 Por ejemplo, Sebastián Edwards (2006), “The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited”, NBER 12163.

### 3 | Política financiera y crediticia

#### LA ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO

El sistema financiero local presenta actualmente un importante potencial de desarrollo, dado su bajo nivel de profundidad en la economía. En la actualidad se estima que los depósitos del sector privado alcanzarían 15% del PIB, en tanto que el crédito al sector privado canalizado por el conjunto de entidades financieras representaría menos de 13% del PIB, muy por debajo de niveles alcanzados por otras economías, incluso de la región.

Gráfico 8



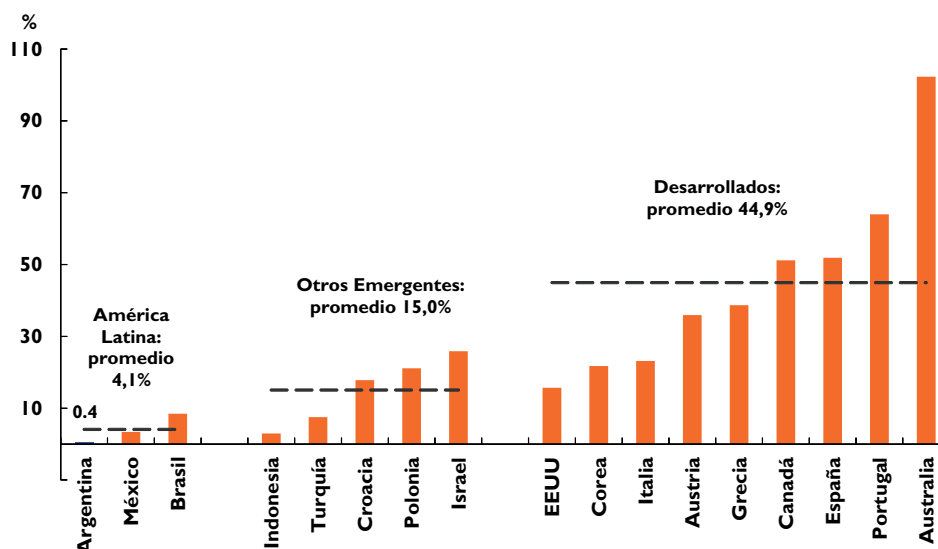
Nota: Información disponible a 2014, excepto Corea a 2012 y Argentina a octubre 2015. Fuente: FMI y BCRA.

Nota: Datos a 2014, excepto Argentina a oct-15, Brasil a mar-15, Venezuela a 2013, y Australia a 2012. Fuente: FMI y BCRA.

Además, el financiamiento de largo plazo destinado a inversiones residenciales es muy acotado.



**Gráfico 9**  
**Crédito Hipotecario a las Familias**  
 Como % del PIB



Datos a 2015: excepto, Corea e Italia a 2014, España a 2013 y Argentina a octubre de 2015. Fuente: FMI y BCRA.

En relación a las operaciones del sistema financiero local, se observa que sus fuentes de financiamiento son depósitos “transaccionales” teniendo menor relevancia aquellos que corresponden a una voluntad genuina de ahorro. Así, el fondeo bancario está dominado por los depósitos (mayormente de corto plazo), con escasa ponderación de otros instrumentos. El saldo de los depósitos totales alcanza 73% del fondeo total del sector, el patrimonio neto 13%, y la suma de ON, OS y líneas de crédito del exterior representan sólo 2% del total. Por otro lado, el activo bancario se compone en mayor medida de créditos al sector privado, activos líquidos y financiamiento al sector público. Los préstamos a familias y empresas concentran cerca de la mitad del activo total, los activos líquidos en sentido amplio (incluyendo tenencias de instrumentos de regulación monetaria) representan casi un tercio, el financiamiento al sector público aproximadamente 10%, en tanto que otros activos completan el total.

El reducido tamaño del sistema financiero local forma parte de un contexto más amplio caracterizado por el bajo nivel de ahorro en moneda doméstica en los bancos. Por ejemplo, en los últimos 10 años el saldo de los depósitos del sector privado en moneda nacional aumentó por el equivalente a US\$59.000 millones (considerando el tipo de cambio oficial), mientras que la formación de activos externos de libre disponibilidad de este sector superó los US\$71.000 en el mismo período. Dicho en un lenguaje llano, los actores económicos no eligieron canalizar su ahorro a través de nuestro sistema financiero.

En diciembre de 2015 se incorporaron un conjunto de medidas que acompañaron las modificaciones normativas referidas al mercado cambiario y que apuntan a volver a dotar al sector de capacidad de crecimiento. En particular, se procedió a la eliminación de los límites sobre las tasas de interés tanto en las operaciones de crédito como en las de depósitos e inversiones a plazo.

La intermediación financiera –aunque menor a los niveles deseados–, se produce en el contexto de un sistema financiero que conservó amplios niveles de cobertura de riesgos y solvencia. Asimismo los descaldes de moneda siguieron reduciéndose lo cual ayudó a eliminar el peligro de disrupciones sistémicas.

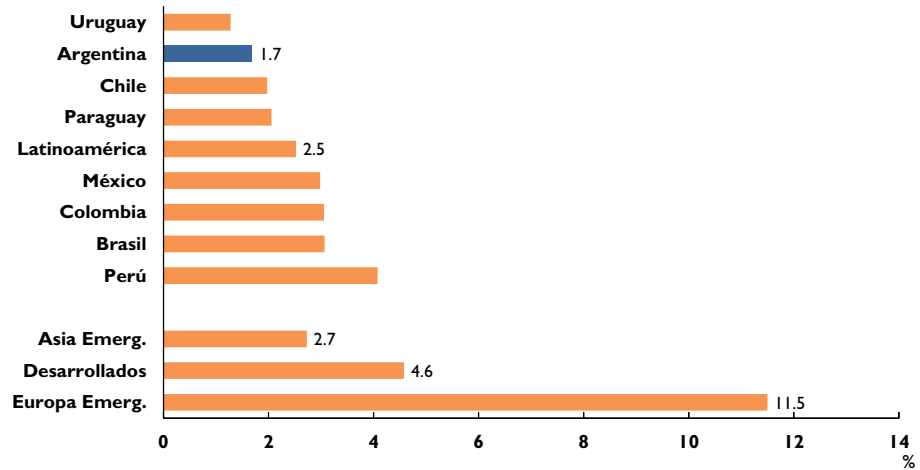
### Indicadores de Solidez del Sistema Financiero

