



Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2014



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2014



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera
Primer Semestre de 2014

ISSN 1668-3978
Edición electrónica

Fecha de publicación | Junio 2014

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.gob.ar

Edición | Subgerencia General de Investigaciones Económicas
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 Principal de Investigaciones Económicas | Gerencia de Gestión de la Información | Gerencia de Sistemas de Pago | Gerencia de Coordinación de Supervisión | Gerencia de Aplicaciones de Banca Central

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

Prefacio

La reforma de la Carta Orgánica amplió el mandato y los objetivos del Banco Central. En su artículo 3° la Carta Orgánica establece que “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”.

La estabilidad financiera, uno de los objetivos explícitos del nuevo mandato, es condición esencial para garantizar la contribución del sistema financiero al desarrollo económico y social. Según muestra ampliamente la evidencia histórica, y confirma la reciente crisis internacional, existen importantes externalidades negativas producto del funcionamiento deficiente del proceso de intermediación financiera. Por esta razón, los bancos centrales han vuelto a poner en el centro de sus objetivos la protección de la estabilidad financiera.

*Respecto del objetivo de promover la estabilidad financiera y para complementar las facultades de regulación y supervisión se despliega 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 del sistema financiero. 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.*

Buenos Aires, 17 de Junio de 2014

Contenido

Pág. 7 | Síntesis Ejecutiva

Pág. 13 | I. Contexto Internacional

Pág. 20 | Apartado 1 / Expectativas Respecto de la Evolución de la Política Monetaria de los EEUU

Pág. 25 | II. Contexto Local

Pág. 36 | Apartado 2 / Obligaciones Negociables de Empresas Argentinas

Pág. 39 | III. Situación de Deudores

Pág. 51 | IV. Sector Financiero

Pág. 69 | V. Riesgos del Sistema Financiero

Pág. 72 | Apartado 3 / Nuevos Estándares de Liquidez del Comité de Basilea

Pág. 84 | Apartado 4 / Avances en el Diseño e Implementación de un Marco Regulatorio para los Bancos Locales de Importancia Sistémica

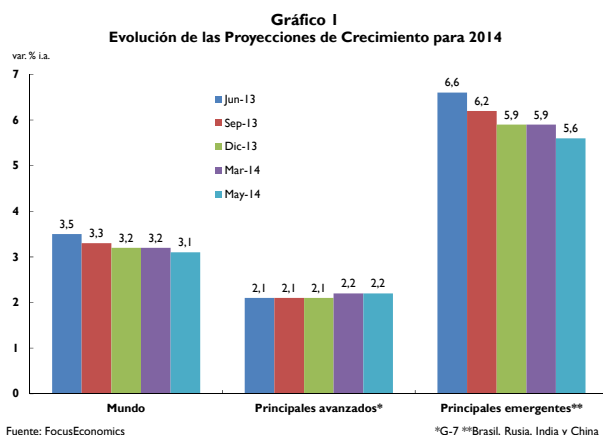
Pág. 87 | VI. Sistema de Pagos

Pág. 93 | Anexo Estadístico

Pág. 97 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

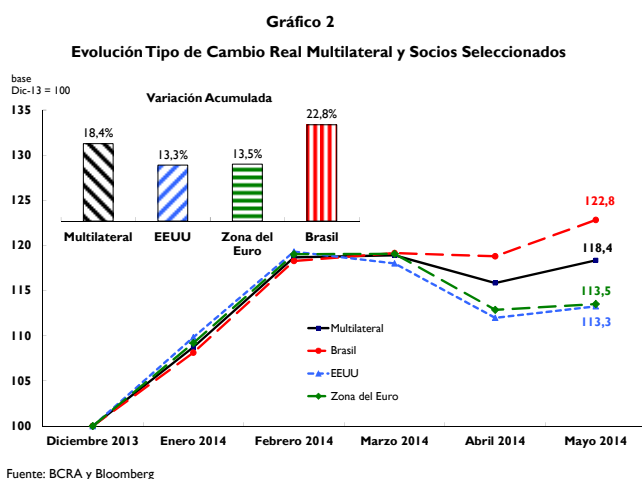
Pág. 99 | Índice de Gráficos y Tablas

Síntesis Ejecutiva



Luego de la desaceleración en el primer trimestre de 2014, la actividad mundial habría recobrado cierto dinamismo, fundamentalmente a partir del desempeño reciente de las economías avanzadas. En estos países continúan prevaleciendo políticas monetarias expansivas, aunque con tendencias heterogéneas (mientras que en los EEUU se comenzó a morigerar los estímulos desde principios de año, en Europa recientemente el BCE anunció diversas medidas), combinadas con políticas fiscales restrictivas. A pesar de las mejoras en el margen, el mercado laboral exhibe aún signos de debilidad en algunas de estas naciones y se mantiene la propensión del sector privado a desendeudarse, lo que condiciona la evolución futura del consumo y de la inversión.

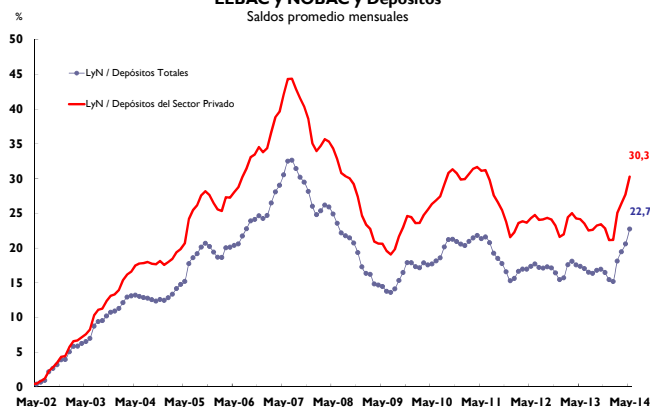
El desempeño económico de los países emergentes más dependientes de los flujos de capital siguió estando influido por la restricción externa y, en particular, por los efectos de las expectativas de un futuro cambio de sesgo en la política monetaria en EEUU. Tales economías experimentaron presiones sobre el valor de sus monedas y sobre los precios internos, frente a las cuales respondieron con cierto endurecimiento de las políticas monetarias a través de aumentos en las tasas de interés. Por su parte, aquellas naciones en desarrollo que presentan mayor independencia de los flujos internacionales de capital, implementaron medidas adicionales de estímulo. De esta manera, el desempeño macroeconómico de los países emergentes acentuó su heterogeneidad.



A nivel internacional se mantienen factores de incertidumbre. El principal elemento lo constituyen las dudas en torno a cómo se irá dando en la práctica un eventual cambio de sesgo de la política monetaria estadounidense y de cuál será el efecto de las medidas anunciadas por el BCE. A esto se suma la desaceleración de algunos de los motores del crecimiento global, como China, las dificultades en Europa para recobrar dinamismo y las tensiones geopolíticas derivadas del conflicto entre Ucrania y Rusia. Frente a este escenario, predomina la cautela en los mercados financieros.

En el frente local, la reducción de la demanda externa por productos nacionales —especialmente desde Brasil— sumada a cierto debilitamiento del consumo interno y de la inversión, tuvieron su correlato en la desaceleración de la actividad económica en lo que va de 2014. Por el lado de la oferta, el sector industrial y el de la construcción se vieron más afectados, siendo esto parcialmente compensado por el aumento de la pro-

Gráfico 3
LEBAC y NOBAC y Depósitos
Saldos promedio mensuales

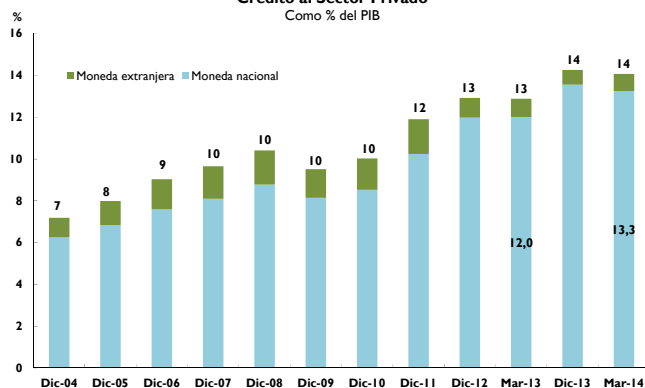


Fuente: BCRA

ducción agrícola y el sostenimiento del crecimiento en los servicios. Esta evolución se dio en un contexto de relativa estabilidad en los principales indicadores del mercado de trabajo, escenario que, sumado a la entrada en vigencia de los acuerdos salariales alcanzados en las paritarias de este año, podría impulsar una recuperación del consumo de las familias en los próximos meses. Contribuirán en la misma dirección la mejora en los ingresos de los sectores ligados a la actividad agropecuaria así como el sostenimiento de las políticas destinadas a apoyar los ingresos de la población de menores recursos, los recientes ajustes de los haberes previsionales y las asignaciones familiares.

En un contexto internacional menos favorable, en enero de 2014 se produjo una depreciación del tipo de cambio que permitió mejorar la competitividad externa de la economía. Además se decidió incrementar las tasas de interés de las Letras del Banco Central (LEBACs) impulsando así el ahorro en moneda nacional, a la vez que se aumentó la absorción de liquidez a través de dichos instrumentos. Al respecto, en los primeros cinco meses de 2014 el Banco Central esterilizó \$58.400 millones mediante los títulos que emite y las operaciones de pases, pese a lo cual el saldo de LEBACs y NOBACs en términos de los depósitos se mantuvo por debajo de los niveles alcanzados históricamente.

Gráfico 4
Crédito al Sector Privado
Como % del PIB



Nota: Datos estimados a partir de la nueva serie del PIB con base 2004.
Fuente: BCRA e INDEC

El BCRA también reintrodujo límites a la posición global neta de moneda extranjera de los bancos, dando lugar a que éstas reduzcan su exposición al riesgo de moneda e incrementen la oferta de divisas, contribuyendo así a aliviar presiones sobre el mercado cambiario. Estas medidas tomadas en línea con el objetivo de estabilidad monetaria y financiera del BCRA, sumadas a la mayor liquidación estacional de divisas por parte de los exportadores, llevaron a que esta Institución vuelva a ser comprador neto en el mercado de cambios. A fines de mayo las reservas internacionales totalizaron US\$28.542 millones —aumentando en abril y mayo US\$1.534 millones—, con compras netas de esta Institución en los primeros cinco meses del año que alcanzaron US\$3.739 millones, mientras que en el mismo período de 2013 habían ascendido a US\$731 millones.

En los primeros meses de 2014 se mantuvo, en general, un sesgo positivo en las cotizaciones de los activos financieros argentinos de mayor liquidez en los mercados locales, aunque con una volatilidad mayor a comienzos del año. Estos desarrollos estuvieron asociados tanto a la coyuntura financiera internacional como a factores locales, destacándose, entre otros, el comportamiento del tipo de cambio y el logro de acuerdos alcanzados con

Repsol y con el Club de París. El reciente rechazo de la Corte Suprema norteamericana al pedido de apelación de Argentina sobre el litigio con tenedores de deuda soberana que no se presentaron a los canjes realizados abre un nuevo escenario para los próximos meses.

En este contexto internacional y local, a fines de 2013 y comienzos de 2014 la actividad de intermediación financiera en Argentina continuó expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado. Así, el crédito bancario al sector privado se incrementó a una tasa de 29,4% i.a. a marzo de 2014, siendo impulsado principalmente por las líneas en pesos.

En los primeros meses de este año el crecimiento de las financiaciones al sector privado fue mayormente explicado por los préstamos a empresas, los cuales se incrementaron casi 31% i.a. en marzo. El BCRA continuó promoviendo los instrumentos para la financiación de la inversión a través de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP) y del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). Respecto del primero, se acordaron préstamos por \$58.100 millones en sus tres primeros tramos, desembolsándose hasta el momento efectivamente un total de \$56.773 millones, principalmente a MiPyMEs. En términos del tramo correspondiente al primer semestre de 2014, con información preliminar a abril se observa que ya se está cumpliendo con aproximadamente el 41% de la meta agregada para el período.

Con el objetivo de estimular el crédito para las familias bajo condiciones más favorables, en un contexto de elevado nivel de liquidez y solvencia de las entidades financieras, recientemente el BCRA implementó un conjunto de medidas en el marco del mandato y facultades que le otorga su nueva Carta Orgánica. En este sentido, se establecieron límites sobre las tasas de interés aplicables a las líneas de crédito personales y prendarias. Estas tasas de interés no podrán superar el producto entre la “tasa de interés de referencia” (promedio simple de las tasas de corte de la LEBACs a 90 días) y un factor multiplicativo, ubicándose éste último entre 1,25 y 2 dependiendo del tipo de préstamo y de la clasificación del banco que lo origina. Con este cambio normativo el BCRA amplía la regulación directa e indirecta sobre las financiaciones a personas físicas.

Por otro lado, las entidades financieras y las emisoras no financieras de tarjetas de crédito deberán requerir autorización del BCRA para aplicar aumentos a las comisiones y a los cargos de productos y servicios financieros básicos. Por otro lado, se mejoró y clarificó la información sobre el Costo Financiero Total de los

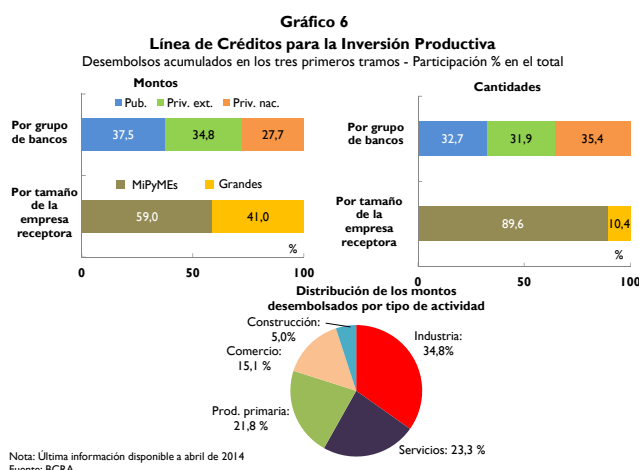
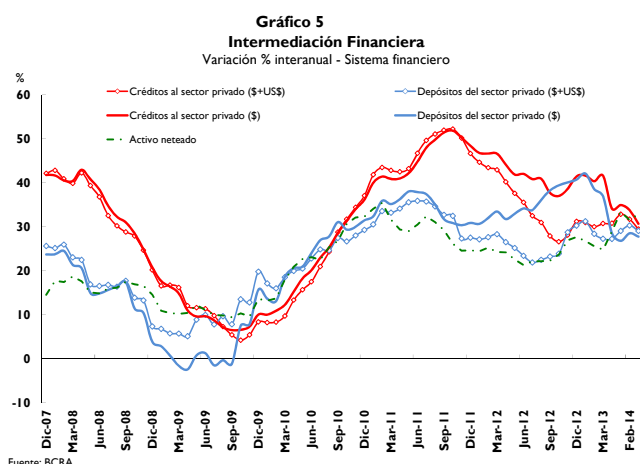
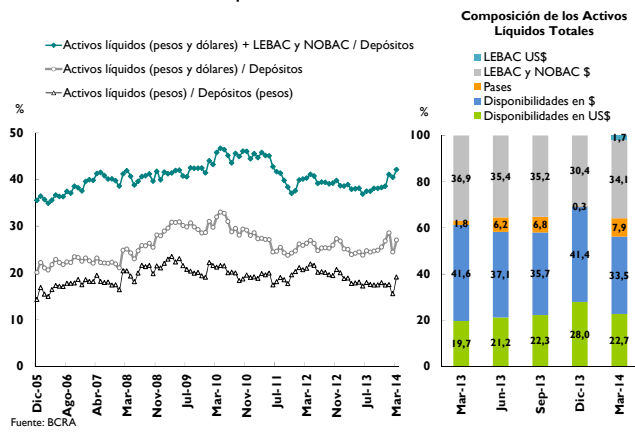


Gráfico 7
Liquidez del Sistema Financiero

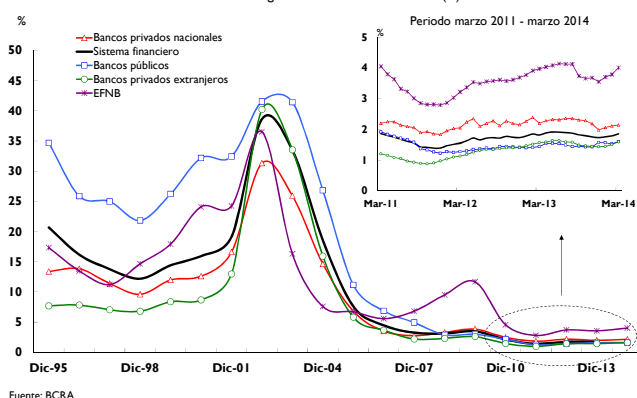


préstamos que deben difundir las entidades; y se establecieron requerimientos de registro y provisión de información para aquellas personas jurídicas que accedan al financiamiento bancario y que ofrezcan crédito a individuos como las asociaciones mutuales, las cooperativas y las emisoras no financieras de tarjetas de crédito o compra, entre otros.

Los depósitos del sector público y privado crecieron 28% i.a. en el cierre del primer trimestre de 2014, por encima de la variación observada un año atrás. Esta evolución resultó principalmente explicada por los depósitos en pesos del sector privado que aumentaron 27,8% i.a., siendo las colocaciones principalmente asociadas al ahorro de la población —aquellas a plazo fijo— las que presentaron el mejor desempeño relativo (35,5% i.a.).

Desde fines de 2013, en un marco en donde se mantuvieron moderados niveles de exposición e importantes coberturas en términos de las posiciones de liquidez y de capital, el mapa de riesgos que enfrenta el sistema financiero experimentó algunos cambios. En materia de riesgo de crédito, a partir del menor dinamismo de la actividad de intermediación, el conjunto de bancos redujo levemente la ponderación del financiamiento al sector privado en su activo. Por su parte, a pesar del ligero incremento de los últimos meses, el nivel de morosidad de la cartera continua en un rango históricamente bajo. Adicionalmente, las provisiones de balance siguen excediendo a la cartera en situación irregular. Los bajos niveles de endeudamiento agregado de las empresas y de las familias colaboran significativamente en sostener la capacidad de pago de estos sectores, si bien continuarán monitoreándose de cerca en los próximos meses la trayectoria de los ingresos y los costos del nuevo financiamiento. En este sentido, las negociaciones paritarias y las transferencias públicas son factores positivos para los recursos de los hogares.