En %	1998 Diciembre	2003 Diciembre	2011 Diciembre	2012 Diciembre	2013 Diciembre	2014 Diciembre	2015 Octubre
<b>Liquidez</b>							
- (Activos líquidos + Tenencia de Lebac y Nobac) / Depósitos totales	23.1	29.1	37.6	38.6	38.5	45.4	42.4
<b>Riesgo de Crédito del sector privado</b>							
- Crédito / Activo neteado	58.0	18.3	49.5	50.9	51.7	47.4	48.9
- Irregularidad de la cartera	12.2	33.5	1.4	1.7	1.7	2.0	1.7
- Previsiones / Cartera irregular	62.3	79.0	171.2	141.0	147.8	139.7	149.0
<b>Riesgo de moneda</b>							
- (Activo en ME-Pasivo en ME + Compras netas a término de ME sin entrega de subyacente) / RPC	83.1	71.7	42.5	43.2	71.4	21.8	27.4
- Préstamos en ME al s. priv. / Préstamos totales al s. priv.	63.4	6.7	14.3	7.4	5.0	5.0	4.6
<b>Fondeo</b>							
- Depósitos totales / (Pasivo + Patrimonio neto)	53.9	49.1	73.1	75.0	74.4	72.5	72.9
- ON, OS y líneas de crédito del exterior / (Pasivo + Patrimonio neto)	10.7	12.8	2.4	2.1	2.4	2.5	2.5
- Patrimonio neto / (Pasivo + Patrimonio neto)	11.6	11.7	11.2	11.5	12.1	12.5	13.0
<b>Solvencia</b>							
- Integración de capital / Activos ponderados por riesgo	-	-	-	-	13.6	14.7	14.1
- Integración de capital / Activos ponderados por riesgo de crédito	20.3	14.5	15.6	17.1	-	-	-
- ROE (acumulado 12 meses)	3.9	-22.7	25.3	25.7	29.5	32.7	29.7
- Activos / Patrimonio Neto	8.6	9.9	9.1	9.0	8.6	8.1	7.8

El riesgo de crédito continuó en niveles bajos. Como señal de esto, el ratio de irregularidad del financiamiento bancario al sector privado se ubicó en 1,7%, mucho menor a los que exhibía el sector una década atrás. Este indicador de morosidad resulta acotado al compararlo con el registrado en otros sistemas financieros de la región y resto de emergentes.

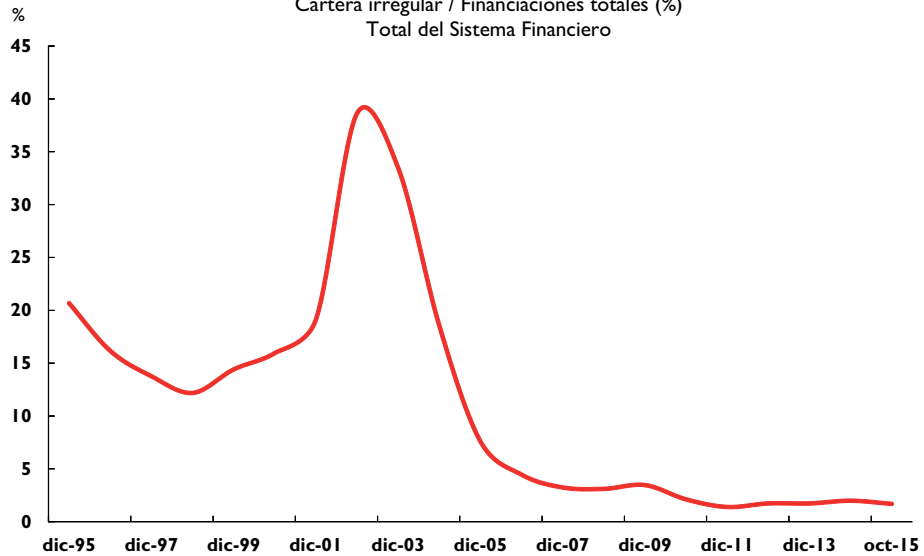
El saldo de las provisiones contables para el conjunto de entidades financieras se mantuvo por encima del saldo de los créditos en situación irregular. Todo ello en un contexto de bajos niveles de endeudamiento y carga financiera a nivel agregado tanto de empresas como de hogares, y sin mayores cambios en los estándares crediticios aplicados por las entidades.

**Gráfico 10**  
**Irregularidad. Comparación internacional**  
 Financiaciones irregulares / Total de financiaciones (%)



\*Nota: financiaciones irregulares del sector privado como porcentaje de las financiaciones totales del mismo sector. Asia Emergente: China, India, Indonesia. Desarrollados: Australia, Canadá, Francia, Alemania, EEUU, Japón, España e Italia. Europa Emergente: Bulgaria, Rumania, Hungría, Turquía. Datos a 2015, excepto: China, Bulgaria, Alemania e Italia a 2014; Uruguay y Francia a 2013. Fuente: FMI y BCRA.

**Gráfico 11**  
**Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado**  
 Cartera irregular / Financiaciones totales (%)  
 Total del Sistema Financiero



Fuente: BCRA

En 2015 el sistema financiero mantuvo una sólida posición frente al riesgo de liquidez desde una perspectiva sistémica. En términos de los indicadores de exposición a este riesgo, tanto la concentración de los depósitos<sup>12</sup> como la importancia relativa de los pasivos de corto plazo<sup>13</sup> en el fondeo total –pasivo y patrimonio neto– no evidenciaron variaciones de magnitud en el período. Por otra parte, si bien la cobertura de los pasivos de corto

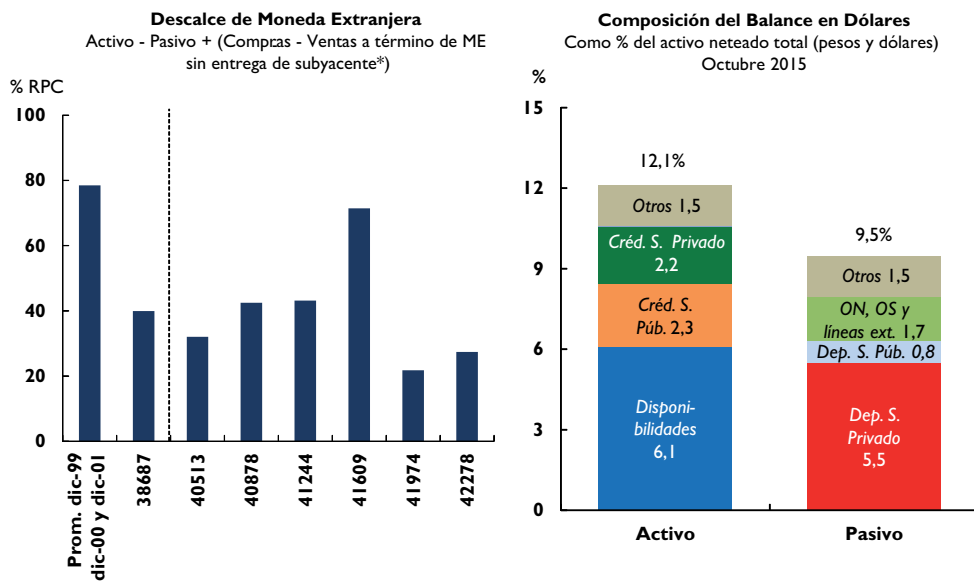
12 Considerando los 160 principales depositantes de cada entidad.

13 Con un plazo residual menor a 1 mes.

plazo con activos de mayor liquidez<sup>14</sup> se redujo ligeramente en 2015, los niveles actuales superan al promedio de los últimos cinco años. En línea con el estándar internacional, la regulación local establece un nivel mínimo para el Ratio de Cobertura de Liquidez, alcanzando a 18 entidades financieras grandes y medianas, que representan el 85% de los activos del sistema financiero. Considerando la información disponible para enero-junio de 2015, las entidades obligadas cumplen en todos los casos con el ratio mínimo vigente de 60% y, en general, lo exceden con holgura, alcanzando un promedio de 220%.

El riesgo de moneda extranjera enfrentado por el sistema financiero se mantuvo limitado por las regulaciones macroprudenciales implementadas oportunamente por el BCRA, entre las que se destaca la de destinar la capacidad prestatible generada por los depósitos en moneda extranjera al financiamiento en esa nominación a agentes cuyos ingresos estén relacionados a la evolución del tipo de cambio. En este marco, el sistema financiero local presentó en los últimos años una fortaleza relativa en términos de su posición frente al riesgo de crédito derivado de fluctuaciones del tipo de cambio nominal.

**Gráfico 12**  
**Dolarización de Balances - Sistema Financiero**



\* Cuentas de orden  
Fuente: BCRA

En los primeros diez meses de 2015 el sistema financiero devengó ganancias que en términos de sus activos representaron 3,8% anualizado. De esta manera, el conjunto de entidades financieras completaría 11 años con resultados positivos. Fundamentalmente a partir de

14 Definido como la suma de la Integración de liquidez en BCRA, Otras disponibilidades, Saldo acreedor neto por operaciones de pasajes de las entidades financieras contra el BCRA utilizando LEBAC y NOBAC, Tenencia de LEBAC y NOBAC.

estos resultados, los indicadores de solvencia del conjunto de entidades financieras se mantuvieron en niveles elevados. La integración de capital regulatorio del sistema financiero agregado representó 14,1% del total de los activos ponderados por riesgos totales (APR) en octubre y la integración de capital de mayor calidad para absorber pérdidas –Nivel 1<sup>15</sup>– alcanzó 13,2% de los APR. Por su parte, el exceso de integración de capital en relación a la exigencia normativa (posición de capital) alcanzó 88% en octubre.

## **LÍNEAS DE ACCIÓN PARA LA PROFUNDIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO**

En definitiva, el cuadro de situación podría resumirse como el de un sector financiero pequeño, apalancado en depósitos transaccionales, que no ha logrado generar vehículos atractivos de ahorro en pesos, pero que al mismo tiempo es solvente, está líquido y con riesgos sistémicos muy acotados y sin descalces de monedas. La situación constituye un punto de partida ideal para pensar un crecimiento significativo del sector.

En la medida en que se normalice la situación macroeconómica, y en particular la situación monetaria, habrá un contexto más favorable para la profundización y el desarrollo del sistema financiero argentino y una expansión del crédito en términos reales. El Banco Central se propone acelerar ese desarrollo con diversas líneas de acción.

### *a) Unidad de cuenta vinculada al Índice de Precios*

Será una de las prioridades del Banco Central incentivar el ahorro nacional en moneda doméstica. Para ello, un paso fundamental consistirá en la creación de instrumentos atractivos de ahorro en pesos, destinados a todos los ciudadanos de la nación. Se evaluará el establecimiento de un sistema de depósitos y créditos en unidades de cuenta de poder adquisitivo constante en términos reales. Este mecanismo tornará más atractivos a los depósitos en pesos en relación a otras alternativas vigentes.

A su vez, el Banco Central tomará medidas concretas con el objetivo de canalizar dicho ahorro hacia una mayor y más accesible oferta de créditos productivos e hipotecarios. El establecimiento de normas que faciliten el otorgamiento de créditos cuyo capital se encuentre atado a una unidad de cuenta de poder adquisitivo constante, permitirá no sólo que las cuotas iniciales sean sensiblemente más reducidas, sino que el ingreso necesario para acceder a estos préstamos será muy inferior a los que actualmente se requieren, reduciendo las barreras de acceso al crédito para amplios sectores de la población.

### *b) Competencia, transparencia y eficientización*

El Banco Central propenderá a la mejora de los niveles de competencia en el sector, aún desde los elevados niveles existentes en la actualidad. En consonancia con este lineamiento, entre las iniciativas que se tomarán se destacan la habilitación de corresponsalías bancarias, la facilitación del proceso de apertura de sucursales, la mejora en los niveles de eficiencia

---

15 Patrimonio neto básico (capital ordinario y adicional), neto de las cuentas deducibles.

en el procesamiento de las transacciones, y el perfeccionamiento de la competencia en los rubros de seguros y transporte de caudales.

El Banco Central garantizará el cumplimiento por parte de los bancos de las normas que protegen a los usuarios del sistema financiero. Promoverá activamente políticas de transparencia y tomará medidas en pos de simplificar la manera en que las condiciones de los contratos de servicios financieros se comunican a los consumidores. Como primera medida, se ha establecido que el Costo Financiero Total de los préstamos de todo tipo aparezca claramente destacado a la vista de los usuarios, con el fin de transparentar el valor final de las transacciones financieras, y así facilitar su comprensión por parte de los clientes.

#### *c) Inclusión financiera*

La infraestructura operativa del sector financiero continuó ampliándose ligeramente a lo largo de 2015, si bien aún prevalece un potencial de mejora entre las distintas zonas del país. La cantidad de sucursales bancarias aumentó 1,6% entre septiembre de 2015 e igual mes de 2014, hasta alcanzar 4.451 filiales. Por su parte, el número de cajeros automáticos y terminales de autoservicios se incrementaron 4,9% en el período, totalizando 19.489 unidades en el cierre del tercer trimestre del año.

Se impulsarán medidas tendientes a profundizar cada vez más el alcance del sistema financiero, fomentando el acceso a los servicios y productos financieros básicos a aquellos sectores de la población que residen en localidades donde hay menor o nula presencia de bancos. El Banco Central promoverá la inclusión financiera, incentivando la habilitación de sucursales, instalación de cajeros, y facilitará el proceso de acceso a la bancarización en toda la extensión del territorio nacional. En este sentido se impulsará el proyecto de corresponsalías bancarias, en el cual nuestro país se encuentra muy por detrás de las prácticas internacionales.

#### *d) Inversión Productiva*

En el mediano plazo, el desarrollo del sistema financiero dependerá de la capacidad para movilizar ahorros y de un sistema competitivo y transparente que busque llegar a todos los sujetos posibles de crédito. Mientras tanto, el Banco Central considera razonable promover el crédito hacia sectores productivos y sociales más vulnerables. El Banco estará renovando para 2016 la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP), promoviendo la inclusión financiera. En esencia, se busca dar acceso a crédito a MiPYMES a tasas razonables y por diferentes plazos, aun a sabiendas que los costos de esta política los afrontan otros usuarios de servicios financieros. Para el primer semestre de 2016 el objetivo es que los préstamos otorgados vía la LCIP alcancen el 14% de los depósitos de los bancos alcanzados por la regulación.

### *e) Regulación prudencial*

En los últimos años Argentina ha venido desarrollando e implementado un conjunto de políticas con orientación macroprudencial que buscan fortalecer las condiciones de estabilidad financiera, y que se suman a las tradicionales herramientas de monitoreo y regulación bancaria de índole microprudencial. Este instrumental macroprudencial contribuyó a contener potenciales episodios de riesgo sistémico, tanto aquellos con origen externo –por ejemplo los vinculados a las turbulencias internacionales desde el inicio de la crisis global– como los episodios que puedan tener origen en el sistema financiero local si potencialmente asume excesivos niveles de riesgos (altas exposiciones a sectores económicos específicos, elevados descalces de moneda, entre otros).

En este marco, durante 2015 el Banco Central avanzó en la convergencia a las recomendaciones y estándares internacionales en materia de regulación bancaria destinados a fortalecer la estabilidad financiera, entre los que se encuentran: a. la implementación de marcos normativos sobre márgenes adicionales de capital (incluyendo el de conservación, el de bancos de importancia sistémica a nivel local y el contracíclico); b. el establecimiento del Ratio de Cobertura de Liquidez; c. la introducción del requisito informativo sobre el Coeficiente de Apalancamiento de las entidades; d. avances en términos de las normas internacionales de información financiera –NIIF–; e. mejoras en el requisito de capital por riesgo de crédito (cámaras compensadoras); e. el monitoreo del Coeficiente de Financiación Estable Neta (NSFR) en una muestra de bancos; y f. adecuación del requisito de capital por riesgo de mercado en función de las recomendaciones de Basilea.