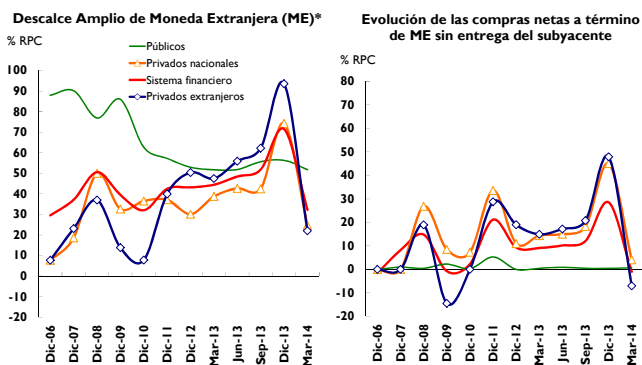
Gráfico 8
Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado



En relación al riesgo de liquidez, en los últimos meses el sistema financiero amplió los indicadores de cobertura y evidenció ciertos cambios de reducida magnitud en algunos ratios de exposición. Por ejemplo, dentro del fondeo agregado ganaron marginalmente importancia las fuentes de menor plazo relativo aunque también se atemperó la concentración de los depósitos. Respecto al marco regulatorio local, a partir de los compromisos asumidos en el marco del G20, el BCRA viene trabajando para incorporar dos ratios cuantitativos de liquidez que deberán verificar las entidades financieras, según los estándares normativos internacionales desarrollados por el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (conocidos como “Basilea III”). Por un lado, en lí-

Gráfico 9

Descalce de Moneda por Grupo de Bancos



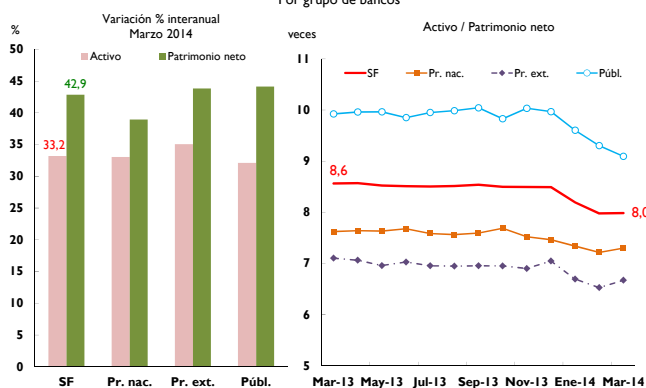
*Nota: (Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME sin entrega de subyacente en cuentas de orden) / RPC.
Fuente: BCRA

nea con el cronograma ya definido a nivel internacional, el BCRA ha avanzado en el plan de desarrollo e implementación del denominado Ratio de Cobertura de Liquidez. Por otro lado, aún en una etapa preliminar de análisis en el plano internacional, esta Institución continúa participando en la discusión sobre el diseño del Ratio de Fondeo Estable Neto en el marco de los foros multilaterales (ver Apartado 3).

En su rol macroprudencial, y teniendo en cuenta el impacto potencial que el descalce activo de moneda extranjera acumulado por el conjunto de entidades podría tener sobre la estabilidad financiera y sobre variables macroeconómicas, el BCRA impulsó cambios normativos. A comienzos de 2014 se reintrodujo el límite positivo a la posición global neta de moneda extranjera y se restringió la posición neta positiva a término de moneda extranjera para los bancos. Las nuevas regulaciones favorecieron al mantenimiento de un acotado riesgo de moneda para el sector bancario, al tiempo que colaboraron en atemperar la volatilidad en el mercado cambiario.

Gráfico 10

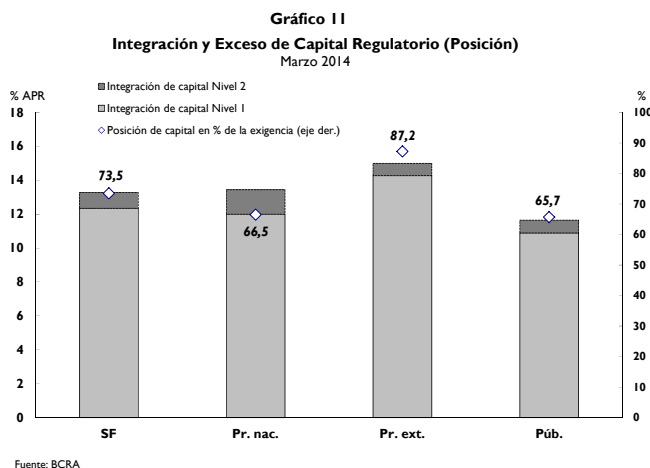
Activo, Patrimonio Neto y Apalancamiento
Por grupo de bancos



Fuente: BCRA

Desde una perspectiva sistémica, el incremento de las tasas de interés evidenciado sobre fines de 2013 y principios de 2014 ha tenido un impacto reducido en los márgenes financieros del sector. Esto estuvo en línea con una disminución en la exposición al riesgo de tasa de interés respecto de la situación de comienzos de 2013, explicada mayormente por una caída en la *duration* de los activos netos de pasivos en moneda nacional del *banking book*. En línea con el estándar internacional vigente, desde el año pasado el riesgo de tasa de interés dejó de formar parte de los requisitos mínimos de capital para las entidades financieras (Pilar I) y pasó a encuadrarse en el proceso de supervisión periódica (Pilar II). La SEFyC se encarga de evaluar la situación de los bancos frente a este riesgo y puede abordar los casos que considere con una solicitud de incremento de capital, una reducción de exposición, o ambas.

El riesgo de que las fluctuaciones en las cotizaciones de los activos financieros tengan un impacto significativo sobre las hojas de balance del sistema financiero siguió siendo moderado, fundamentalmente a partir de la presencia de un reducido nivel de exposición a este factor: los principales instrumentos con cotización representaron sólo 3,5% del activo neteado del sistema financiero al cierre del primer trimestre de 2014. En los primeros meses de 2014, la mayor volatilidad de precios de los títulos públicos y un incremento de la importancia de las especies en moneda extranjera valuados con cotización de mercado en el activo agregado explicó un leve aumento de la exposición patrimonial de los bancos al



riesgo de mercado. Para los próximos meses se abre un nuevo marco para la evolución de los precios de los títulos públicos, a partir de la decisión de la Corte Suprema de los EEUU con respecto al litigio con los tenedores de deuda soberana argentina no presentada en los canjes efectuados en 2005 y 2010.

En el marco de la evaluación y monitoreo del riesgo sistémico, esta Institución presta especial atención al desenvolvimiento de las entidades financieras con un mayor impacto potencial sobre el desempeño agregado del sistema. Al respecto, en línea con el proceso de implementación de las recomendaciones de Basilea III, el BCRA ha elaborado y difundido recientemente los lineamientos para poder identificar a los bancos locales de dimensión sistémica y continuará avanzando en esta materia (ver Apartado 4).

Por último, cabe destacar que el conjunto de exposiciones a los principales riesgos que le son intrínsecos a la actividad encuentra un importante resguardo en la posición de capital del sector. Así, los indicadores de solvencia siguieron elevados y se verificó una nueva reducción del apalancamiento agregado del sistema financiero en los últimos meses. En particular, la integración de capital regulatorio representó 13,3% de los activos ponderados por riesgo totales en marzo de 2014. La obtención de ganancias contables explicó en mayor medida la dinámica positiva de los colchones de capital.

Para los próximos meses se espera que el sistema financiero nacional continúe mostrando un mapa acotado de exposición a riesgos, con holgados niveles de solvencia y liquidez. Esta evolución se vería fortalecida por un mayor dinamismo del crédito a empresas y familias en un escenario de recomposición de la actividad económica local, y por el efecto de las políticas activas tomadas por el BCRA.

I. Contexto Internacional

Síntesis

A lo largo de 2014, luego de una desaceleración transitoria durante el primer trimestre, habría continuado la recuperación de la actividad económica y de las transacciones comerciales globales iniciada a mitad del año pasado. Este desempeño estuvo explicado fundamentalmente por los países desarrollados, ya que las economías emergentes se expandieron a un ritmo relativamente estable. Se redujo así la brecha entre las tasas de crecimiento de ambos grupos de países.

Las principales naciones avanzadas mantuvieron, en general, sus políticas monetarias expansivas, aunque con distintas perspectivas según el caso. Mientras que en los Estados Unidos la Reserva Federal fue acotando gradualmente el estímulo asociado al programa de compras de activos financieros, el Banco Central Europeo profundizó a principios de junio el sesgo expansivo de sus medidas para estimular la economía de la región y salir de una perspectiva deflacionaria. Al mismo tiempo, la continuidad de las políticas de ajuste fiscal —menos estrictas a partir de 2014—, la persistencia de mercados de trabajo debilitados —especialmente en algunas economías— y el lento y prolongado proceso de desendeudamiento del sector privado siguieron conteniendo la evolución de la demanda agregada de este grupo de países.

El desempeño de las economías en desarrollo acentuó su carácter heterogéneo. En algunos casos se avanzó en la implementación de estímulos fiscales y monetarios adicionales. En sentido opuesto, en otros países se incrementaron las tasas de interés de referencia de política monetaria en un marco de depreciaciones de sus monedas y, en algunos casos, presiones inflacionarias crecientes. Estos países actuaron respondiendo a los

mayores costos de financiamiento externo, dada su dependencia a los flujos de capitales internacionales.

El débil desempeño económico global y la apreciación del dólar estadounidense explicaron en gran parte la caída en términos interanuales de los principales agrupados de precios internacionales de las materias primas, a excepción de la cotización de la energía que estuvo impulsada por conflictos geopolíticos. En el primer tramo de 2014, y a nivel más desagregado, la solidez de la demanda, los ajustados stocks y las condiciones climáticas desfavorables llevaron al alza a los valores de los principales granos (soja, maíz y trigo).

En los mercados financieros prevaleció un contexto de cautela, con inversores concentrados en el seguimiento del futuro accionar de la Fed —con incertidumbre sobre cual será efectivamente la velocidad de reversión de sus políticas, con potencial impacto sobre la recuperación de las economías avanzadas—, de las tensiones geopolíticas y del crecimiento en economías emergentes de gran porte. A esto se le sumaron, más recientemente, las dudas con respecto a los efectos de los anuncios del BCE sobre los flujos de capitales y la evolución del tipo de cambio dólar/euro. La mayor volatilidad observada en enero y febrero se atenuó posteriormente, permitiendo que en lo que va del año se acumulen mejoras en los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas y cierta contracción en los rendimientos de su deuda soberana de largo plazo. Para los activos de economías emergentes también se observa una tendencia positiva en los últimos meses, acumulando en 2014 un avance en los índices bursátiles y una merma en los spreads soberanos.

Gráfico I.1
Rendimientos del Tesoro de los EEUU y Expectativas

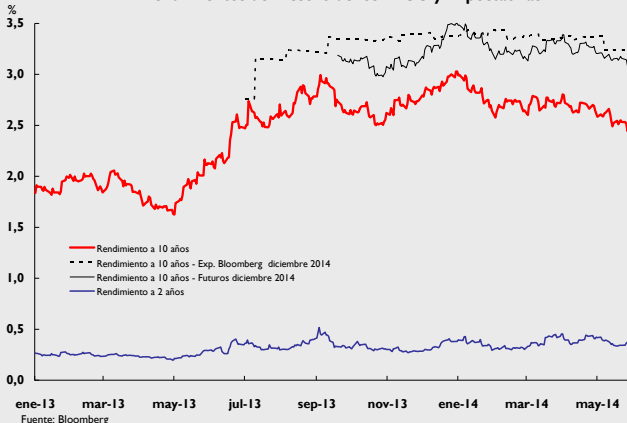
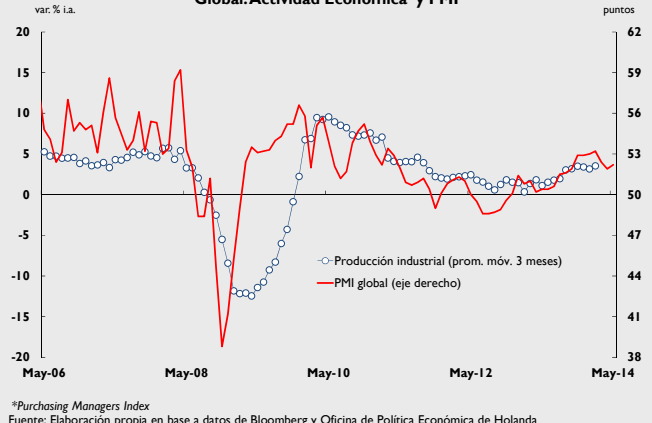


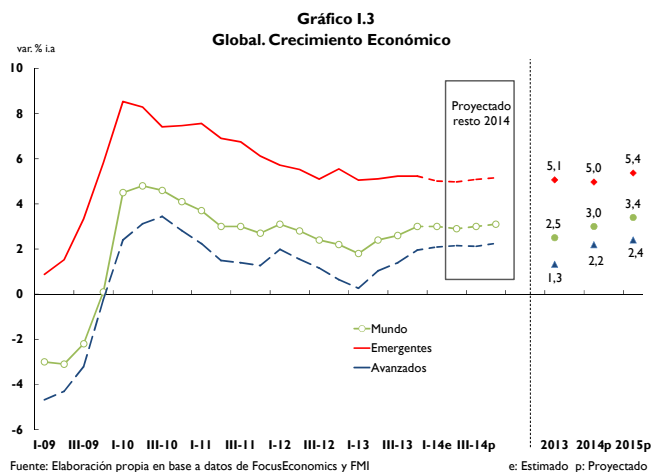
Gráfico I.2
Global. Actividad Económica y PMI*



*Purchasing Managers Index
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg y Oficina de Política Económica de Holanda

Coyuntura Internacional

Continuando con la lenta recuperación de las aún debilitadas economías avanzadas, la actividad global habría recobrado dinamismo en su ritmo de expansión, tras el menor impulso observado en el primer trimestre de 2014



La recuperación de la actividad global que comenzó a mediados de 2013 habría reducido transitoriamente su impulso a inicios de 2014 (ver Gráfico I.2), al tiempo que más recientemente se estabilizó el ritmo de crecimiento interanual. Se estima que este comportamiento se mantendrá en los próximos meses, acumulando en el año una expansión de 3%, un nivel de crecimiento superior al 2,5% de 2013 (ver Gráfico I.3).

Los volúmenes del comercio mundial evolucionaron conforme al comportamiento de la actividad económica global (ver Gráfico I.4). Los indicadores parciales de las transacciones internacionales del segundo trimestre reflejan una mejora de los volúmenes comercializados en los países avanzados y una trayectoria estable en el caso de los emergentes.

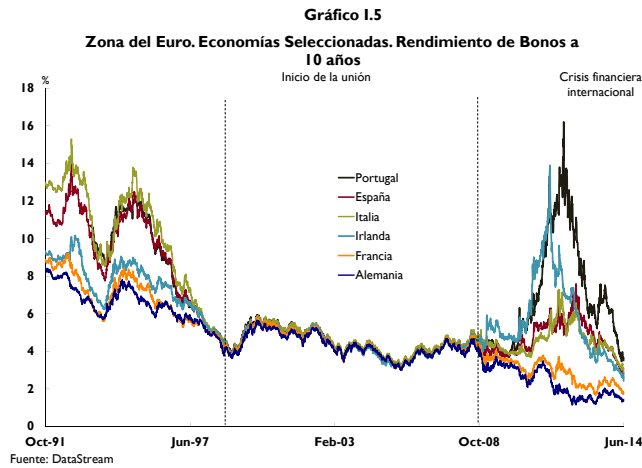
El conjunto de las naciones desarrolladas registró un alza de la actividad económica de 1,3% en 2013, en tanto que, tras recuperarse del menor impulso evidenciado en el primer trimestre de 2014, cerraría el presente año con una suba de aproximadamente 2,2%.

El menor nivel de actividad en los Estados Unidos durante el primer trimestre de 2014, afectado mayormente por las condiciones climáticas extremadamente frías, la merma de la demanda externa y por el efecto adverso del ciclo de inventarios, contrastó con la moderada suba del PIB de 2013 (1,9%). No obstante, la tasa de desempleo siguió cayendo, a lo que se sumaron en los meses más recientes las mejoras generalizadas en los indicadores parciales de actividad.

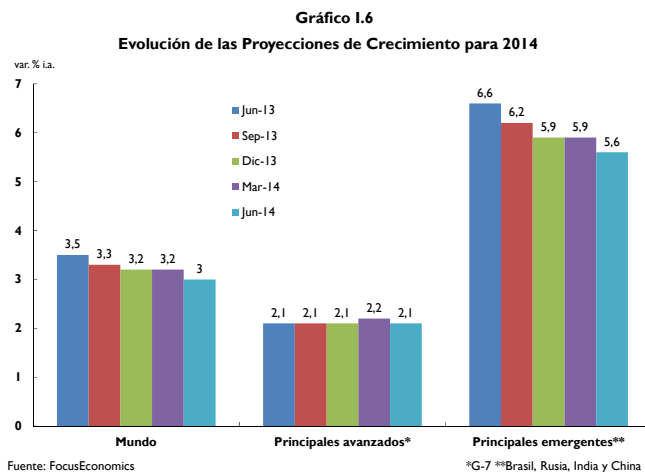


En diciembre se había anunciado formalmente el inicio de la disminución gradual del ritmo de compras del programa de estímulo no convencional (*tapering*) desde principios de 2014. Los analistas especializados estiman que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) seguirá reduciendo de manera paulatina el ritmo de compras de activos, finalizando con el programa hacia el último trimestre de este año (ver Apartado 1). Por otra parte, los inversores comenzaron a enfocarse en la posibilidad de cambios en las tasas de interés de corto plazo, previendo que recién en 2015 se inicie un ciclo alcista.

En materia de política fiscal se continuó avanzando en la reducción del déficit financiero, al tiempo que se alcanzaron acuerdos parlamentarios transitorios que suspendieron hasta marzo de 2015 el techo de endeudamiento. Asimismo, se autorizó la normal ejecución del presupuesto federal, superando la parálisis parcial del gobierno registrada el año pasado.