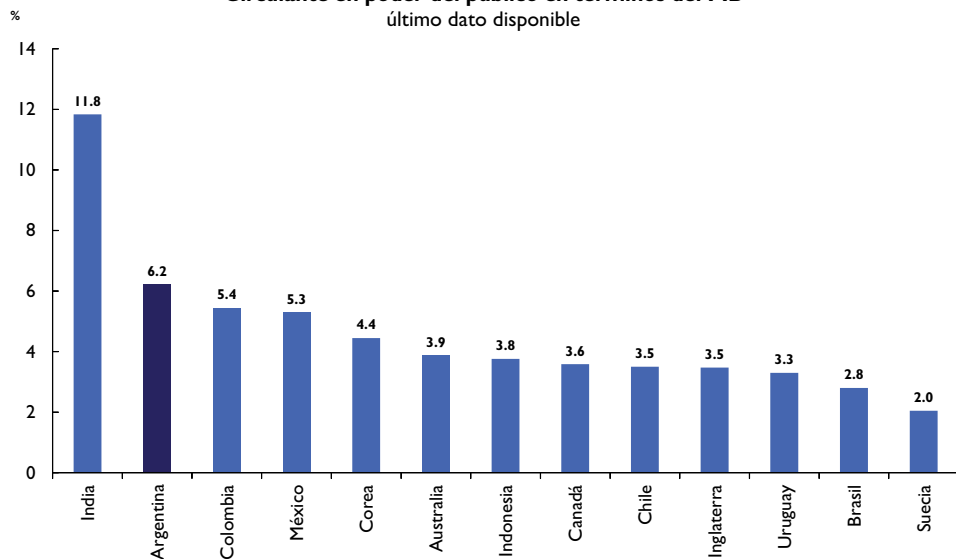
Se encuentra en la agenda de trabajo para 2016, complementar la implementación de los principios para la eficaz agregación de datos sobre riesgos y presentación de informes de riesgos, avances en nuevos desarrollos en el marco de las NIIF, así como la adaptación a aquellos estándares internacionales de regulación bancaria que aún se encuentren en proceso de definición en el marco del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y en el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB). En este contexto, durante la primera mitad de 2016, el BCBS va a evaluar la implementación local de los estándares internacionales relativos al capital regulatorio y la liquidez de los bancos. La participación en estos exámenes periódicos es un compromiso asumido por todos los miembros del BCBS, según se establece en la carta estatutaria del Comité, contribuyendo a garantizar que las normas de Basilea se transpongan de manera correcta y oportuna en la regulación de las jurisdicciones miembros.

## 4 | Bancarización y medios de pago

Es una política medular del Banco Central promover la bancarización, entendida como el acceso universal de la población a servicios de pagos, de ahorro y de crédito en las condiciones que minimicen los costos de transacción, maximicen la intermediación financiera y promuevan la formalización de la economía.

En particular, en relación a los medios de pago, hoy la Argentina presenta un uso del efectivo comparativamente alto y con la incomodidad añadida de que la inflación no fue acompañada por un aumento en las denominaciones de los billetes. El Banco se propone una agenda de corto plazo y otra de mediano plazo para minimizar los costos de transacción y maximizar la formalización.

**Gráfico 13**  
**Circulante en poder del público en términos del PIB**  
último dato disponible



Fuente: BCRA en base a respectivos bancos centrales, oficinas de estadísticas y GMM.org

### *a) Corto plazo: Nueva familia de billetes*

En el corto plazo, se reconfigurarán las características del circulante, emitiendo una nueva familia de billetes que incluirá especies de mayor denominación, debido a la urgente necesidad de facilitar las transacciones del público y reducir los actualmente desmesurados costos operativos inherentes a la emisión monetaria.



*b) Mediano plazo: minimizar la utilización de circulante*

La agenda de mediano plazo consistirá en minimizar la necesidad de utilizar dinero físico por parte de los argentinos. Se trata de un rubro en el que ha habido avances que deben ser consolidados y deben tomar velocidad.

A lo largo de 2015 se incrementó el monto hasta el cual las transferencias son gratuitas para los usuarios y se amplió el espectro de las transferencias con acreditación inmediata. Se actualizaron también los montos máximos de acreditaciones y saldos máximos para las Cuentas Gratuitas Universales (CGU) hasta el equivalente a cuatro veces el Salario Mínimo, Vital y Móvil (antes \$10.000).

El objetivo del Banco Central será incentivar decididamente la bancarización de la economía, en pos de lograr niveles superiores de formalización, y obstaculizar el desenvolvimiento de actividades ilegales como el narcotráfico y el lavado de dinero. Se implementarán medidas orientadas hacia la digitalización de las transacciones y menor utilización de papel, la consolidación de la comunicación electrónica con los usuarios, e iniciativas tendientes a lograr un mayor grado de seguridad, agilidad, eficiencia y competencia en las operaciones del Sistema de Pagos, a la vez que se estimulará el uso de nuevas tecnologías de medios de pago.

Respecto de los Sistemas de Pago, durante 2016, se avanzará con la conformación de un Sistema Integrado de Pagos Minorista. Para ello, se elaboraron premisas alineadas con los estándares internacionales, incluyendo la interoperabilidad para crear un acceso abierto para los proveedores de servicios de pago, la integración de las operatorias de pago con el objeto de reducir sus costos, y la definición de participantes y sus roles.

Se trabajará con los proveedores de sistemas de pago un mecanismo que permita realizar operaciones de compra-venta de bienes registrables, dotándolas de seguridad y transparencia, y tendiendo a reducir el uso de efectivo.

En pos de propender a la bancarización y al uso de los medios de pago electrónicos por parte de la población, entre otras cuestiones se instrumentará el uso de cheque electrónico para lo que se propondrá un cambio a la Ley de Cheques. Se buscará generar un marco legal que facilite la creación y circulación de un mensaje cursado por medios electrónicos por el cual se promete la realización de un pago, con o sin reserva de fondos, permitiendo además que sea susceptible de ser ejecutado judicialmente, negociado en bolsas y resulte oponible a terceros.

Por otra parte, la adopción global del teléfono inteligente está lista para intensificarse de manera masiva en los próximos años. Los proveedores de dinero móvil pueden mejorar, de manera significativa, sus ofertas de servicios existentes para los usuarios, introduciendo aplicaciones con interfaces de usuario y funcionalidades enriquecidas.

## Anexo I | Discurso y lineamientos de gestión del Presidente del BCRA

Buenos días,

Estamos viviendo nuevos tiempos y quiero comenzar esta gestión dándoles a conocer las ideas y principios con los que espero poder trabajar con todos Uds. Como dice Javier Cercas en “Anatomía de un instante”:

Poco nos denigra más como sociedad política que practicar una falsa ética, que “en lugar de preocuparse de lo que realmente corresponde al político, el futuro y la responsabilidad frente a él, se pierde en cuestiones [...] sobre cuáles han sido las culpas en el pasado y que [...] pasa además por alto la inevitable falsificación de todo el problema, una falsificación que es el resultado del interés rapaz de vencedores y vencidos en conseguir ventajas morales y materiales de la confesión de culpa ajena.” [1]

El espíritu con el que abordamos la gestión que nos toca es el del futuro, no el del pasado. Así es como hay que enfrentar el tiempo presente. Como dijo el Presidente Mauricio Macri la noche de su triunfo electoral, el país no puede quedarse en el revanchismo y los ajustes de cuentas. La energía hay que ponerla en lo que está por venir, en cómo construir el futuro que todos queremos para nuestro país y nuestros hijos.

Es con este espíritu que quiero hablarles para esbozar las líneas de trabajo que hoy empezaremos a transitar. En otras palabras, en este primer mensaje definiré las líneas estratégicas que tendrá el Banco Central de la República Argentina, que tengo el honor de haber sido invitado a presidir.

Quiero aprovechar este momento para hacer algunas reflexiones referidas a los lineamientos fundamentales sobre los cuáles basaré mi gestión hacia *dentro* de la institución. Hace unos años llevé a cabo la transformación de una de las entidades de este sistema: el Banco Ciudad; donde trabajamos, primordialmente y con éxito, sobre la reconstrucción del orgullo de pertenecer a tan importante institución pública. Por eso quiero hablar unos minutos sobre ese desafío, el de potenciar el orgullo de todos nosotros de ser parte de esta entidad. Una de las más importantes, sin dudas, del tejido institucional del país.

Para plantearlas, nada mejor que comenzar por nuestra Carta Orgánica, que en su artículo 3° define los objetivos de nuestra institución:

*“El banco tiene por finalidad promover, en la medida de sus facultades y en el marco de las políticas establecidas por el gobierno nacional, la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social.”*

Fíjense qué interesante cómo está redactado. Lo que aquí se enumeró no está en orden alfabético, está en orden de prelación o importancia. Siendo así, la Carta Orgánica nos dice que la estabilidad monetaria es el objetivo primordial del Banco Central. Esto quiere decir, por sobre todas las cosas, tener una inflación baja, en otras palabras: tener una moneda confiable. También implica tener una inflación previsible y una moneda libremente convertible. Cuando el Presidente me convocó para esta tarea, me dijo que “vamos a renovar nuestro voto de confianza” y que mi misión primordial sería “devolverle la moneda a los argentinos” y “respetar la independencia del Banco Central”. Bien orientado el Presidente, ya que nos pide justamente lo que nos exige nuestra Carta Orgánica.

Nuestro vicepresidente, Lucas Llach, lo expresa de una manera interesante. Dice él: “el gobierno tiene varios acreedores: receptores de transferencias, empleados, proveedores, tenedores de deuda, etc. Pero debemos entender que los tenedores de pesos también son acreedores del Estado. La gente usa su esfuerzo y su trabajo para adquirir los medios de pago con los cuales lleva adelante su vida. Y nuestra institución vela por esos acreedores, a quienes es obligación de esta institución proteger. Hemos dejado demasiado tiempo desamparado al tenedor de pesos. Y es desde la perspectiva de este acreedor que debemos pensar nuestro rol.” En síntesis, esto quiere decir que el foco central de esta institución será fortalecer nuestra moneda, que no es otra cosa que lograr una inflación en línea con los parámetros internacionales.

Para reforzar el concepto, afirmo que esta institución prestará más atención a la evolución de la inflación, que al valor del dólar, que en los últimos tiempos ha resultado una obsesión, justamente por no haberse focalizado en el verdadero problema. Cuidar el valor del peso es asegurarnos que la inflación sea baja, no que el dólar esté quieto. No nos debiera interesar tanto si con un peso se compran más o menos dólares, sino velar por el poder adquisitivo de esos pesos en bienes. Nuestra “función de reacción” como se suele referenciar en los trabajos académicos, debe responder a cambios en la evolución de los precios y no necesariamente a la evolución del dólar.

Este cambio de eje requiere movernos hacia un sistema de metas de inflación con flotación administrada del tipo de cambio. Retomaremos la tarea que nuestro actual Ministro de Hacienda y Finanzas tuvo que dejar inconclusa en el año 2004.

Superado el paso inicial de la normalización de nuestro mercado cambiario, rápidamente empezaremos a plantear el marco, los objetivos y el tiempo por el cual trabajaremos en una transición hacia una inflación en línea con la de la enorme mayoría de los países del mundo. Éste será el objetivo indeclinable de esta institución.

Es el momento de hablar del plan de normalización cambiaria, o lo que se conoce en la jerga como el “fin del cepo”. No debiéramos detenernos mucho. El cepo es una anécdota, un país no puede funcionar si la actividad económica se ve trabada, como sucedió durante los últimos 4 años. Desde la imposición del cepo la economía dejó de crecer. Algunos piensan que contuvo la demanda de dólares. Yo pienso que, en realidad, lo que hizo fue destruir

la oferta de divisas. Por ello que hay que salir de esta trampa y abocarse a ello en lo inmediato. Adicionalmente, vale recordar, que un régimen de flotación, aunque administrada, permitirá recrear las condiciones de crecimiento de nuestra economía. Hace unos años, en un trabajo publicado en el *American Economic Review* con mi colega Eduardo Levy Yeyati, mostramos que los países con regímenes cambiarios más flexibles habían logrado, desde la salida del sistema de Bretton Woods, mayores tasas de crecimiento que aquellos que tenían sistemas de tipo de cambio más rígidos[2]. Un sistema con metas de inflación con tipo de cambio flotante será el norte de la política monetaria en nuestro país.

Salgamos un momento de lo nominal para detenernos en aquello que llamamos “el tipo de cambio real”. Como sabemos, éste refleja los niveles de productividad de la economía.

El franco suizo tiene gran poder adquisitivo porque la economía suiza tiene una gran fortaleza y altísimos niveles de productividad. Por el contrario, una economía debilitada, ineficiente, sin productividad, necesita un tipo de cambio más depreciado para compensar su ineficiencia interna, certeza demostrada por la teoría de Balassa-Samuelson. No hay atajos: para fortalecer el peso tenemos que fortalecer nuestra economía. Es importante tener presente esta relación. Las experiencias de atraso cambiario prolongadas, en general no han resultado positivas, y no sólo en Argentina, sino también cuando se revisa la experiencia internacional[3][4]. Por eso, en la medida que lo permita el objetivo de estabilidad de precios, este Banco buscará preservar la competitividad del tipo de cambio. En lo particular, no nos temblará el pulso para evitar que flujos de capitales de corto plazo nos aprecien el tipo de cambio más allá de lo razonable.

Vale la pena un pie de página sobre la medición de la inflación. Quiero comunicarles que ha quedado felizmente en el pasado una Argentina donde la realidad se ocultaba detrás de estadísticas inventadas. Una etapa donde se prefirió negar la realidad a enfrentarla. Una etapa enloquecedora donde se decía que lo que era blanco era negro, y que lo que era negro era blanco. Así gastamos energía en discutir si blanco o negro, en lugar de ponerla en resolver los problemas que había que atender. Es una definición de gobierno que sus instituciones y sus funcionarios nunca más ejercerán esas prácticas y siempre hablarán con la verdad. Un punto central para una institución como ésta, que vive de las señales que emana y la confianza que construye.