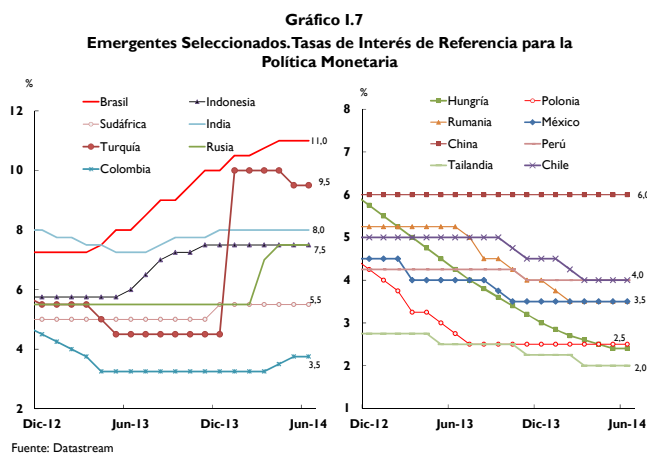
La zona del euro siguió atravesando el lento proceso de recuperación, verificándose en los últimos trimestres una expansión de la actividad en la mayoría de los países del bloque, aunque algunos aún no lograron alcanzar los niveles de PIB previos a la crisis. Así, luego de que la economía de la región registrara una merma del Producto de 0,4% en 2013, para el presente año se prevé un crecimiento cercano al 1%. Si bien la mejora regional ha sido acotada, los países más vulnerables de la región enfrentaron un contexto financiero internacional más favorable, con menores tensiones vinculadas a los problemas de sostenibilidad de la unión monetaria y abundantes ingresos de capitales (ver Gráfico I.5). Sin embargo, en un marco en el que persisten mercados laborales profundamente deteriorados y tasas de inflación excesivamente bajas, en junio las autoridades del BCE dieron a conocer una serie de medidas¹.



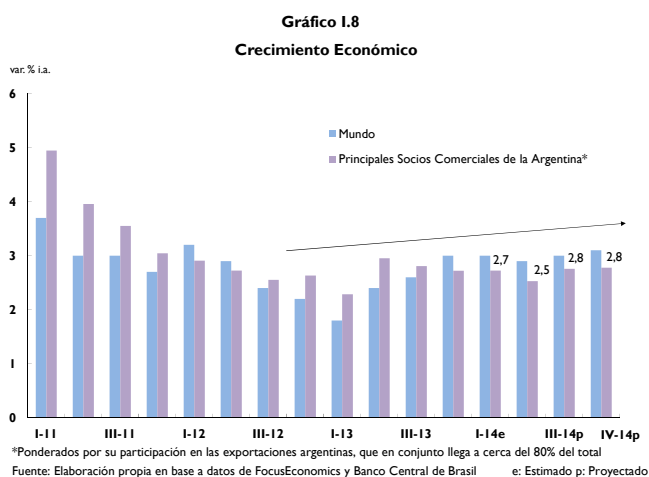
Por un lado, el BCE anunció recortes en las tasas de interés de referencia (de principales operaciones de refinanciamiento y de facilidad marginal de crédito), mientras que aquella vinculada a la facilidad de depósitos pasó a ser negativa. Por otro lado, se decidió mantener las operaciones de refinanciamiento con costo fijo y asignación plena por lo menos hasta fines de 2016 y se suspendieron las operaciones de esterilización de las inyecciones de liquidez vinculadas al *Securities Markets Programme*, además de lanzarse operaciones de refinanciamiento a 4 años (TLTRO) con tasa fija, atadas a la mejora del crédito bancario al sector privado no financiero. Por último, se anunció que se intensifican los preparativos para, de ser necesario, realizar compras de instrumentos vinculados a la titulización de activos (ABS, por sus siglas en inglés).

En Japón la actividad económica cobró dinamismo, sostenida por extraordinarias medidas de estímulo que perdurarían varios años más. Así, tras el alza del nivel de actividad de 1,6% en 2013, se registró un fuerte crecimiento en el primer trimestre de 2014 (3% interanual — i.a.—). Sin embargo, las subas impositivas registradas a partir de abril debilitaron el gasto de las familias, afectando así el nivel de actividad, tal como lo reflejan diversos indicadores adelantados.

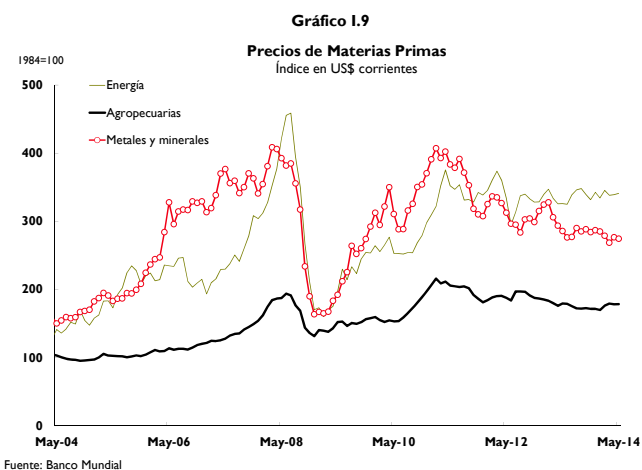
¹ Tras haber manifestado en las sucesivas reuniones de política monetaria la posibilidad de implementar nuevos estímulos.



El conjunto de las principales economías emergentes creció en torno al 5% en 2013, previéndose —luego de sucesivas correcciones a la baja en las estimaciones— una expansión similar para 2014 (ver Gráfico I.6). Ante las condiciones financieras externas más estrictas que se registraron desde fines del primer semestre de 2013, se incrementó la heterogeneidad del desempeño económico y de las respuestas de política económica entre los países en desarrollo. Aquellas economías más dependientes de los flujos de capitales externos elevaron las tasas de interés de referencia para la política monetaria, procurando reducir las presiones sobre el valor de sus monedas y sobre los precios internos. En el otro extremo, ciertos países (como Hungría, Rumania y —más recientemente— México) implementaron nuevas rebajas en sus tasas de interés de política monetaria (ver Gráfico I.7).

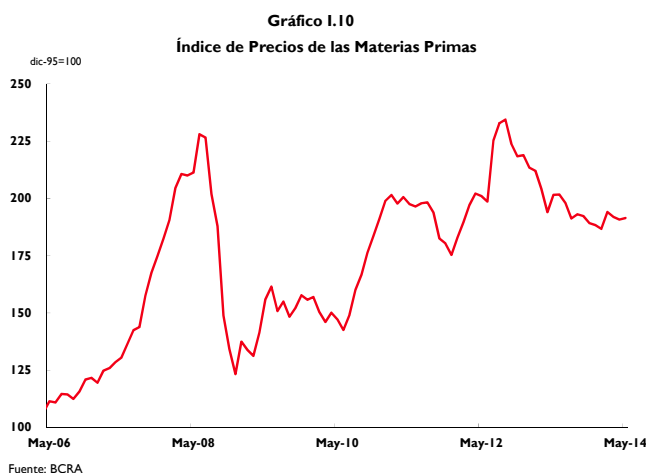


Los principales socios comerciales de Argentina siguieron experimentando un crecimiento inferior al promedio global —especialmente los socios emergentes— (ver Gráfico I.8). En Brasil persistió la debilidad en el crecimiento económico luego de una moderada expansión de 2,3% en 2013. A pesar de ello, dado que la tasa de inflación se ubicó por encima de sus valores de referencia para la política monetaria, el Banco Central de Brasil realizó sucesivas subas en el objetivo de la tasa SELIC desde mayo de 2013, ubicándose ésta actualmente en 11%.



En tanto, la economía china registró una nueva desaceleración en el primer trimestre de 2014 (7,4% i.a.), tras crecer 7,7% en 2013. A partir de esta coyuntura el gobierno anunció nuevos paquetes de estímulo sobre diversos sectores. Así, indicadores adelantados de actividad, como ser el índice industrial PMI (por sus siglas en inglés) señalaría una incipiente mejora en el ritmo de crecimiento durante el segundo trimestre del año. No obstante, las reformas estructurales para incrementar la incidencia de las fuerzas de mercado interno en la economía y la mayor liberalización financiera podrían contribuir a reducir el dinamismo del nivel de actividad en los próximos trimestres. Por ejemplo, la menor incidencia del financiamiento subsidiado a través de empresas públicas y el aumento de las tasas de interés, entre otros factores, operarían en sentido opuesto a los efectos positivos de la recuperación salarial en un mercado laboral relativamente robusto.

En un marco de apreciación del dólar, las cotizaciones internacionales de los *commodities* siguieron mostrando comportamientos generalmente bajistas similares a los que se venían observando el año pasado (ver Gráfico I.9). Sin embargo, en el análisis más desagregado se ob-



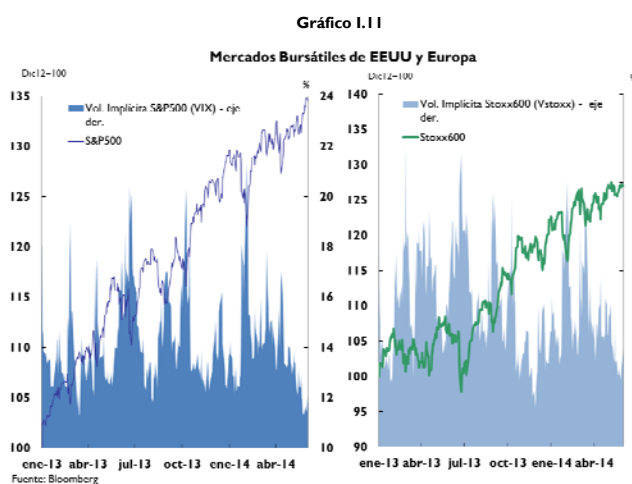
servó una fuerte suba en el inicio de 2014 de los precios de los principales granos (soja, maíz y trigo), aunque se mantuvieron por debajo de los niveles observados un año atrás. Este comportamiento se explicó, entre otros factores, por la sólida demanda mundial, por los acotados niveles de inventarios y por la reducción de las estimaciones de oferta por condiciones climáticas adversas. En tanto, el frágil desempeño de la actividad económica global presionó a la baja las cotizaciones de los *commodities* industriales, aunque el precio de la energía se mantuvo relativamente estable en su comparación interanual, dado que los conflictos geopolíticos en Medio Oriente y –más recientemente— las tensiones de Rusia con Ucrania y los países avanzados con mayor influencia a nivel internacional, incidieron en sentido inverso.

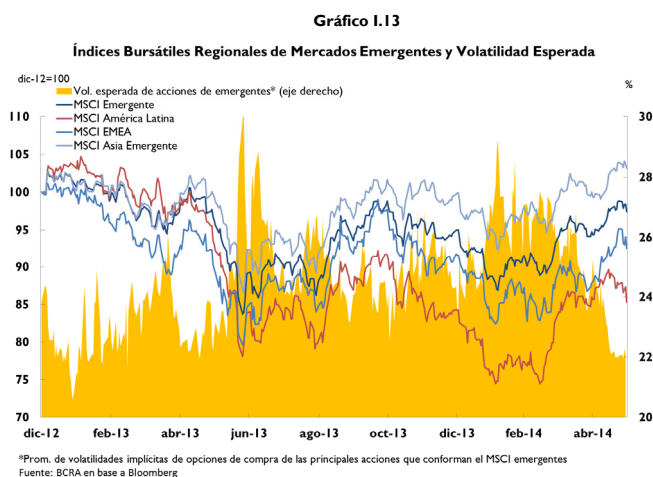
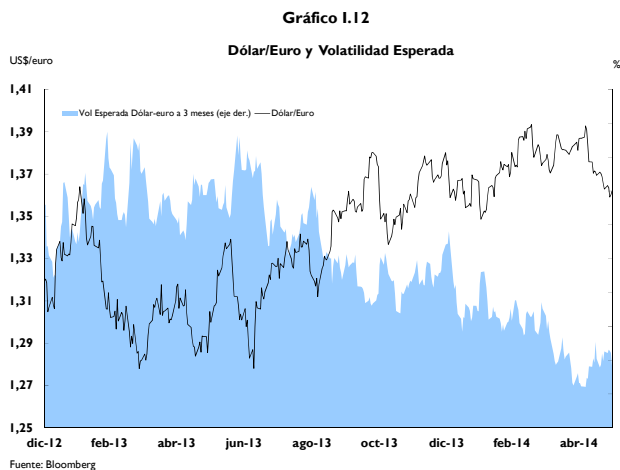
En este escenario, el Índice de Precios de Materias Primas (IPMP) —que refleja la evolución de los precios internacionales de los productos primarios más relevantes para las exportaciones argentinas— continuó mostrando, al igual que en 2013, mermas interanuales (-9% i.a. en los primeros 5 meses de 2014; ver Gráfico I.10).

Las expectativas con respecto a los estímulos de la Fed, la situación de economías emergentes y factores geopolíticos generaron un contexto de mayor cautela a principios de 2014

En los primeros meses de 2014 se verificó un escenario de creciente cautela en los mercados financieros internacionales, tras cerrar 2013 con importantes mejoras de precios (aunque con episodios de aumento en la volatilidad). En este sentido, las perspectivas con respecto al accionar de la Fed norteamericana siguieron jugando un rol central. A este y a otros factores, como las dudas con respecto a la situación económica en Europa y la incertidumbre con respecto al crecimiento de economías emergentes de gran porte, se le sumó en los últimos meses el temor por las tensiones entre Ucrania y Rusia, en función de sus potenciales efectos geopolíticos a nivel global.

En Europa continuaron mejorando las condiciones de los mercados financieros en general y de la deuda de economías en situación vulnerable en particular. Mientras que Irlanda –que a fines de 2013 se convirtió en el primer país de la región en dar por finalizado el programa de asistencia externa— volvió a los mercados a principios de año, Portugal y Grecia también realizaron colocaciones de deuda de mediano y largo plazo en los mercados en forma voluntaria por primera vez desde la crisis de 2010-2011. Con respecto al avance hacia un esquema de unión bancaria en Europa, se lanzó una evaluación amplia del sistema financiero que incluye tanto pruebas de tensión (*stress tests*) como un análisis de la





calidad de los activos de las entidades financieras y de los riesgos del sistema financiero en general. Los resultados de esta evaluación estarán disponibles antes de que el Banco Central Europeo (BCE) asuma en noviembre próximo sus nuevas funciones en el marco del mecanismo unificado de supervisión bancaria². A pesar de estos avances, persisten riesgos vinculados a la evolución de los fundamentos macroeconómicos, con énfasis en los últimos meses en la posibilidad de que se verifique un período de baja inflación más severo que el originalmente previsto, lo que llevó a que el BCE anuncie nuevas medidas en junio.

Así, luego de finalizar 2013 con fuertes avances, los principales índices bursátiles de economías desarrolladas pasaron a acumular ganancias más acotadas en lo que va de 2014. Por ejemplo, tanto para el S&P500 (EEUU) como para el Euro Stoxx 600 (Europa), el saldo acumulado en lo que va del año³ es cercano a 4% medido en dólares, a pesar de haber registrado un período de deterioro a fines de enero y principios de febrero, con recuperación posterior (ver Gráfico I.11). Este desempeño en 2014 resulta moderado en comparación con las ganancias registradas en 2013 (en un rango de 20% y 30%). En términos de volatilidad esperada, en los EEUU se observaron niveles relativamente elevados durante el primer bimestre de 2014. En el caso europeo se registraron adicionalmente episodios de alta volatilidad en marzo, en parte explicados por las tensiones entre Rusia y Ucrania. Sin embargo, en ambos casos la volatilidad esperada se encontraba a fines de mayo por debajo de lo observado durante 2013, con niveles en promedio para el acumulado de 2014 relativamente bajos en términos históricos.

Por su parte, los rendimientos de la deuda soberana de largo plazo de los principales países desarrollados tendieron a recortarse en los primeros meses del año, compensado parcialmente las fuertes ampliaciones acumuladas en 2013. Por ejemplo, tras subir 130 p.b. en 2013 los retornos de los bonos a 10 años del Tesoro de los EEUU se contrajeron en 2014, pasando de un nivel cercano a 3% a fines del año pasado a otro por debajo de 2,5% a fines de mayo de 2014. En este contexto se verificó además una contracción en los niveles esperados para fin de año, si bien para lo que resta de 2014 continúa esperándose una ampliación en los retornos de largo plazo⁴ (ver Gráfico I.1). En el caso de los rendimientos de la deuda de largo plazo de Alemania, en el segmento a 10 años se verificó en lo que va de 2014 una merma de

² Por otra parte, se avanzó en los últimos meses en un acuerdo sobre cómo será el Mecanismo de Resolución Unificado (SRM por sus siglas en inglés) para bancos en problemas y el Fondo Único de Resolución (SRF) en apoyo a dicho mecanismo.

³ Hasta fines de mayo.

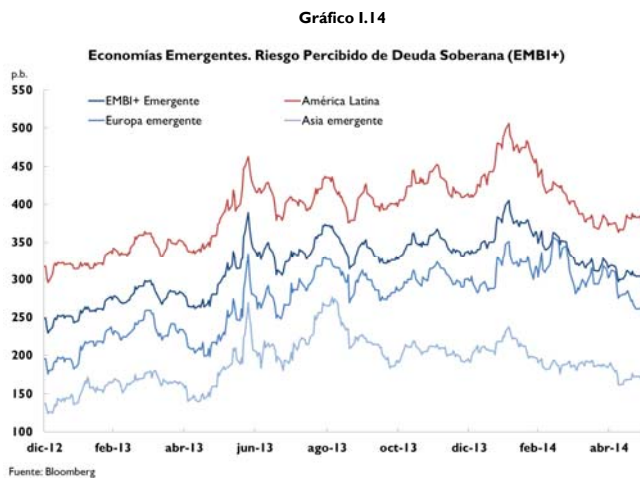
⁴ Para fin de año las expectativas de los rendimientos a 10 años de los instrumentos del Tesoro de EEUU están en un rango de 3,1-3,25% según Bloomberg y los futuros de *Treasuries*.

casi 60 p.b., prácticamente revirtiendo los incrementos acumulados en todo 2013.