Pasemos entonces al segundo punto que menciona el artículo 3° de la Carta Orgánica: la estabilidad financiera. Es correcto el énfasis de este punto como el más relevante luego de la estabilidad de precios. Porque es por esta vía que el Banco Central podrá aportar al último objetivo: el del desarrollo económico con equidad social. Debemos decirlo con todas las letras: el haber bastardeado al peso, nos ha imposibilitado generar instrumentos de ahorro en pesos, y sin ahorro no hay crédito y sin crédito no hay progreso. Cuando estaba en el Banco Ciudad, compartíamos todos los empleados la enorme felicidad de trabajar en una entidad financiera, porque las entidades financieras crean “plazo” en los activos financieros. En otras palabras transforman pasivos, típicamente de corto plazo, en activos de largo plazo. Los bancos crean tiempo, nos dan tiempo. Y son esos activos financieros

de largo plazo los que le permiten a una familia comprarse su casa, a un empresario de una PyME hacer crecer su negocio o a una gran empresa lanzarse a invertir en proyectos transformadores de la matriz económica del país. Pero claro, sin moneda no hay ahorro, sin ahorro no hay crédito y sin crédito no hay desarrollo. Sin un sistema financiero fuerte tampoco hay equidad distributiva, porque sólo pueden invertir los que ya tienen dinero, sosteniendo entonces, las estructuras económicas pretéritas y restándole dinamismo a los procesos de movilidad social ascendente. Ahí estamos. Con un sistema financiero transaccional, es decir, depositario del dinero que necesitamos para nuestras operaciones y prestatario de lo que sobra de esto. Un sistema financiero magro, cuyos depósitos y créditos privados representan un 16,8% y 14,0% del PBI respectivamente, bien magros cuando los comparamos, por ejemplo, con el 66,8% y 74,4% que representan en Chile.

Con lo cual, resulta obvio que éste es un tema a trabajar. Y claro, empieza con el primer punto, el de recuperar la fuerza de la moneda Argentina. Podemos ayudar a transitar ese camino de manera más rápida. Por ejemplo, no deberíamos dejar de evaluar un sistema parecido al de la Unidad de Fomento chilena. Un mecanismo que ellos lanzaron cuando tenían niveles de inflación parecidos a los nuestros, y que les permitió construir el sistema financiero que hoy tienen, 6 veces más grande que el nuestro. Pensar que sólo en créditos hipotecarios Chile tiene, en términos del PBI, una vez y media el sistema financiero argentino.

Un mecanismo de estas características le permitirá a los bancos captar dinero, cuyo valor real estará preservado para el depositante. Un instrumento que tenderá a que olvidemos al dólar como instrumento de ahorro, que posee un valor mucho más incierto y con un acotado potencial de contribución a la economía. Queremos el ahorro de los argentinos convertido en créditos productivos e hipotecarios, fomentando el crecimiento de la economía, y no dólares en una lata o en una caja de seguridad. Debemos recuperar la cultura del ahorro y transmitirla a nuestros hijos. Seremos responsables de regular cómo ese ahorro debe ser prestado por los bancos. Sólo para dar un ejemplo de lo que esto implica, vale recalcar que permitirá ese viejo anhelo de que la cuota de un crédito hipotecario sea menor a la de un alquiler. En un ejemplo que no me cansaré de repetir, un crédito hipotecario con una tasa de interés de, digamos, el 1%, en unidad de cuenta, podría permitir un crédito a 30 años con una cuota parecida o por debajo a la de un alquiler. Siendo concreto, para un crédito de \$750.000, la cuota mensual inicial sería de \$2.211 y el ingreso familiar requerido de \$7.371. El sueño de la casa propia estará al alcance de todos muy pronto.

Sigue la agenda del sector financiero, no sólo aumentando su materia prima, el ahorro, y apuntando a duplicarlo en tamaño en el próximo lustro, sino también mejorando sus niveles de competencia. He comprobado personalmente que el sector es fuertemente competitivo, pero debemos empujarlo aún más. Porque la competencia es la única garantía para que se trabaje cabalmente y en toda su potencialidad en favor de la gente. La habilitación de corresponsalías bancarias, la facilitación del proceso de apertura de sucursales, la mejora en los niveles de competencia en el procesamiento de las transacciones, asegurar el acceso a instrumentos crediticios como el código de descuento a todos quienes puedan interme-

diarlos, perfeccionar la competencia en los rubros de seguros y transporte de caudales, son algunos de los pasos a seguir.

Aumentar la calidad de nuestro sector financiero es la manera en que esta organización va a contribuir al desarrollo. Muchas veces se pensó que esta organización iba a ayudar al desarrollo creando dinero, ya sea para dar crédito o para simplemente expandir la demanda agregada. Pero la idea de que la creación de dinero *per se* permitirá el desarrollo nos ha llevado por el mal camino. No necesitamos abundar en ejemplos, propios y ajenos. Pero basta recordar, sino los últimos cuatro años de alta inflación y nulo crecimiento, quizás de manera más dramática el larguísimo período entre el año 75 y el año 90 donde Argentina tuvo sus registros de inflación más altos y su contracción económica más prolongada. Cuando empezó ese período, al 75 me refiero, teníamos un ingreso semejante al de España y para el 90 habíamos caído al 46,8% del mismo. Recuerdo a un taxista durante aquel tiempo que me dijo “¿Cuándo aprenderá el gobierno que no se puede hacer plata con plata?”

Es paradójica esa visión, porque es justamente la contraria a la que consideramos correcta. No es la alta inflación la que va a crear crecimiento sino justamente la baja inflación. Porque un aumento excesivo de la emisión genera inflación, con lo cual los recursos así lanzados al sistema se transforman en un impuesto que financia al Estado sin impacto final en la demanda agregada. Y en general, como dije antes, las economías con altos y malos impuestos tienden a no crecer lo esperable. Por el contrario una inflación baja propende a crear un clima de negocios que sí impulsa la genuina creación de riqueza.

Mejorar la transparencia del sector y simplificar la manera en que los precios se comunican a los clientes son todos elementos de la agenda. Siempre enmarcados en la preservación de uno de los grandes logros de esta institución y del país durante las últimas décadas: un sistema regulatorio prudencial de nuestro sector financiero, que aleja los riesgos de crisis sistémicas en el sector.

La agenda en este punto se enfoca en la extensión del sector financiero a la totalidad de la población, uno de mis principales proyectos. Hace unos años el Banco Ciudad, junto con el Banco Santander, fue uno de los pioneros en la habilitación de sucursales en zonas marginales. Debemos asegurarnos que el sector financiero llegue a cada rincón de nuestro país y a cada argentino.

Finalmente, tenemos un tercer punto en la agenda que es el de medios de pagos. En el corto plazo quizás también debemos repensar las características de nuestro circulante, ya que mantenemos las mismas denominaciones hace ya muchos años, a pesar que los precios se hayan multiplicado más de 10 veces.

Pero la agenda verdadera es que ayudemos a la bancarización, que es la formalización de la economía. En su versión ideal propendiendo a una economía sin circulante, un objetivo quizás lejano pero que no por ello deja de ser un norte claro.

Porque una economía sin circulante, es una economía donde la corrupción, la informalidad, la evasión impositiva, y el narcotráfico, ven su accionar dificultado. Una economía bancarizada es una economía más justa, porque su formalización permite que las cargas tributarias se repartan más equitativamente, haciéndolas más bajas para todos.

Tenemos una agenda aquí, porque en el mundo se está dando una revolución en los medios de pagos. Hoy vivimos con un dispositivo en el bolsillo que es teléfono, supercomputadora, o posnet. Debemos trabajar para lograr que la gente abra una cuenta bancaria desde su celular, o que pueda enviar dinero a sus parientes en otros países sin tener que moverse de su casa. Medios de pago deberá ser la gerencia que nos lance a un futuro más eficiente y más justo. Tenemos una gran tarea aquí, de ramificaciones diversas, como la de consolidar como práctica la comunicación electrónica con los clientes, eliminando el papel y contribuyendo a la preservación de nuestro medio ambiente.

Termino con unas reflexiones sobre lo que comenté al principio. El sentido del orgullo. Como les decía éste fue un norte claro durante mi paso en el Ciudad. Un paso que empezaba con detalles que eran símbolos, como cuando me quedaba en un cajero automático que no funcionaba hasta que se arreglara, porque una organización nunca puede darse el lujo de olvidar su objetivo, en aquel caso servir al cliente, y no hacerlo bien. Por eso medir la calidad de la atención, mejorar la calidad de los espacios físicos, o contestarle un tweet a un cliente enojado, fueron todos elementos de una agenda que tenía que ver con ese objetivo de recuperar el orgullo de ser parte de esa institución.

Llego al Banco Central con gran entusiasmo pero con una gran humildad. Soy consciente del enorme capital humano con el que cuenta esta institución. Y trataré de responderles con trabajo, pasión y dedicación.

Para terminar, quiero decir que sé que durante estos últimos años, muchos pudieron sentir que el acomodo y el amiguismo primaron sobre el esfuerzo y la calidad profesional. Nuestra gestión viene a establecer lo opuesto. Creemos en la meritocracia y sabemos que ustedes creen en lo mismo.

Privilegiaremos al personal de carrera, al que le daremos más y mejores oportunidades de progreso y crecimiento. Las reuniones empezarán en el horario pautado, porque el respeto comienza respetando el tiempo del otro. Y con estos parámetros, saldremos a defender juntos los objetivos que nos tracemos, y cuando logremos una baja inflación, un sistema financiero fuerte y un país más justo, podremos decir con el mayor orgullo, que somos parte de un Banco Central profesional que le presta servicios de excelencia a todos los argentinos.

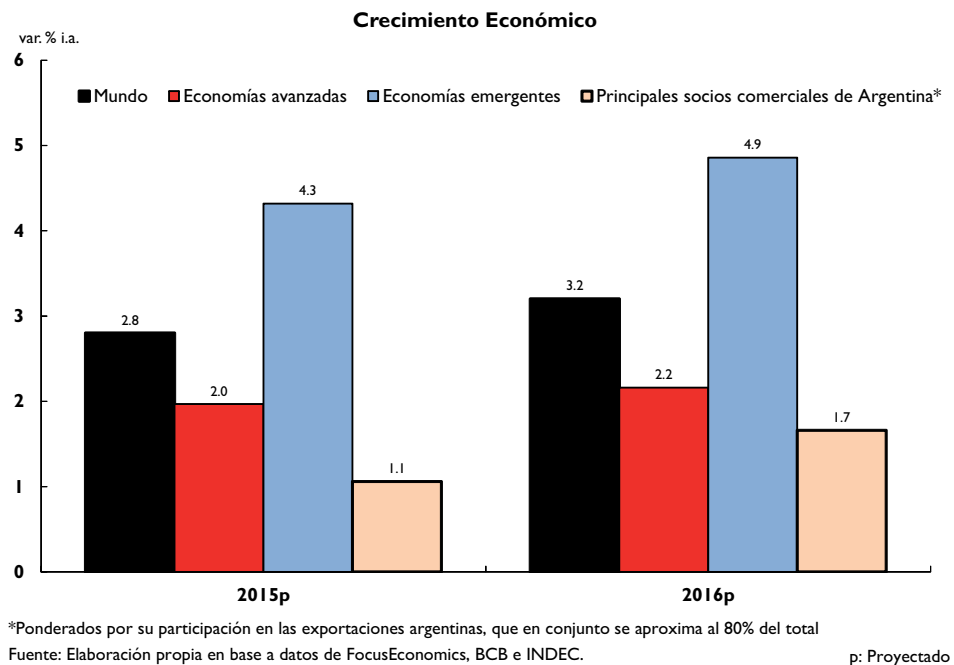
Muchas gracias a todos. Les deseo un buen día y a trabajar entonces para construir todos juntos ese futuro.

- [1] Javier Cercas (2009): *Anatomía de un instante*. Editorial Random House Mondadori, p.109.
- [2] Levy Yeyati, E. y Sturzenegger, F. (2003): “To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth.” *American Economic Review*, 93(4): 1173-1193.
- [3] Eswar S. Prasad & Raghuram G. Rajan & Arvind Subramanian (2007): “Foreign Capital and Economic Growth,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 38(1), pages 153-230.
- [4] Levy-Yeyati, Eduardo & Sturzenegger, Federico & Gluzmann, Pablo Alfredo (2013): “Fear of appreciation,” *Journal of Development Economics*, Elsevier, vol. 101(C), pages 233-247.



## Anexo II | Contexto macroeconómico internacional

Para 2016 se estima una expansión de la actividad económica global de 3,1%, superando en 0,3 puntos porcentuales (p.p.) el crecimiento que se registraría durante 2015<sup>16</sup>. Los países emergentes explicarían en mayor medida la aceleración de la expansión económica con un crecimiento previsto cercano a 4,7%. En tanto, los países avanzados sostendrán la dinámica actual, previéndose que el nivel de actividad aumente 2,1% durante 2016.

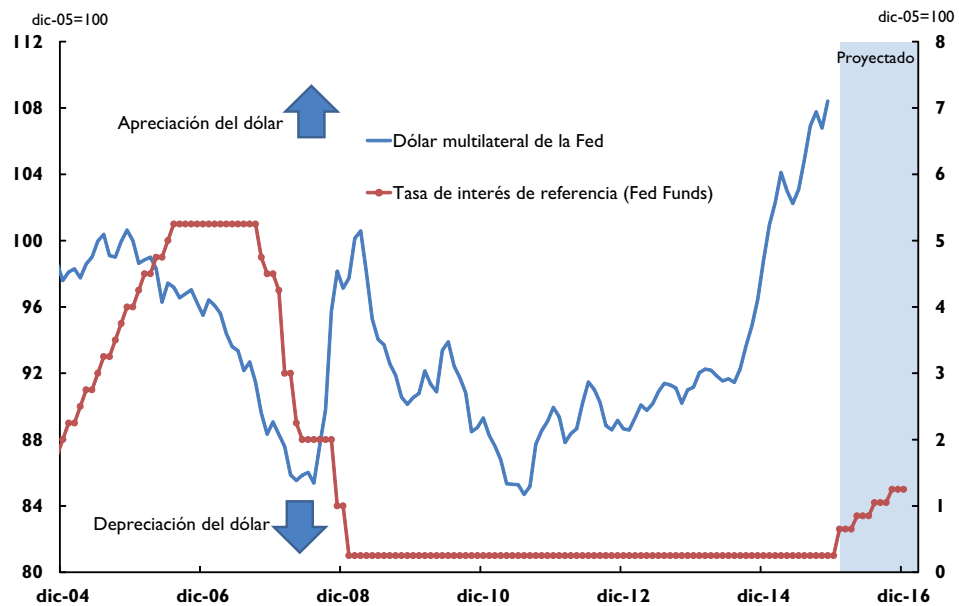


Los principales socios comerciales de Argentina crecerían 1,7% en 2016, implicando un ritmo superior al de 2015 (1,1%). Brasil volvería a evidenciar una contracción de su PIB (-2,8%), aunque ese desempeño implicaría un recorte de su tasa de caída respecto de 2015, cuando el nivel de actividad habría disminuido cerca de 3,7%. Por su parte, China tendría una ligera desaceleración (+6,3% vs. +6,5% en 2015). En tanto, se sostendría el dinamismo de los principales socios avanzados: los Estados Unidos seguirían evidenciando un mejor desempeño en relación a otras economías desarrolladas al preverse una expansión para este país de 2,5% (similar a la de 2015), mientras que la zona del Euro mantendría su sendero de recuperación en niveles acotados, con un crecimiento en torno a 1,7% (0,2 p.p. por encima del aumento de 2015).