El dólar tendió a revalorizarse contra el resto de las principales monedas de economías desarrolladas en lo que va de 2014. Con expectativas de una moderación gradual de la política altamente expansiva de la *Fed*, al tiempo que no se descarta la implementación de nuevos estímulos en la Eurozona (luego de los anuncios de junio), el dólar acumulaba en los primeros 5 meses del año una revaluación de 1% contra el euro, tras desvalorizarse 4% en 2013 (ver Gráfico I.12). Sin embargo, este resultado no refleja una tendencia sostenida en los primeros meses del año; el tipo de cambio dólar / euro subió durante buena parte del período hasta llegar a operar cerca de US\$/€1,40 a principios de mayo (nivel que no se registraba desde fines de 2011), para luego caer con fuerza el resto del mes. A su vez, este comportamiento no es homogéneo contra todas las principales monedas. Con respecto al yen el dólar pasó a debilitarse más de 3% en 2014, tras apreciarse más de 20% en 2013 (en función de las políticas expansivas del Banco de Japón).

En términos de los activos de economías emergentes, según el índice *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) las acciones evidencian en forma agregada un avance de 2,5% medidas en dólares en lo que va de 2014. Este saldo se da tras evidenciarse una merma en enero y parte de febrero (en un contexto de aumento en la volatilidad), con tendencia a recuperarse con fuerza desde la segunda quincena de marzo hasta fines de mayo. Esto contrasta con el sesgo negativo observado en 2013, cuando el MSCI EM computó una merma de 5% (ver Gráfico I.13). En términos regionales, la mejora de precio de las bolsas medidas en dólares fue más marcada en 2014 para las economías de Asia emergente (con avance mayor a 3%) que para las de EMEA⁵ —el grupo más afectado por el conflicto entre Rusia y Ucrania— con mejora de 1% en dólares.

En el caso de los diferenciales de riesgo de la deuda soberana de economías emergentes, se acumula una contracción en 2014, a pesar de la merma observada en los rendimientos de los *Treasuries* de largo plazo. En efecto, la sobre-tasa del EMBI+ se redujo más de 35p.b. en los primeros meses del corriente año, tras ampliarse 85 p.b. en 2013 (ver Gráfico I.14). Para América Latina los movimientos del *spread* del EMBI+ resultan similares a los del agregado, tanto en lo que va de 2014 como en 2013. En este marco, el monto de las emisiones brutas de deuda llevadas a cabo en los mercados internacionales por agentes de economías emergentes —tanto gobiernos como del sector privado— evidenció en



⁵ Europa Emergente, Medio Oriente y África, por sus siglas en inglés.

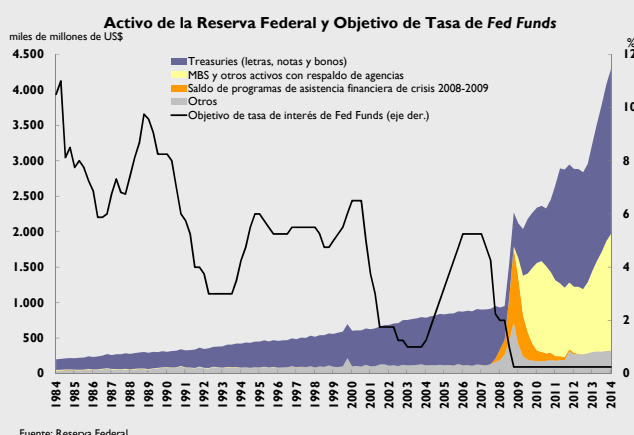
Apartado 1 / Expectativas Respecto de la Evolución de la Política Monetaria de los EEUU

Tras el anuncio formal del inicio de la disminución en las compras de instrumentos financieros por parte de la Reserva Federal norteamericana a fines de 2013, el foco de los mercados pasó a estar puesto en las tasas de interés de corto plazo. Actualmente se espera que en la segunda mitad de 2015 comience un ciclo de incrementos graduales en el objetivo de la tasa de *Fed Funds*. La forma en la que se implemente en la práctica, junto con la administración de la cartera de activos en poder de la Reserva Federal y su impacto sobre los rendimientos de los *treasuries* de largo plazo, resultan relevantes tanto para la evolución de los mercados financieros en general como de los instrumentos de economías emergentes en particular, con potenciales implicancias a nivel macroeconómico

vos incluyeron distintas rondas de expansión cuantitativa, que en su última versión (anunciada en septiembre de 2012 y ampliada a fines del mismo año) comprende instrumentos del Tesoro de largo plazo y activos vinculados a hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés).

En un contexto de gradual mejora en las condiciones económicas en los EEUU, desde el primer semestre del año pasado comenzó a considerarse con más fuerza la posibilidad de ir desmantelando en forma progresiva los estímulos vigentes. Así, las expectativas con respecto al futuro accionar de la Fed fueron cobrando particular relevancia en términos de la evolución de los mercados financieros internacionales, incluyendo a los activos de economías emergentes.

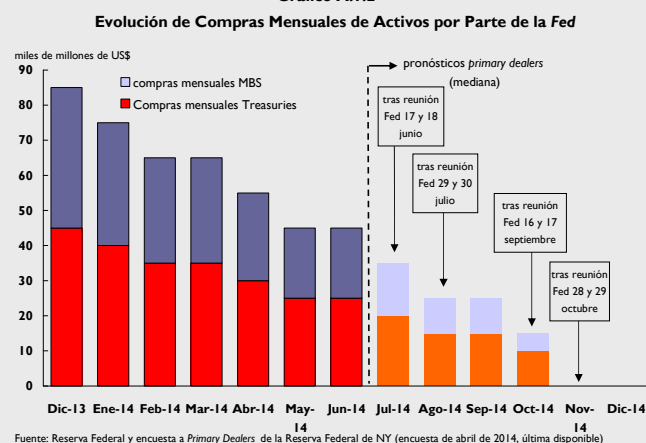
Gráfico A.1.1



Desde el pico de la crisis financiera de 2008-2009, la Reserva Federal (Fed) norteamericana ha venido introduciendo una serie de medidas de estímulo. Éstas incluyeron el mantenimiento de tasas de interés en niveles mínimos y anuncios sobre la evolución futura de dichas tasas (*forward guidance*). Además se implementaron medidas de carácter no convencional, como la adquisición de instrumentos financieros para influir sobre las condiciones de mercado, lo que implicó un fuerte crecimiento del activo de la institución y un cambio en su composición⁶ (ver Gráfico A.1.1). Las compras de acti-

⁶ Otra línea de acción importante en el período 2008-2010 estuvo dada por diversos programas vinculados a entidades financieras (bancos, fondos de *money market*, *primary dealers*) o a ciertos sectores del mercado (*commercial paper* de empresas, activos securitizados). A esto se le sumó la asistencia prestada a entidades financieras específicas (bancos, AIG, etc.) durante el pico de la crisis financiera. Más recientemente, en 2011-2012 se llevaron a cabo, además, ventas de *treasuries* de corto plazo en cartera para adquirir instrumentos del Tesoro de largo plazo (“Operación *Twist*”).

Gráfico A.1.2



A fines de 2013, y luego de un período inicial de incertidumbre, se anunció el inicio del proceso de morigeración de las compras de activos por parte de la Fed (*tapering*) a partir de enero. Hasta el momento ya se implementaron 4 rondas de recortes en las compras mensuales de activos, pasando de un nivel de adquisiciones de US\$85.000 millones a fines de 2013 a US\$45.000 millones por mes desde mayo⁷. Si bien la Fed no se ha comprometido con un sendero específico para la reducción de sus compras, en la actualidad se espera que —de no mediar sorpresas negativas con respecto a la evolución de la economía de los EEUU— la adquisición de activos continúe contrayéndose tras los sucesivos encuentros del FOMC (Comi-

⁷ Mientras que hasta diciembre se compraban US\$45.000 millones en *treasuries* de largo plazo y US\$40.000 millones en MBS, desde mayo se adquieren US\$25.000 millones en instrumentos del Tesoro y US\$20.000 millones en MBS.

té Federal del Mercado Abierto, por sus siglas en inglés, ver Gráfico A.1.2)⁸.

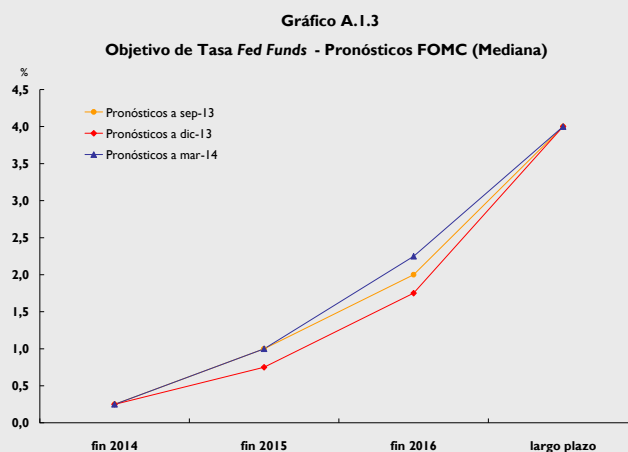
De esta manera, los pronósticos de los *primary dealers* recogidos en la encuesta que lleva a cabo la Reserva Federal de Nueva York u otros sondeos realizados entre integrantes del mercado⁹, anticipan que el actual programa de compras finalizaría en los últimos meses de este año. Posteriormente, la Fed seguiría teniendo incidencia sobre las condiciones de los mercados financieros (rendimientos de *treasuries* de largo plazo, condiciones del mercado de hipotecas, etc.) en función de cómo administre las significativas —y todavía crecientes— tenencias de activos en cartera y sus flujos asociados.

Una vez puesto en marcha el proceso de *tapering*, en lo que va de 2014 los inversores pasaron a enfocarse en el inicio de un futuro ciclo de incrementos en las tasas de interés de corto plazo. Esto se da en un contexto en el cual existe un debate en torno a cuestiones vinculadas a como se implementará —en términos operativos— una suba efectiva de estas tasas de interés en un contexto de fuerte aumento en el tamaño del balance de la Fed y exceso de liquidez en el sistema financiero¹⁰.

En este sentido se destacó la reunión de política monetaria de marzo, en la que se introdujeron diversas novedades. Por un lado, se modificó la forma de aplicación del esquema de *forward guidance*, que pasó a tener un sesgo más cualitativo. La guía pasó de incluir menciones explícitas a niveles específicos de desempleo (por encima de 6,5%) y de expectativas de inflación a 1 y 2 años (no más de 50 p.b. por encima del objetivo de largo plazo de 2%), a implicar un patrón de decisiones que incluye el seguimiento de un conjunto amplio de indicadores sin asumir metas específicas: datos del mercado laboral, presión inflacionaria y expectativas sobre inflación y sobre la evolución de los mercados financieros.

En la reunión de política monetaria de marzo se presentaron además pronósticos de los miembros del FOMC. Estos datos evidenciaron que, si bien la mayoría de los miembros seguía proyectando que el inicio de las subas en el objetivo de la tasa de *Fed Funds* se lleve a cabo en 2015 (como ya se observaba en pronósticos previos), en general las expectativas tendieron a proyectar objetivos

de tasas de interés de corto plazo para fines de 2015 y de 2016 más altos de los que se venían esperando (ver Gráfico A.1.3). A esto se le sumaron comentarios de Janet Yellen, en su primera reunión como presidente de la Fed, sobre el *timing* del inicio del ciclo de subas en las tasas de interés, que fueron interpretados como una señal de que el proceso comenzaría antes de lo que se preveía en 2015¹¹. El efecto inicial de estas sorpresas, sin embargo, se fue atemperando más recientemente, al tiempo que desde la Fed se hacía hincapié en que en las condiciones actuales los estímulos monetarios siguen siendo necesarios, que cuando se inicie el ciclo de normalización de las condiciones monetarias el mismo será gradual y que durante un tiempo las tasas de interés de corto plazo deberán mantenerse en niveles por debajo de los considerados normales en el largo plazo.



Fuente: Reserva Federal.

Tanto los sondeos entre agentes del sector financiero como los mercados a futuro reflejan que se espera que las tasas de interés de corto plazo comiencen a subir en la segunda mitad de 2015. Así, por ejemplo, encuestas realizadas por Bloomberg muestran que ya para septiembre de 2015 se espera que el objetivo de la tasa de *Fed Funds* esté por encima de 0,50%, contra un rango actual de 0-0,25% (ver Gráfico A.1.4). Por su parte, según los pronósticos de los *primary dealers*¹², la mediana espera que el primer incremento de tasas se dé en el tercer trimestre de 2015, finalizando el año en un nivel de 0,75%¹³. En el mercado a futuros, a su vez, los contratos de *Fed Funds* con vencimiento a fines de 2015 están cotizando en un nivel por encima de 0,5% (hasta principios de mayo estaban en torno a 0,75%). Se destaca que

⁸ En lo que queda de 2014 hay reuniones de política monetaria en junio, julio, septiembre, octubre y diciembre.

⁹ Por ejemplo, las encuestas realizadas por plataformas de información especializada como Bloomberg o Reuters.

¹⁰ Por ejemplo, como planificación anticipada, la Reserva Federal de NY está llevando a cabo un ejercicio vinculado a la línea de *repos* reversos *overnight* a tasa fija con una amplia gama de contrapartes. Este ejercicio tiene como objetivo mejorar la capacidad de actuar sobre las tasas de corto plazo en un contexto de fuerte incremento en el balance de la Fed.

¹¹ Yellen mencionó que las tasas de interés de corto plazo podrían comenzar a incrementarse unos 6 meses después de darse por finalizado el programa de compras de activos vigente.

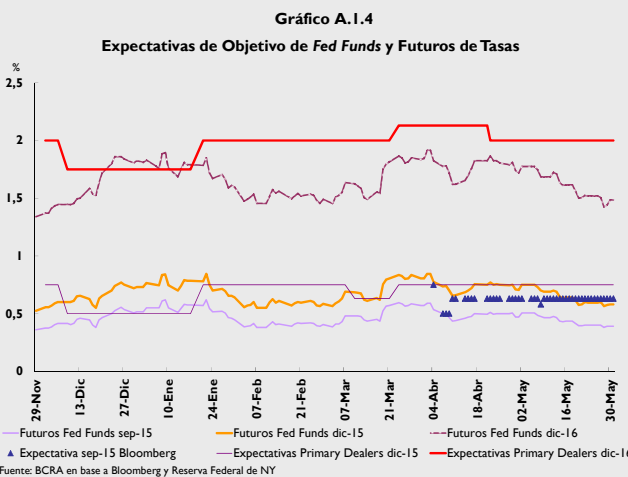
¹² En base a la encuesta de abril del corriente año, con expectativas por semestre.

¹³ Para el mismo período, en la encuesta anterior (marzo) más de la mitad de los aportantes esperaba que los rendimientos de los instrumentos del Tesoro a 10 años esté en un rango de 3,5-4,5%.

todas estas mediciones están por debajo de la mediana de los participantes del FOMC para fines de 2015, de 1%.

de activos en los últimos años—, los flujos de capitales y las condiciones macroeconómicas entre los emergentes.

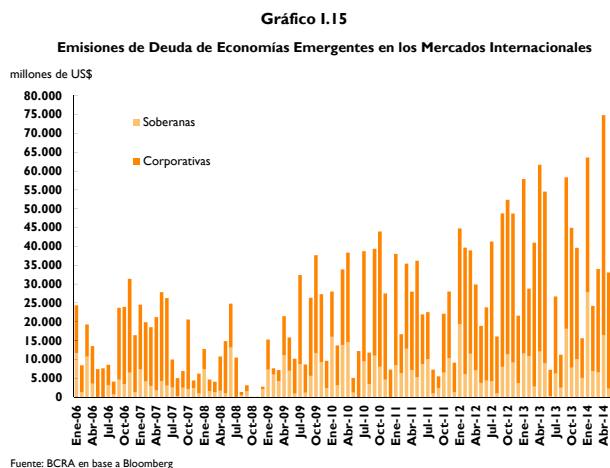
Con respecto a los pronósticos de mediano plazo, los *primary dealers* esperan que el objetivo de *Fed Funds* esté en 2% a fines de 2016, por encima de 3% a fines de 2017 y en 3,75% a mediados de 2018. Esto implica el avance progresivo hacia el nivel de 4% esperado por los integrantes del FOMC en el largo plazo (nivel cercano al promedio observado en los últimos 30 años¹⁴).



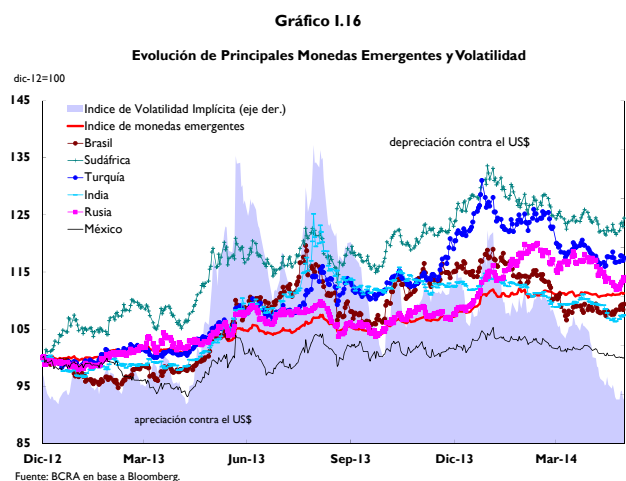
Tal como lo evidencian los episodios de turbulencia observados en 2013¹⁵, en la medida en que se verifiquen ajustes sobre las expectativas (por ejemplo, con revisiones abruptas sobre el ritmo de avance en el *tapering* o sobre el incremento esperado para las tasas de interés de corto plazo) los cambios implicados en las asignaciones de cartera a nivel global afectarían a los mercados financieros en general. Asimismo, cobra particular relevancia la forma en la que acompañen los rendimientos de los *treasuries* de largo plazo el avance hacia un escenario de mayores tasas de interés de corto plazo. En este sentido, el comportamiento de la pendiente de la curva de retornos depende en parte de que haga la Fed con su cartera de instrumentos del Tesoro de largo plazo. El efecto sobre la curva de rendimientos norteamericana es de particular interés para las economías emergentes, en función de las implicancias sobre los activos de dichas economías —luego del fuerte crecimiento de esta clase

¹⁴ En igual período el promedio observado del rendimiento de los *treasuries* a 10 años fue mayor a 5,5% (superior a 4,5% en los 10 años previos al pico de la crisis financiera internacional en 2008-2009). Por su parte, las proyecciones de la oficina del congreso dedicada al presupuesto (CBO) usan como supuesto para el período 2014-2024 que los rendimientos de los instrumentos del Tesoro a 10 años irán subiendo de un nivel cercano a 3% en 2014 a uno de 5% a partir de 2018, con subas de entre 50 y 60 p.b. por año entre 2014 y 2017.

¹⁵ Ver Apartado “Activos de Economías Emergentes y Volatilidad en los Mercados internacionales”, en Boletín de Estabilidad del segundo semestre de 2013.



términos agregados una merma interanual de 6% durante los primeros cinco meses de 2014 (ver Gráfico I.15). Esta evolución está explicada por el menor flujo de colocaciones de deuda corporativa, dado que las operaciones de gobiernos crecieron contra igual período de 2013¹⁶. Por último, en lo que respecta a los flujos de portafolio, mientras que a comienzos de 2014 persistía la tendencia a la salida desde fondos especializados en activos de economías emergentes (deuda y acciones), este comportamiento comenzó a atenuarse en marzo y pasó a revertirse en abril y mayo, cuando se computaron entradas netas. Sin embargo, en lo que va de 2014 se siguen acumulando salidas netas, tanto para los fondos especializados en acciones de economías emergentes como para aquellos que lo hacen en instrumentos de deuda.



Las monedas emergentes comenzaron el año registrando una considerable volatilidad, pasando a estabilizarse luego del primer bimestre. Este comportamiento inicial se dio en el marco de una conjunción de factores, incluyendo dudas con respecto al crecimiento en China, el aumento de las tensiones en Ucrania y las continuas salidas de fondos especializados en acciones y deuda de economías emergentes. Ante un escenario más volátil, distintos países debieron aplicar medidas para contener la situación, incluyendo subas en las tasas de interés de referencia (por ejemplo, en Turquía y Sudáfrica) e intervenciones en los mercados de monedas. De esta manera, el promedio de las monedas de economías emergentes acumula una depreciación de casi 4% contra el dólar en lo que va del año, luego de debilitarse más de 7% en 2013 (ver Gráfico I.16).

En términos regionales, en 2014 las monedas de América Latina mostraron en promedio una depreciación de 7% contra el dólar. Este comportamiento no se observó para todas las monedas de la zona; por ejemplo, el real brasileño se apreció 5% contra el dólar en los primeros meses de 2014, corrigiendo en parte la depreciación de 15% computada el año previo. La revalorización del real se produjo en un contexto de mejora en el balance de pagos y de continuas subas en el objetivo de la SELIC por el Banco Central de Brasil hasta la reunión de abril inclusive¹⁷, al tiempo que la institución continuó interviniendo en el mercado de cambios en forma sistemática, aunque reduciendo en el margen sus posiciones. Por su parte, las monedas de EMEA, afectadas por las tensiones entre Rusia y Ucrania¹⁸, acumularon en lo que va del

¹⁶ El monto de colocaciones de deuda soberana se incrementó 30% en enero-mayo contra igual período de 2013, mientras que en el caso de las operaciones del sector corporativo (cuyo monto explica casi tres cuartas partes del total en enero-mayo) se verificó una merma interanual de 14%.

¹⁷ En la reunión de mayo se dejó el objetivo de SELIC sin cambios en 11%.

¹⁸ El rublo ruso se depreció casi 6% contra el dólar, mientras que la moneda de Ucrania acumula una depreciación de más de 40% en lo que va del año. En el caso de Rusia, se destaca que se intensificaron las salidas de capitales (al tiempo que, más recientemente, se habría dado cierta

año una depreciación de más de 6% contra el dólar. Finalmente, para las monedas de Asia emergente se acumuló una apreciación contra el dólar, aunque en el caso particular de la moneda china se verificó una depreciación.

Si bien la mayor cautela observada en los mercados internacionales a principios de 2014 se fue disipando en términos relativos en los últimos meses, se mantiene el monitoreo de diversos factores. Entre estos continuará destacándose la evolución de la economía norteamericana y la respuesta de la Fed en términos del gradual levantamiento de las medidas de estímulo de carácter extraordinario implementadas en los últimos años. En Europa se mantendrá el seguimiento de la situación económica y, en particular, el efecto de los estímulos monetarios anunciados en junio por el BCE (con posibilidad de medidas adicionales en el futuro). En este caso se suma además como factor a monitorear los resultados de la evaluación amplia del sistema financiero y el progresivo avance hacia la unión bancaria. Por último, los cambios en las políticas de estímulo de países desarrollados podrían tener impacto sobre la evolución de las economías en desarrollo y de sus activos y mercados financieros, con potenciales respuestas de política propia. Adicionalmente, se mantiene el riesgo asociado a cuestiones geo-políticas (escalada en el conflicto entre Rusia y Ucrania, situación en Irak), por lo que no se descarta la materialización de nuevos episodios de volatilidad en 2014.

repatriación de fondos del sistema financiero ruso desde Europa a Rusia). Por su parte, el Banco Central implementó subas en la tasa de interés e intervino en el mercado cambiario para estabilizar el valor del rublo.

II. Contexto Local

Síntesis

Siguiendo el comportamiento evidenciado desde mediados de 2013, en lo que va de 2014 la actividad económica se debilitó. Esta trayectoria reflejó la continua disminución de la demanda externa —particularmente la de Brasil— sumada al menor impulso proveniente del gasto interno (consumo e inversión). La producción de bienes se vio afectada por la menor actividad industrial y de construcción, parcialmente contrarrestadas por el aumento de la producción agrícola. Los servicios se mantuvieron en alza, registrando una desaceleración en el margen. En el primer tramo de 2014 los principales indicadores del mercado de trabajo evidenciaron signos de relativa estabilidad. La tasa de desempleo se ubicó en 7,1% de la PEA durante enero y marzo de 2014, disminuyendo 0,8 p.p. respecto del nivel de un año atrás.

Las exportaciones de bienes cayeron en los primeros meses de 2014, debido al débil desempeño de los principales socios comerciales de la Argentina. Las importaciones también disminuyeron en igual período, aunque en menor cuantía. Se observó una disminución interanual del resultado comercial, que continuó siendo positivo y el principal sostén de la Cuenta corriente.

Desde principios de 2014 los precios minoristas han reducido sostenidamente su ritmo de aumento mensual. Varios factores incidieron en esta desaceleración, entre los que se encuentra la política monetaria y cambiaria, así como las políticas de acuerdos de precios, todo ello en un marco de menor actividad económica.

En un contexto internacional menos favorable, en el inicio de 2014 se produjo una depreciación del tipo de cambio que permitió mejorar la competitividad externa. Además, se decidió incrementar las tasas de interés en las licitaciones de Letras del BCRA, propiciando el ahorro en moneda nacional, dado el mayor rendimiento de los depósitos en pesos. Al mismo tiempo aumentó la

absorción de liquidez a través de dichos instrumentos, si bien su saldo en términos de los depósitos se mantuvo por debajo de los niveles alcanzados históricamente. Esta Institución también reintrodujo límites a la posición global neta de moneda extranjera de las entidades, dando lugar a que éstas incrementaran su oferta de divisas, contribuyendo así a aliviar las presiones sobre el mercado cambiario. Las medidas permitieron una moderación de la expansión interanual de los agregados monetarios, en línea con el objetivo de estabilidad monetaria y financiera del BCRA.

A partir de la entrada en vigencia de los acuerdos salariales alcanzados a través de las paritarias, y en la medida en que se sostengan las condiciones laborales, cabría esperar una recuperación del consumo. Actuarán en igual sentido la mejora en los ingresos de los sectores ligados a la actividad agropecuaria y las políticas que apoyan los ingresos de la población de menores recursos, incluyendo los recientes ajustes de los haberes previsionales y las asignaciones familiares.

Las cotizaciones de los activos financieros en los mercados locales mantuvieron un sesgo positivo en los primeros meses de 2014, a pesar de verificarse una mayor volatilidad en el primer bimestre del año. Esto se debió tanto a factores internacionales como locales (acuerdos con Repsol y el Club de París, entre otros). Los títulos públicos presentaron una evolución mixta. El financiamiento a través de los mercados continúa creciendo aunque con incidencia de operaciones puntuales. A mediados de junio la Corte Suprema norteamericana rechazó el pedido de apelación de Argentina en el litigio con los tenedores de deuda soberana no presentada en los canjes efectuados, lo que llevaría a la definición de un nuevo escenario para la evolución de los precios de los activos financieros locales en el corto plazo.

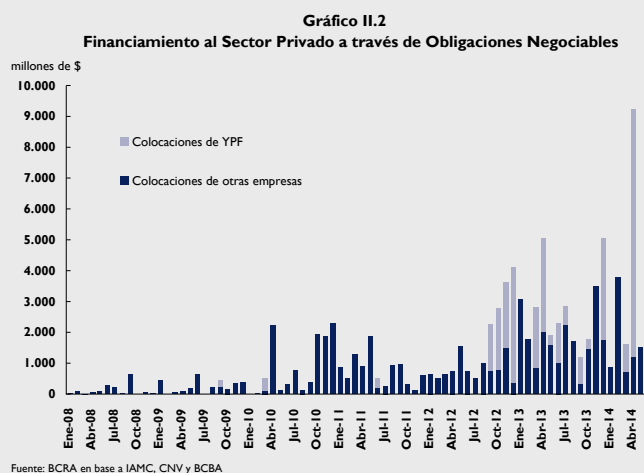
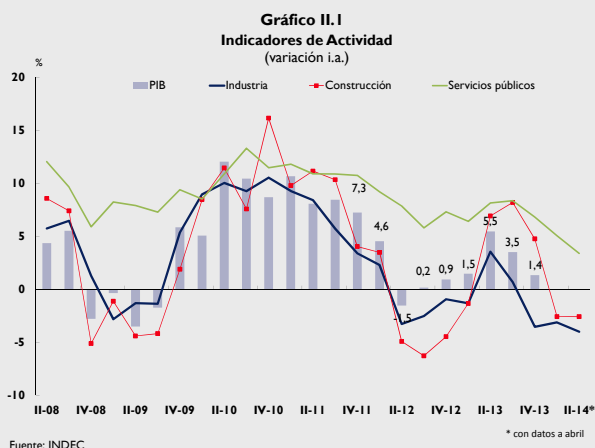


Gráfico II.3

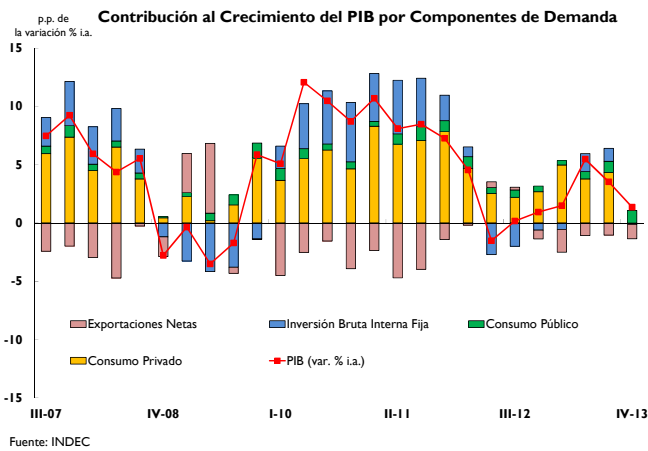


Gráfico II.4

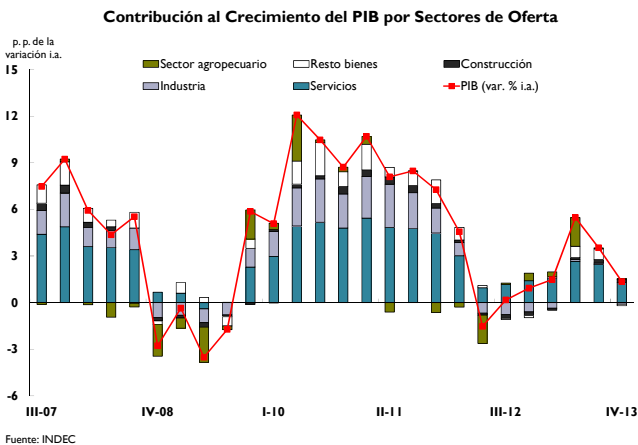
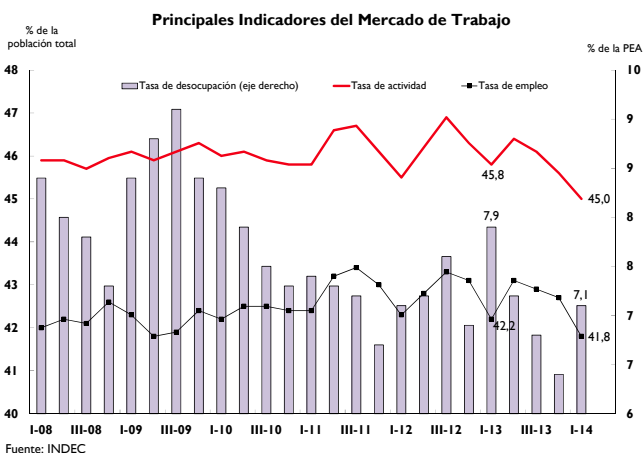


Gráfico II.5



II.1 Coyuntura macroeconómica

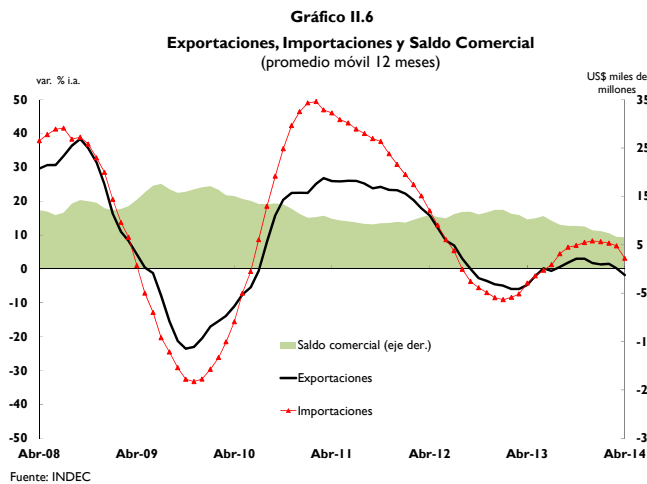
En lo que va de 2014, la actividad económica continúa la desaceleración iniciada a mediados del año pasado

Durante 2013 el PIB se expandió 3%, creciendo más fuertemente que en 2012, cuando mostró un alza de 0,9%¹⁹. Sin embargo, a lo largo del segundo semestre del año pasado la producción de bienes y servicios registró una desaceleración en su tasa de aumento en comparación con los seis meses previos. Esta menor expansión estuvo principalmente asociada al desempeño del consumo privado, que se sumó al aporte negativo de las exportaciones netas (ver Gráfico II.3). La inversión, por su parte, recuperó dinamismo, aunque se mantiene por debajo de los niveles de 2011. Así, el gasto de capital aumentó 3% en todo 2013, permaneciendo su proporción respecto del PIB en 20,9%. Por el lado de la oferta, la merma en la tasa de expansión económica entre junio y diciembre de 2013 fue explicada por el menor aporte al crecimiento del sector agropecuario y de los servicios y la nula contribución de la industria. En tanto, la construcción revirtió el desempeño del primer semestre al crecer en promedio en torno a 5% interanual (i.a.; ver Gráfico II.4).

En lo que va de 2014 la actividad económica profundizó la tendencia iniciada a mediados del año previo, siendo afectada por la continua disminución de la demanda externa y el debilitamiento del gasto interno, tanto del consumo como de la inversión. A nivel sectorial, la producción de bienes se retrajo a partir de la disminución de la industria y de la construcción (ver Gráfico II.1). Según el Estimador Mensual de la Industria (EMI), la actividad manufacturera disminuyó 3,4% i.a. entre enero y abril de 2014, mientras que de acuerdo al Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), este sector cayó 2,6% i.a. en igual período. Por su parte, los servicios siguieron en aumento, elevándose en promedio en los primeros cuatro meses de 2014 a una tasa interanual de 4,6%, impulsados principalmente por el comercio, el transporte y las comunicaciones. También se habría incrementado la actividad agrícola, dada el alza estimada cercana a 3,5% en la cosecha del ciclo 2013/14 — originada fundamentalmente en la mayor producción de soja y de trigo —.

Los principales indicadores del mercado de trabajo se mantuvieron relativamente sólidos durante el primer trimestre de 2014. Según la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), para los 31 aglomerados relevados el desem-

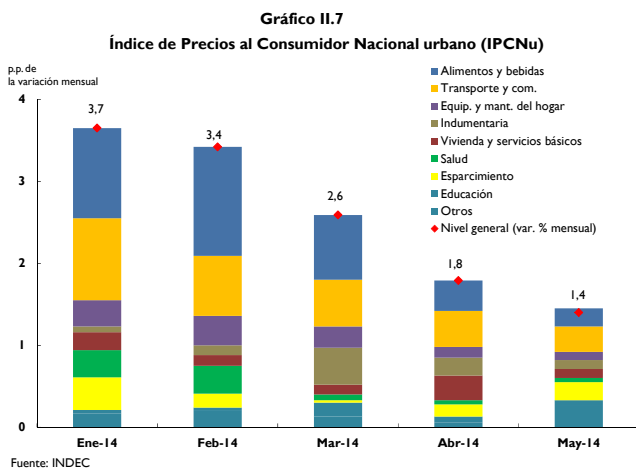
¹⁹ Recientemente el INDEC difundió los datos preliminares de las Cuentas Nacionales con una actualización del año utilizado como base de cálculo desde 1993 a 2004.



pleo se ubicó entre enero y marzo pasado en 7,1% de la Población Económicamente Activa (PEA), disminuyendo 0,8 puntos porcentuales (p.p.) respecto del primer trimestre de 2013. En tanto, la fuerza laboral representó al 45% de la población, mientras que la tasa de empleo se ubicó en 41,8%, en ambos casos reduciéndose respecto de los registros de un año atrás, aunque ubicándose en niveles elevados (ver Gráfico II.5).