16 Pronósticos actualizados según surgen de FocusEconomics (dic-15) utilizando tipos de cambio de mercado.

Frente a la previsión de un mejor desempeño económico relativo de los Estados Unidos en relación a otros países avanzados, se estima que se profundizarán las divergencias en las acciones de política monetaria de los bancos centrales durante 2016. Mientras que de la lectura del mercado surge que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) continuará gradualmente con el ciclo alcista de su tasa de interés de referencia durante 2016, no se descartan nuevas medidas monetarias expansivas por parte del Banco de Japón y del Banco Central Europeo en respuesta al bajo ritmo de crecimiento y acotados niveles de inflación en estas economías. No obstante, aún ante la perspectiva de que se prolongue un ciclo contractivo de la política monetaria de la Fed, se espera que se mantenga el escenario de bajas tasas de interés internacionales a lo largo de 2016.

**Estados Unidos. Dólar Multilateral y Tasa de Interés de Referencia**

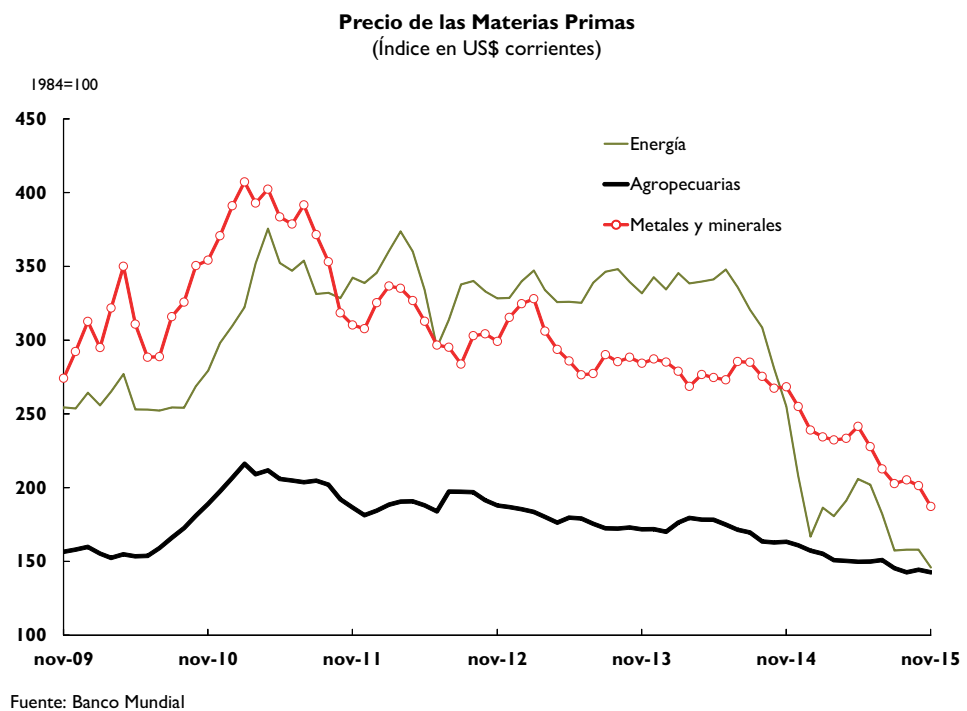


Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y Bloomberg.

Los diferentes sesgos de política monetaria entre las economías avanzadas podrían dar lugar a una nueva apreciación generalizada del dólar norteamericano, manteniendo la tendencia observada desde mediados de 2014. La contracara de las políticas monetarias divergentes podría implicar una mayor volatilidad entre las monedas de economías emergentes y avanzadas y entre las cotizaciones de las distintas monedas de los países en desarrollo. Ello elevaría los riesgos patrimoniales y financieros de los países deudores netos con alta exposición a monedas que se aprecien y continuaría presionando a la baja los precios de los *commodities* expresados en dólares.

Las proyecciones de los analistas especializados y las cotizaciones implícitas en los mercados a futuro, anticipan que los precios de los productos primarios se ubicarán en 2016 en torno a los valores registrados al cierre de 2015 y, pese a que podrían mostrar una leve

recuperación, implicarían una baja anual para el año entrante. Entre los factores, comunes a todos los productos, que presionarían a la baja, además de la tendencia a la apreciación del dólar, se destaca la significativa disminución reciente del precio del petróleo y que, por su uso generalizado como insumo productivo, imprime un sesgo bajista sobre los precios<sup>17</sup>. Tanto en los mercados correspondientes a las materias primas industriales (energía y metales y minerales) como a los de productos agrícolas, se destaca la sobreoferta originada en los elevados niveles de producción. En el caso de la energía y los metales y minerales se suma la débil demanda, fundamentalmente debido a la desaceleración económica de China, lo que explica que la disminución de estas cotizaciones supere a la registrada para los productos agrícolas.



En este contexto, contemplando la significativa caída de los precios de los principales productos agrícolas de exportación de Argentina experimentada a lo largo de 2015, el promedio de los mismos durante 2016 implicará una nueva reducción en relación a los registros del año previo, con excepción del maíz que exhibiría un aumento. Según los contratos a futuro a fines de diciembre pasado, se estima que esta reducción sea de aproximadamente 5% interanual (i.a.) en el caso de la soja, hasta un valor equivalente a US\$330 por tonelada (tn.), y de 3% i.a. en el precio del trigo (US\$180 por tn.). En tanto, la cotización del maíz se ubicaría 3% i.a. por encima de los niveles de 2015 (US\$150 por tn.). De todas maneras, cabe destacar que los términos de intercambio de Argentina continúan siendo razonablemente elevados desde una perspectiva histórica.

<sup>17</sup> Cabe señalar que la reducción del precio internacional del crudo tiene un impacto positivo sobre el sector externo de economías importadoras netas de energía, como Argentina.

Existen, sin embargo, factores de riesgo que podrían afectar el crecimiento mundial, alejándolo de los pronósticos. En primer lugar, con alta probabilidad se seguirá observando un aumento de la tasa de interés internacional que implica un mayor costo de financiamiento externo para los países emergentes, aunque no significaría un cambio abrupto en las condiciones de acceso al mismo.

En segundo lugar, existen riesgos vinculados con la estabilidad financiera internacional y eventuales correcciones en los precios de diferentes activos a nivel global (valores accionarios, de títulos públicos e inmuebles en ciertas economías avanzadas y emergentes) que podrían generar tensiones financieras significativas. En parte porque no es posible establecer si los precios de los activos financieros ya descuentan completamente el escenario proyectado de suba de tasas o si esa trayectoria implicará nuevas correcciones. Finalmente, eventuales cambios bruscos en las cotizaciones internacionales de las materias primas –en especial del petróleo– o en las posiciones especulativas en mercados financieros asociados a *commodities* podrían aumentar la volatilidad en los mercados globales.