En lo que respecta al comercio exterior, las exportaciones acumularon una baja de 10,3% i.a. en los primeros cuatro meses de 2014, principalmente debido a las menores cantidades embarcadas. La retracción de las ventas de manufacturas industriales reflejó la baja de los envíos de material de transporte —particularmente con destino a Brasil— y la caída del valor de las exportaciones de productos primarios, explicada por las menores ventas de trigo y maíz. Este desempeño fue parcialmente contrarrestado por el alza de las ventas de manufacturas de origen agropecuario —motorizadas por el complejo sojero— y de combustibles.

Las importaciones registraron una baja de casi 5% i.a. en el período transcurrido hasta abril, debido a las menores cantidades adquiridas. Todos los usos de importación disminuyeron en términos interanuales a excepción de los combustibles y lubricantes, y de los bienes de capital. El desempeño conjunto de las exportaciones y de las importaciones determinó un superávit comercial acumulado entre enero y abril de 2014 de US\$1.047 millones, US\$1.447 millones por debajo del registro de igual lapso del año previo (ver Gráfico II.6).



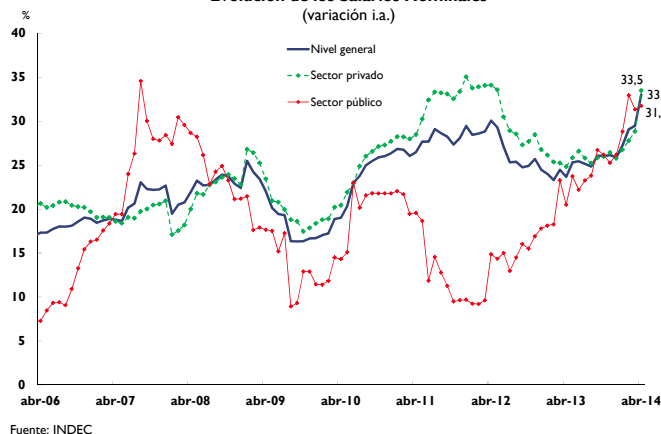
Según el nuevo Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU)²⁰, los precios minoristas desaceleraron su ritmo de aumento mensual en lo que va de 2014²¹. Así, según este indicador, entre enero y mayo de 2014 el costo de la canasta de consumo se elevó 13,5%. Este incremento estuvo explicado fundamentalmente por la trayectoria de los precios de los alimentos y bebidas, y del transporte y comunicaciones (ver Gráfico II.7).

Cabe considerar que al presente la mayoría de los convenios colectivos de trabajo cerraron las negociaciones correspondientes al año en curso. En general las subas acordadas se ubicaron en torno a 30%, superando los ajustes negociados en 2012 y 2013. En este sentido, se prevé que los salarios de la economía, que crecieron 33% i.a. a abril

²⁰ A partir de febrero el INDEC difundió un nuevo índice de precios minoristas, el IPCNu, que posee cobertura nacional y que considera una nueva canasta de consumo actualizada según los resultados de la última Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares de 2012/13. Para mayor detalle sobre la metodología del indicador, ver el Apartado “Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU)” del Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de febrero de 2014.

²¹ Cabe considerar que el Gobierno implementó el programa con alcance nacional “Precios Cuidados” que consiste en la administración de precios flexibles a partir de la cual se establecen valores de referencia para un conjunto de bienes.

Gráfico II.8
Evolución de los Salarios Nominales
(variación i.a.)



pasado, registren un mayor ritmo de alza en el corto plazo (ver Gráfico II.8).

En los próximos meses se esperaría una mejora en el gasto interno a partir de la recuperación del consumo de las familias, impulsado por la entrada en vigencia de los acuerdos salariales y la permanencia de las políticas de transferencias de ingresos hacia los sectores de menores recursos, así como por la mejora en los ingresos de los sectores ligados a la actividad agropecuaria. En esta trayectoria jugará un rol central el sostenimiento de las condiciones en el mercado laboral.

II.2 Coyuntura monetaria

El BCRA implementó un conjunto de medidas destinadas a equilibrar el mercado cambiario y promover el ahorro en moneda nacional

En enero de este año, en un contexto en el que numerosos países emergentes enfrentaron presiones sobre sus monedas, se produjo una depreciación del tipo de cambio que permitió mejorar la competitividad externa (ver Gráfico II.9). A la vez, se permitió que las personas físicas residentes, de acuerdo a ciertos parámetros, tengan acceso a la formación de activos externos de libre disponibilidad²².

Continuando con su política de favorecer el ahorro en moneda nacional, y en consonancia con su mandato de estabilidad monetaria y financiera, a principios de 2014 el Banco Central aumentó las tasas de interés de las LEBAC a tasas predeterminadas. Así, las tasas de interés de las LEBAC con menores plazos se ubicaron entre fines de febrero y marzo en niveles de entre el 28,7% y 28,9%, y la tasa de interés de la especie adjudicada con mayor madurez se situó en 30,3%²³. Asimismo, tras varios meses volvieron a adjudicarse especies a tasa variable, registrando un *spread* positivo sobre la BADLAR de bancos privados, que alcanzó 1,3 p.p. en febrero, para ubicarse en 0,8 p.p. en lo que va de mayo. A partir de abril, el Banco Central decidió ajustar las tasas de interés de LEBAC en un contexto donde las variables de los mercados monetarios y de cambios se mostraron estabilizadas, acumulando un descenso de 2 p.p. a fines de mayo.

Asimismo, a fin de alentar que los ahorros en dólares del sector privado se mantuviesen bancarizados, en enero el BCRA comenzó a licitar LEBAC denominadas en dólares estadounidenses. Las nuevas especies pueden ser adquiridas por las entidades financieras en función de los depósi-

Gráfico II.9
Evolución Tipo de Cambio Real Multilateral y Socios Seleccionados

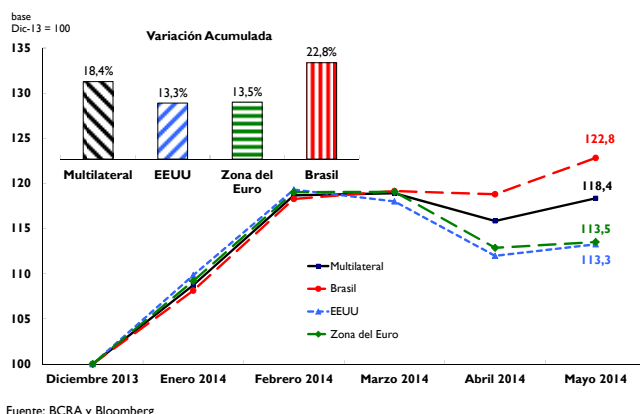
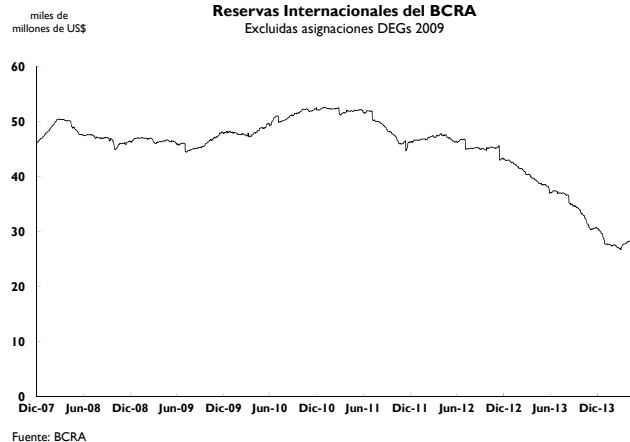
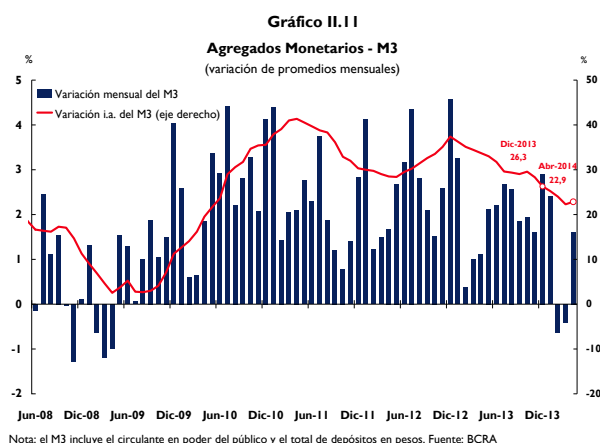


Gráfico II.10
Reservas Internacionales del BCRA
Excluidas asignaciones DEGs 2009



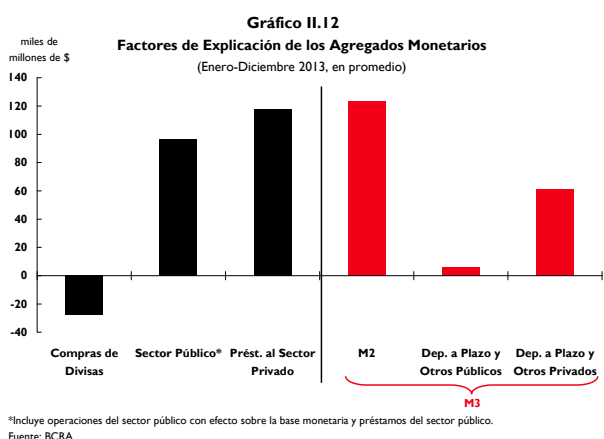
²² Comunicación "A" 5526. Complementariamente, la AFIP determinó que quien realice estas compras deberá realizar un pago a cuenta del impuesto a las ganancias y bienes personales de 20% en caso que se decida retirar las divisas en efectivo, mientras que se determinó una percepción del 0% en los casos que se mantengan depositadas en una cuenta en dólares durante al menos un año.

²³ En los últimos meses se colocaron LEBAC de mayor madurez, con algunas especies con plazos mayores a un año.



tos a plazo fijo en dólares del sector privado captados a partir del 27 de enero de 2014. Estas imposiciones tienen tasas de interés más altas que las habitualmente observadas en el mercado, dado que para suscribir estas LEBACs en dólares el Banco Central establece un *spread* máximo respecto a la de los depósitos a plazo. Esta medida se sumó a la tomada en diciembre último, cuando el Banco Central comenzó a ofrecer LEBAC en pesos liquidables al tipo de cambio de referencia entre el peso y el dólar estadounidense, para normalizar la liquidación de exportaciones y aumentar la oferta neta de divisas. Estas letras pueden ser suscriptas únicamente por exportadores del sector cerealero y aceitero.

Las medidas referidas se complementaron con otras de carácter macroprudencial. En este sentido, a principios de febrero de 2014 se limitó la posición global neta (PGN) en moneda extranjera al 30% de los recursos propios líquidos, o la responsabilidad patrimonial computable (RPC), lo que fuese menor²⁴. Esto implicó que las entidades financieras debieron reducir los saldos de sus cuentas en dólares en el BCRA incrementando la oferta de divisas, lo que contribuyó a aliviar la presión sobre el mercado cambiario.



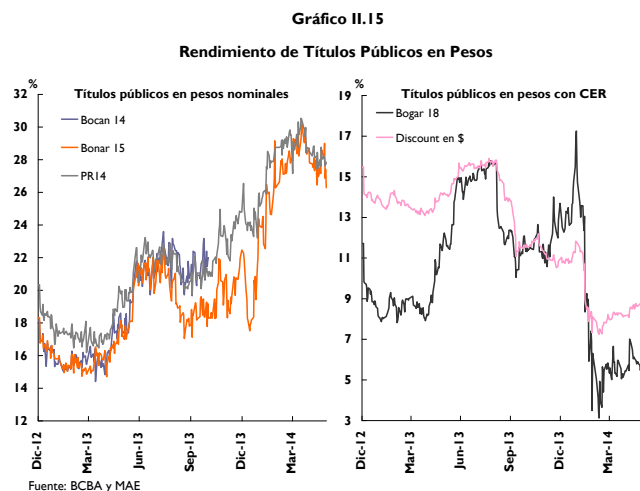
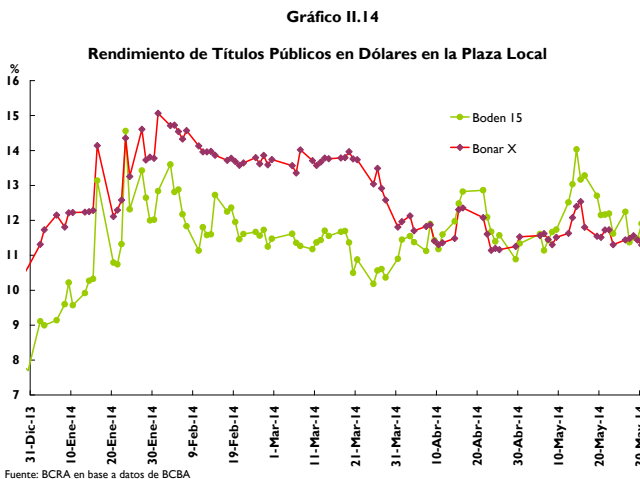
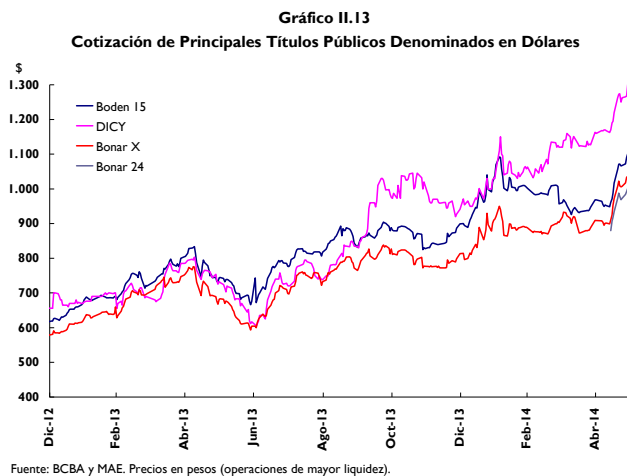
Como consecuencia del conjunto de medidas tomadas, el nivel de reservas internacionales se estabilizó desde fines de enero en torno a US\$28.000 millones y el BCRA volvió a ser comprador neto en el mercado de cambios (ver Gráfico II.10). A fines de mayo, en un contexto de mayor liquidación estacional de divisas por parte de los exportadores, las reservas internacionales totalizaron US\$28.542 millones. De esta forma, las compras netas en los primeros 5 meses de 2014 alcanzaron US\$3.739 millones, mientras que en el mismo período del año anterior habían ascendido sólo US\$731 millones.

En este contexto, los agregados monetarios en pesos continuaron moderando su ritmo de expansión a partir de la política de esterilización determinada BCRA. El agregado más amplio en pesos, M3²⁵, que mostró un crecimiento interanual de 26,3% en diciembre, siguió suavizando su tasa de crecimiento, alcanzando en abril una variación interanual de 22,9% (ver Gráfico II.11).

Durante 2013, en el marco de las políticas ejecutadas por el BCRA, los préstamos al sector privado se mantuvieron como el principal motor del crecimiento de los agregados monetarios (ver Gráfico II.12). En este sentido, las políticas de estímulo al crédito productivo, a través del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB) y la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP),

²⁴ Ver la comunicación "A" 5536.

²⁵ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos en pesos.



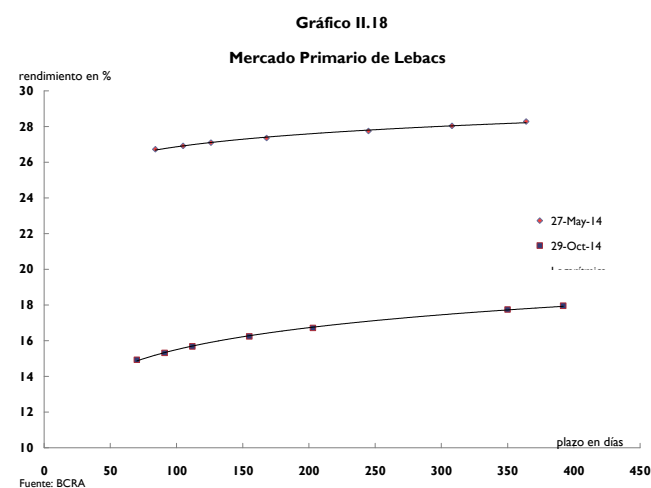
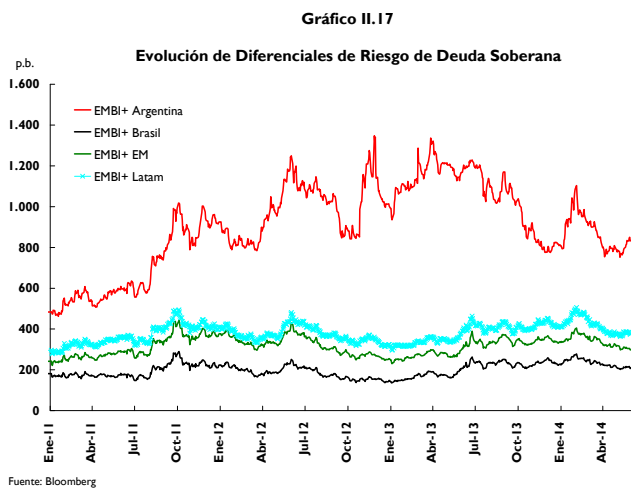
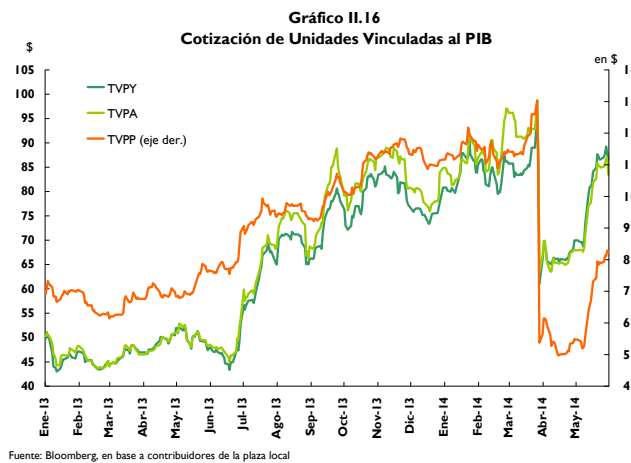
permitieron sostener un elevado ritmo de crecimiento de los préstamos en pesos al sector privado, en particular de aquellos a mayor plazo y destinados a las MiPyMEs. Debido a su impacto positivo sobre el crédito al sector productivo, el Banco Central estableció un nuevo cupo para la LCIP, destinado a financiar a las MiPyMEs. En esta cuarta etapa de implementación, que se desarrollará durante el primer semestre de 2014, las entidades financieras alcanzadas por la norma deberán acordar préstamos por al menos el 5% de sus depósitos en pesos del sector privado a fin de noviembre de 2013. Asimismo, con el objetivo de mantener un fluido financiamiento al capital de trabajo y preservar la cadena de pagos del crédito comercial, el Banco Central dispuso que durante marzo pueda aplicarse hasta el 10% del cupo del primer semestre de 2014 al descuento de cheques de pago diferido de MiPyMEs, y hasta un 10% adicional durante abril, mayo y junio de 2014 (totalizando un 40% del cupo).

II.3 Mercado de Capitales

Los activos financieros argentinos tuvieron un comportamiento con saldo más bien favorable (con excepciones) durante los primeros 5 meses de 2014, con una volatilidad mayor a comienzos de año. Esta evolución estuvo vinculada tanto a la coyuntura de los mercados internacionales como a factores de carácter idiosincrático. Entre estos últimos se encuentra el litigio con los tenedores de deuda soberana argentina no presentada en los sucesivos canjes realizados en 2005 y 2010. En este sentido, a mediados de junio la Corte Suprema rechazó la apelación realizada por Argentina al fallo del juez Griesa, abriendo un nuevo marco para la evolución de los activos financieros argentinos.

Los títulos públicos mostraron un comportamiento mixto a nivel local, con mejoras entre las especies en dólares de mayor liquidez

Tras haber cerrado con alzas generalizadas el año pasado, las cotizaciones en moneda local de los títulos públicos en dólares (las transacciones de mayor liquidez en la plaza argentina) continuaron en ascenso en los primeros meses de 2014. Esta evolución responde en buena parte a las subas registradas a comienzos del año, acompañando la evolución del tipo de cambio \$/US\$, observándose posteriormente una evolución dispar hasta mayo, cuando volvió a evidenciarse un claro sesgo alcista en los precios (ver Gráfico II.13). Por ejemplo, para las dos especies más líquidas, el Boden 15 y el Bonar X, se verificaron entre enero y mayo avances en un rango de 15%-22% en sus precios expresados en pesos. En términos de



sus retornos en dólares, teniendo en cuenta operaciones realizadas localmente en moneda extranjera²⁶, estas mismas especies acumulan en el año un incremento de entre 60 y 420 p.b. (ver Gráfico II.14).

En lo que respecta a los títulos en pesos, en algunos casos las subas de precio registradas en 2013 no se mantuvieron en lo que va de 2014. Entre las especies en pesos que ajustan por CER se extendió el sesgo positivo en los precios, en el marco del lanzamiento del IPCNu a principios de año. Sin embargo, las especies en pesos nominales, entre las que sobresalen aquellas con cupón siguiendo a la BADLAR Bancos Privados, evidenciaron mermas de precios en un contexto de subas en su tasa de interés de referencia. Así, mientras los rendimientos de los bonos que ajustan por CER de mayor liquidez retrocedieron más de 500 p.b. en promedio en lo que va de 2014, los retornos de las especies en pesos nominales se ampliaron más de 300 p.b. hasta fines de mayo (ver Gráfico II.15).

Por su parte, los precios de las unidades vinculadas al PIB tuvieron un comportamiento volátil en los últimos meses. Tras evidenciar una tendencia alcista importante durante la segunda mitad del año pasado y el primer bimestre de este año, en marzo los precios pasaron a recortarse fuertemente, luego de conocerse el dato de crecimiento del PIB de 2013²⁷ (ver Gráfico II.16). Posteriormente estos precios verificaron una parcial recomposición hasta fines de mayo.

Luego de corregirse a la baja en 2013, en los últimos meses los diferenciales de riesgo de la deuda pública argentina mostraron un comportamiento cambiante, con ampliación inicial, recortes entre febrero y abril y una renovada tendencia a la suba en la segunda quincena de mayo. De esta manera, el *spread* del EMBI+ para Argentina, calculado en base a cotizaciones en plazas extranjeras de bonos con legislación internacional, subió 25 p.b. desde fines de 2013 hasta fines de mayo (ver Gráfico II.17). En el mismo período, el margen del EMBI+ para los países de América Latina se recortó 35 p.b.. Esta evolución recoge el efecto de factores como la evolución del litigio con los fondos buitres por la deuda soberana no presentada a los sucesivos canjes, el logro de un acuerdo con Repsol en términos de la compensación por la expropiación de YPF²⁸, y con el Club de París con respecto al esquema para cancelar en forma definitiva los pasivos con dicho organismo.

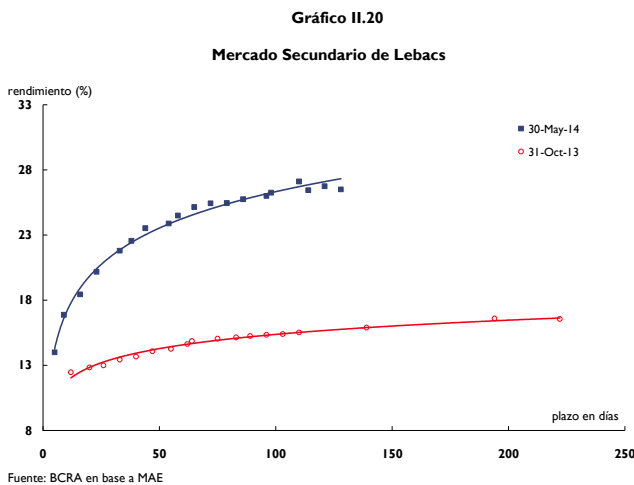
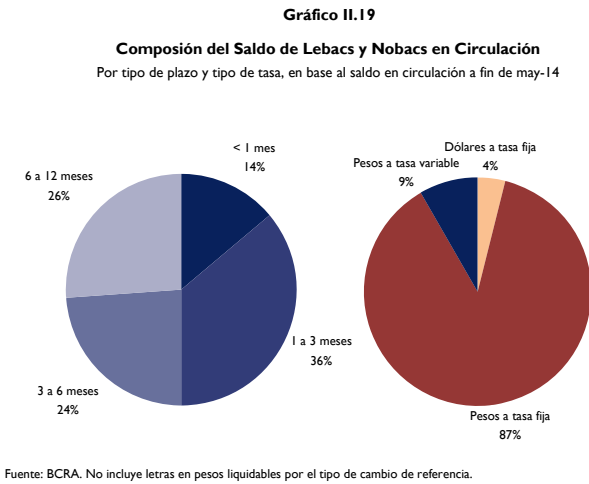
²⁶ En base a datos de la BCBA. Estas operaciones en moneda extranjera tienen menor liquidez que las realizadas en pesos.

²⁷ Este guarismo anticiparía que el crecimiento de 2013 no habría sido suficiente para gatillar el pago del cupón a fin de año.

²⁸ Como resultado del acuerdo con Repsol, la empresa recibió títulos públicos (ver Capítulo 3) que fueron rápidamente liquidados en el mercado.

En los primeros meses de 2014 se incrementó el saldo de los instrumentos del BCRA, con subas en las tasas convalidadas en las licitaciones,

Tras haber crecido 26% en 2013, en los primeros 5 meses del corriente año el saldo de letras y notas del BCRA se incrementó a un ritmo más marcado (64%). No obstante este crecimiento, cabe destacar que el saldo de estos instrumentos medido en términos de los depósitos alcanzó a 22,7%, nivel todavía por debajo de los alcanzados históricamente. El crecimiento del saldo se dio en el contexto de un aumento de las tasas licitadas en el mercado primario (ver Gráfico II.18): en enero se incrementaron 1.000 p.b., para luego comenzar a ceder parcialmente a mediados de abril. En los últimos meses volvieron a colocarse notas, lo que llevó a que se incrementara su participación hasta un nivel de casi 9% del saldo en circulación (ver Gráfico II.19). Por otra parte, hacia fines de enero el BCRA comenzó a ofrecer letras internas denominadas en dólares, a ser suscriptas por entidades financieras que tomen depósitos a plazo fijo en esa moneda (Com. “A” 5527)²⁹. Por último, el plazo promedio (ponderado por monto) de las colocaciones en pesos no sufrió cambios importantes desde fines de 2013, y permaneció en un nivel cercano a los 180 días residuales. Con respecto al saldo, el plazo promedio de las letras en pesos en circulación se ubicó en torno a los 130 días residuales (a fines del año pasado se encontraba en 135 días).

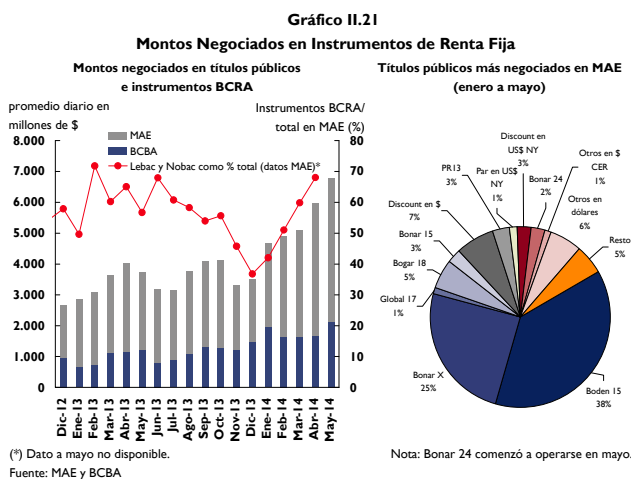


En el mercado secundario, los retornos exigidos sobre las letras se ampliaron, siguiendo las subas en las tasas de interés de las licitaciones desde fines de enero (ver Gráfico II.20). Para las notas, si bien hubo cierto incremento en su negociación en los primeros meses del año, las transacciones siguieron siendo esporádicas, lo que dificulta la comparación en diferentes momentos del tiempo.

El monto negociado en instrumentos de renta fija continuó en ascenso en el primer cuatrimestre

Los montos operados en instrumentos de renta fija en las plazas locales (instrumentos del BCRA y títulos públicos) registraron un importante aumento en los primeros 5 meses del año, hasta alcanzar un promedio diario de \$5.500 millones. Esto implica un incremento de más de 45% contra el monto promedio de los 5 meses previos y una suba interanual de casi 60% (ver Gráfico II.21). Las transacciones con instrumentos del BCRA explicaron una parte importante de este ascenso, sobre todo durante

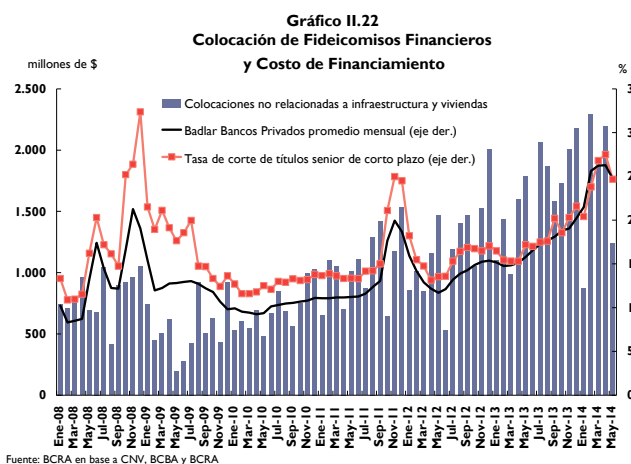
²⁹ Asimismo, en diciembre comenzaron a colocarse letras internas en pesos liquidables por el tipo de cambio de referencia (Com. “A” 5502). Estas letras se excluyen del presente análisis, en función de sus características especiales: pueden ser suscriptas por exportadores del sector cerealero y aceitero, su mecanismo de licitación difiere del esquema semanal planteado para el resto y pueden llevarse a cabo recompras anticipadas (para darles liquidez) por parte del BCRA a partir del día 91 tras su suscripción.



marzo y abril, cuando su participación alcanzó cerca del 70% del total³⁰. El monto operado en títulos públicos también aumentó desde principios de año, logrando un nivel de más de \$3.500 millones medido en promedio diario. Los bonos en dólares (en particular, el Bodén 15, seguido del Bonar X) concentraron el mayor volumen negociado entre los títulos públicos, con mayor ponderación que en los 5 meses previos. Por su parte, el volumen transado de los bonos en pesos avanzó en el período, liderado por instrumentos como el Discount, el Bogar 18 y el Bocon PR13.

Continúa incrementándose el financiamiento al sector privado a través de instrumentos del mercado, con fuerte incidencia de operaciones puntuales

El flujo bruto de financiamiento al sector privado y para obras de infraestructura y viviendas a través de instrumentos del mercado de capitales creció con fuerza en 2013, acumulando un volumen superior a \$71.700 millones, contra los casi \$38.000 millones de 2012. Sin embargo, este monto estuvo en buena parte influido por una operación de titulación de gran porte relacionada a programas de viviendas (Pro.Cre.Ar) y por las colocaciones de bonos de YPF (incluyendo dos colocaciones en el exterior en el tercer cuatrimestre). Sin tener en cuenta ni los fideicomisos de infraestructura y viviendas ni las operaciones de YPF, en 2013 el financiamiento a través de mercados fue cercano a \$44.500 millones. Se destacó el crecimiento de las colocaciones de ON del sector financiero (67% interanual) y de las financiaciones por medio de fideicomisos financieros no relacionados a obras de infraestructura y viviendas (crecieron 35% en 2013).



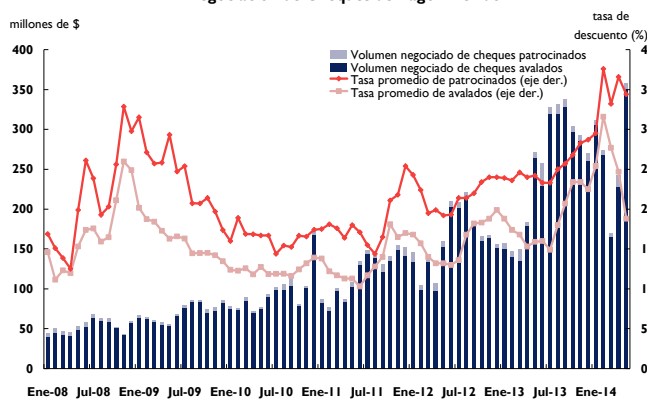
Más recientemente, en los primeros meses de 2014, el volumen de financiamiento a través del mercado (excluyendo infraestructura y viviendas) siguió aumentando. Así, entre enero y mayo el financiamiento sumó más de \$27.000 millones, 10% más que en los últimos 5 meses de 2013 y 20% más que en el mismo período de ese año, aunque esta evolución se explica por la influencia de operaciones específicas por grandes montos.

El volumen de financiamiento mediante obligaciones negociables (ON) ascendió a casi \$17.000 millones en los primeros meses del año (ver Gráfico II.2), con un importante incremento en relación a los 5 meses previos (con flujo de \$13.200 millones) y también respecto a igual período de 2013 (\$14.600 millones). La magnitud de este monto estuvo directamente vinculada a la operación de YPF en el exterior a principios de abril, por US\$1.000 millones (ver Apartado 2). Sin contar las operaciones de

³⁰ Las transacciones con instrumentos del BCRA en el mercado secundario se incrementaron entre enero y mayo de este año, alcanzando un promedio diario de más de \$2.100 millones (60% por encima de los meses anteriores), con un pico de \$2.900 millones durante abril.

YPF, en los primeros 5 meses de este año se verifica una contracción del monto de financiamiento de 8% contra los 5 meses anteriores y de 13% interanual.

Gráfico II.23
Negociación de Cheques de Pago Diferido



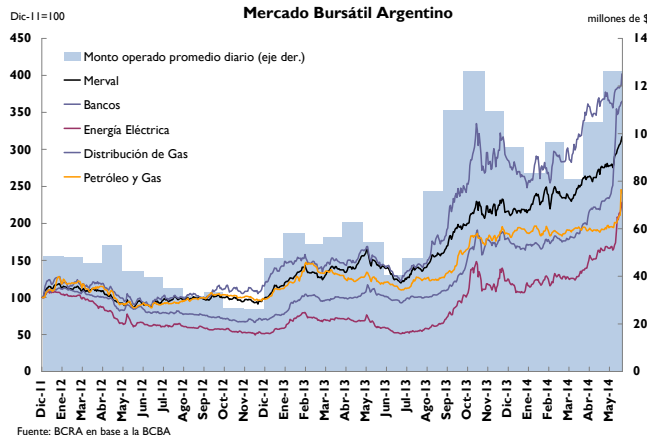
Fuente: Elaboración propia en base a IAMC

Entre enero y mayo predominaron en cantidad las operaciones de ON en moneda local, mientras que hubo solamente tres colocaciones de bonos en modalidad *dollar-linked*. Entre las operaciones en pesos, se evidenció cierto aumento en el plazo de los instrumentos colocados, aunque a un mayor costo, en línea con la suba de la BADLAR Bancos Privados.

Entre enero y mayo de 2014 hubo una merma de casi 9% de las financiamientos por fideicomisos financieros (excluyendo infraestructura y vivienda), aunque se registra un incremento de 23% en relación al mismo período de 2013 (ver Gráfico II.22). Especialmente durante enero, cuando se fueron incrementando las tasas de interés, se observó una fuerte merma de las operaciones, con montos colocados en niveles mínimos no observados en 18 meses. A partir de febrero, las tasas de corte siguieron el patrón ascendente de la BADLAR Banco Privados, aunque hacia fines de abril ya se verificaba una leve merma en los retornos exigidos.

En cuanto a los cheques de pago diferido negociados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el volumen operado se contrajo 12% durante los primeros meses de 2014 en relación a los últimos 5 meses de 2013, aunque se registró un aumento interanual de 49% (ver Gráfico II.23). Por su parte, el plazo promedio de las colocaciones con aval se llegó a recortar, hasta alcanzar el menor nivel en casi 3 años, para luego recuperarse parcialmente. Las tasas de descuento exigidas experimentaron un fuerte incremento en enero y febrero (marcaron máximos en los segmentos avalados y patrocinados desde el inicio de la operatoria en 2003), para luego experimentar, a partir de marzo y con más fuerza en mayo, un descenso en el segmento avalado (el más operado).

Gráfico II.24
Mercado Bursátil Argentino



Fuente: BCRA en base a la BCBA

El mercado accionario extendió su tendencia alcista en los primeros meses del año

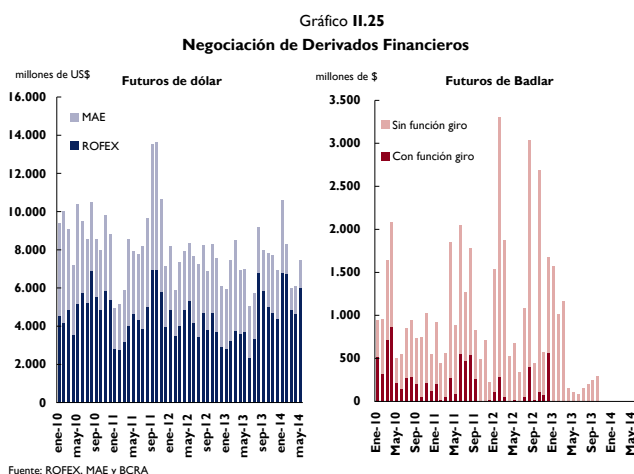
El índice Merval finalizó el año pasado con un fuerte avance (89% en pesos y 42% en dólares, convertido usando el tipo de cambio mayorista). Este sesgo alcista se mantuvo en los primeros meses de este año, alcanzándose nuevos máximos históricos. De este modo, medido en moneda doméstica, el índice registró una ganancia de 43% en los primeros 5 meses de 2014 (ver Gráfico II.24). A nivel sectorial, se destaca el avance de las acciones de empresas vinculadas con las actividades de energía eléctrica y distribución de gas, con alzas que llegan a ser de más de 100% en el período enero-mayo. También fue im-

portante el incremento en los papeles vinculados al sector financiero, con subas en un rango de 55%-75% para acciones que forman parte del Merval. Por su parte, otros sectores como el de las petroleras y el de las empresas del sector de metalurgia mostraron incrementos más acotados, en torno a 20%-25%, mientras que los papeles vinculados a alimentos y bebidas subieron en promedio 4%.

Con respecto al volumen de operaciones en acciones, se registró una ligera merma en los 5 primeros meses del presente año. Los montos transados cayeron de un promedio diario de \$103 millones en los últimos 5 meses del año pasado a \$98 millones a principios de 2014, si bien se mantienen muy por encima de los niveles observados un año atrás³¹.

Las operaciones en los mercados a término de tipo de cambio crecieron en el primer bimestre y se recortaron después

Tras registrarse una caída anual en las operaciones durante 2013, en los primeros 2 meses de 2014 los montos negociados en derivados de moneda aumentaron, en un contexto cambiario más volátil. Posteriormente, con variaciones más marginales en la cotización mayorista del tipo de cambio e implementación de límites normativos a la posición neta a término en moneda extranjera de las entidades financieras³², en marzo y abril se dio una fuerte contracción en los montos operados (ver Gráfico II.25). Más recientemente, en mayo los montos volvieron a subir. Por su parte, tras aumentar en enero las tasas implícitas en las operaciones de contratos futuros de dólar con vencimiento más próximo descendieron a partir de febrero. En cuanto a los futuros de BADLAR, no se realizan operaciones desde octubre del año pasado.

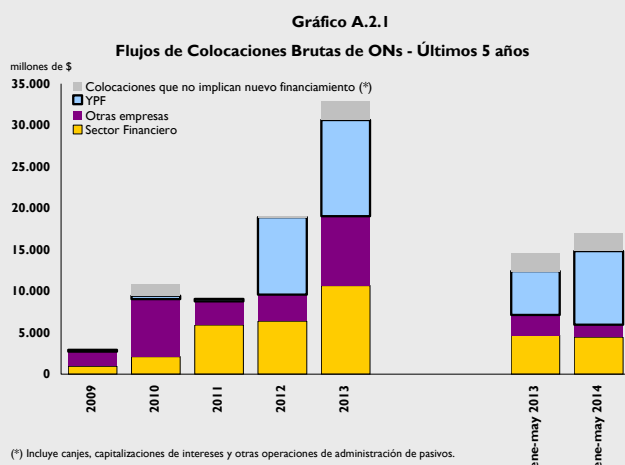


³¹ En igual período de 2013 el promedio operado fue de \$57 millones.

³² Com. "A" 5536.

Apartado 2 / Obligaciones Negociables de Empresas Argentinas

El financiamiento a empresas domésticas a través de la colocación de obligaciones negociables (ONs) creció a partir de 2012. Una parte significativa de esta evolución ha estado explicada por las operaciones de YPF –en el marco del plan de inversiones presentado por la petrolera— con transacciones de gran porte tanto en el mercado doméstico como, más recientemente, en el exterior. Se destaca además el dinamismo observado en el fondeo a través de instrumentos de mercado por parte del sector financiero (bancos, entidades financieras no bancarias, grupos financieros, sistemas cerrados de tarjetas, etc.), con operaciones mayoritariamente en pesos, aunque en lo que va de 2014 los montos colocados por este sector muestran una leve reducción interanual. El saldo total de ONs del sector corporativo, con dos tercios denominado en moneda extranjera (ya sea pagadero en moneda extranjera o en pesos) mantiene una tendencia creciente, pero sigue representando menos de 5% del PIB



Si bien el financiamiento en Argentina está fundamentalmente asociado al sistema bancario, los instrumentos del mercado de capitales juegan un rol complementario, permitiendo a las empresas diversificar su fondeo³³. En este sentido, considerando el período posterior al pico de la crisis financiera internacional de 2008-2009, a partir de 2012 se observa un fuerte incremento en las colocaciones brutas³⁴ de ONs, que fueron ganando ponderación

³³ El saldo de financiamiento bancario al sector privado no financiero representaba cerca de 14% del PIB en marzo de 2014 (ver Capítulo 4). En igual período el saldo de instrumentos de deuda o equivalentes ascendía a 3% del PIB en el caso de las ONs, 0,5% para los fideicomisos tradicionales y 1,5% para los fideicomisos vinculados a infraestructura. Con respecto a las acciones, la capitalización bursátil equivalía a casi 10% del PIB para las empresas locales, aunque las colocaciones de instrumentos de renta variable han sido marginales en los últimos años.

³⁴ Sin netear por los vencimientos verificados en igual período.

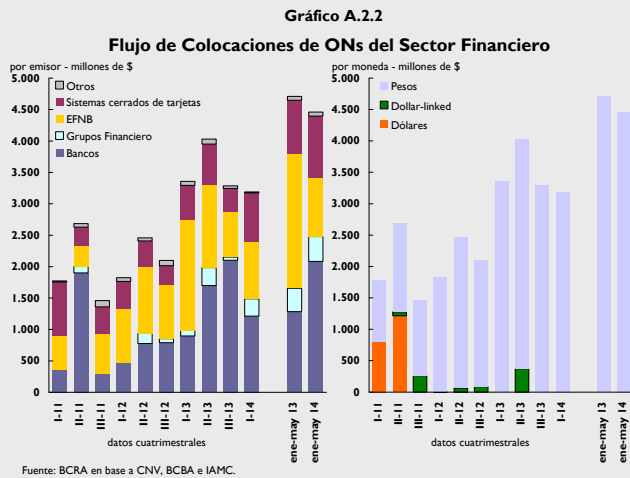
sobre el total de operaciones en el mercado primario frente a otros instrumentos como los fideicomisos financieros (vinculados al financiamiento al consumo y de obras de infraestructura y vivienda) y los cheques de pago diferido (segmento mayormente PyME).

Como se mencionó, esta evolución estuvo en buena parte explicada por el nuevo financiamiento a YPF (ver Gráfico A.2.1), en función del programa de inversiones para 2013-2017 planteado por la petrolera estatal. Así, luego de realizar importantes operaciones en el mercado doméstico en el tercer cuatrimestre de 2012 y la primera mitad de 2013 (tanto en pesos como en formato *dollar-linked*), sobresalen a fines de 2013 y principios de 2014 las transacciones realizadas en dólares en los mercados internacionales³⁵. Sin considerar las operaciones de YPF, el flujo anual de colocaciones de ONs que implicaron financiamiento genuino³⁶ prácticamente se duplicó en 2013, hasta representar más de \$19.000 millones, frente a un promedio por encima de los \$9.000 millones en los tres años previos. Sin embargo, en lo que va de 2014 (enero a mayo) estos flujos se contrajeron 16% en términos interanuales.

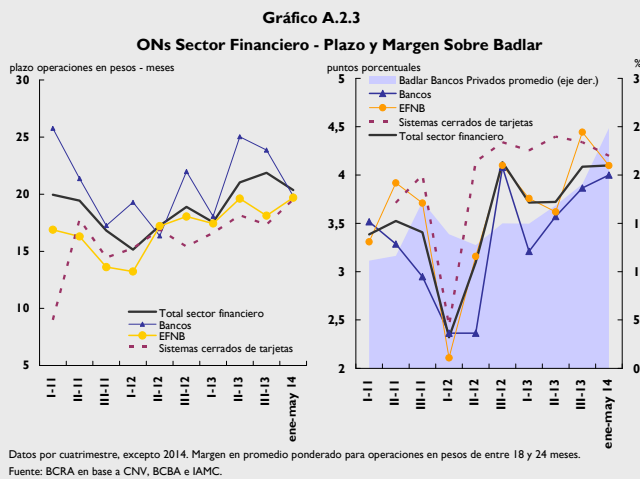
A partir de 2012 las colocaciones de ONs pasaron a estar concentradas en 2 sectores en particular. La industria del petróleo y gas explicó cerca de la mitad de los montos colocados en 2012 y 2013, y el 66% en 2014, principalmente en función del accionar de YPF. El sector financiero –incluyendo bancos, entidades financieras no bancarias reguladas por el BCRA y otros agentes entre los que se encuentran los grupos financieros y los sistemas cerrados de tarjetas— explicó casi un tercio de los flujos totales de 2012 y 2013, mientras que en los primeros cuatro meses de 2014 su ponderación cae a 26%. No obstante, en lo que va del año el sector representó casi el 75% del total del monto de colocaciones sin considerar las de YPF ni aquellas vinculadas a refinanciación de pasivos. Si bien en 2013 hubo operaciones por montos importantes de sectores como el de alimentos y bebidas y el de agricultura y ganadería, en lo que va del corriente año la presencia del resto de los sectores pasó a ser marginal.

³⁵ En los últimos meses YPF realizó tres colocaciones en los mercados internacionales, destacándose –por su magnitud— la última, efectuada en abril de 2014. En esta operación se obtuvieron US\$1.000 millones a través de un instrumento a 10 años de plazo con rendimiento al momento de colocación de 8,75%.

³⁶ Es decir, excluyendo transacciones vinculadas a administración de pasivos, como canjes y capitalización de intereses a través de la emisión de nuevos bonos. En 2014 sobresale una operación específica de este tipo correspondiente a una empresa del sector petróleo y gas.



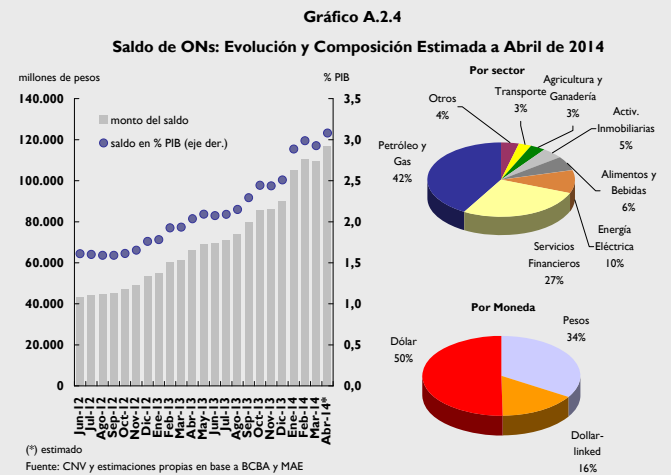
Con respecto a la evolución de las colocaciones del sector financiero (ver Gráfico A.2.2), entre enero y mayo se concertaron operaciones de ONs por casi \$4.500 millones de pesos, lo que implicó una merma de 7% contra los 5 meses anteriores y de 5% en términos interanuales. En este período sobresalieron las transacciones de bancos (47% del monto total), sistemas cerrados de tarjetas (22%) y entidades financieras no bancarias (21%)³⁷. En términos de las condiciones de financiamiento, durante 2014 el total de estas operaciones ha sido en moneda local, mayoritariamente a tasa variable.



En lo que va de 2014, el nuevo financiamiento a través de ONs del sector financiero se concentró en el segmento de 18 a 24 meses (80%), aunque hubo operaciones por hasta 60 meses. De esta forma, para el agregado del sector el plazo promedio ponderado de colocación fue levemente superior a 20 meses, con una merma de casi un mes y medio con respecto al último cuatrimestre de

³⁷ Adicionalmente 9% corresponde a grupos financieros y una porción marginal a otros colocadores del sector (compañías de *leasing*, empresas no bancarias dedicadas a préstamos personales, sociedades de bolsa, fiduciarios, etc.).

2013³⁸, luego de presentar una tendencia ascendente durante buena parte del período 2012-2013. Por último, el costo de financiamiento para el sector se incrementó siguiendo la evolución de la Badlar Bancos Privados, con un margen que se mantuvo en promedio levemente por encima de 4% para el agregado de las colocaciones de entre 18 a 24 meses, y sin mayores diferencias entre los distintos segmentos del sector pese a que los bancos suelen colocar a un costo menor que el resto (ver Gráfico A.2.3).



En términos del saldo en circulación, entre fines del año pasado y abril de 2014 el total de ONs corporativas creció 30% hasta alcanzar un nivel cercano a \$117.000 millones, equivalente a cerca del 3% del PIB (ver Gráfico A.2.4). Este incremento obedeció tanto a la presencia de nuevas emisiones por montos considerables como al efecto de la evolución del tipo de cambio sobre la expresión del saldo en moneda doméstica. Con respecto al primer factor, se estima que más del 40% del saldo está vinculado al sector de petróleo y gas (sólo la deuda de YPF explica casi 30% del saldo total). Con respecto al segundo factor, se calcula que del saldo a abril dos tercios es deuda en moneda extranjera (la mitad del total sería liquidable en moneda extranjera y un 16% sería deuda en dólares pagadera en pesos, formato conocido como *dollar-linked*), mientras que el resto es en pesos.

En perspectiva, se espera que el financiamiento a través de ONs mantenga una dinámica positiva, si bien la evolución de los montos en particular seguiría mostrando un patrón volátil en términos mensuales. Esto se debe a la existencia de agentes de magnitud diversa y con distintos modelos de negocios, incluyendo tanto a aquellos con mayor ponderación de los instrumentos de mercado sobre

³⁸ Esto se da fundamentalmente por las operaciones de bancos (en general, con transacciones de mayor porte), mientras que en otros segmentos (EFNB y sistemas cerrados de tarjetas) el promedio ponderado del plazo de colocación evidenció una suba en lo que va del año.

su fondeo total y otros con más flexibilidad para aprovechar ventanas de oportunidad para diversificar su financiamiento³⁹. Por otro lado, mientras las tasas de interés en los mercados internacionales se mantengan en niveles históricamente bajos, existen incentivos para que empresas con ingresos en moneda extranjera se financien en el exterior, con operaciones de mayor volumen que las observadas localmente. A mediano plazo, se espera que la implementación de la nueva ley de mercado de capitales⁴⁰ contribuya con la incorporación de empresas al mercado de ONs.

³⁹ Por ejemplo, en el caso específico del sector financiero y considerando las entidades reguladas por el BCRA, mientras que para el agregado de los bancos las ONs representan menos de 2% del fondeo total (patrimonio más pasivo neteado) para las EFNB esta ponderación es mayor a 20%.

⁴⁰ Ver Apartado “Nueva Ley de Mercado de Capitales y reglamentación” en el Boletín de Estabilidad del segundo semestre de 2013.

III. Situación de Deudores

Síntesis

El sector empresas constituye el principal deudor del sistema financiero, abarcando a marzo de 2014 aproximadamente la mitad de la cartera de créditos al sector no financiero. En este marco, frente a una evolución dispar en la actividad de los distintos sectores productivos, se observó un leve aumento en los niveles agregados de endeudamiento corporativo. Así, el apalancamiento de las firmas totalizó 21,4% del producto sobre el cierre de 2013 —último dato disponible—, 2 p.p. por encima del valor observado a fines de 2012. Recogiendo fundamentalmente el efecto del incremento en el tipo de cambio nominal peso-dólar a lo largo de 2013, el financiamiento externo explicó casi dos tercios del aumento del endeudamiento total.

Los bajos niveles de endeudamiento que aún prevalecen en el sector, comparando tanto con la propia historia como con los valores internacionales, colaboran en preservar su situación financiera y capacidad de repago. En este sentido, debe ponderarse la mejora de la competitividad externa y las acciones de política aplicadas con el objetivo de recuperar el consumo de las familias, además de las medidas destinadas a asegurar las condiciones de estabilidad monetaria y financiera que viene implementado el BCRA.

El endeudamiento estimado de las familias en términos de la masa salarial total —neta de aportes y contribuciones a la seguridad social— se mantuvo sin cambios en los últimos doce meses, representando 23,6% a marzo de 2014. Esto se dio en un escenario de recomposición de sus ingresos nominales, de la mano de las negociaciones paritarias y de crecientes transferencias públicas a los sectores de menores recursos. Este desempeño contribuye a sostener la capacidad de pago de las familias.

En relación a las finanzas públicas, en los primeros meses de 2014 se registró una aceleración del ritmo de expansión interanual de la recaudación tributaria, destacándose la contribución de los impuestos asociados directamente con el tipo de cambio, al tiempo que se sostuvo el aporte de los tributos ligados a la demanda interna. El gasto primario del sector público nacional no financiero continuó creciendo a tasas superiores a las de los ingresos, contribuyendo a un menor resultado primario. Por su parte, la Deuda Pública Nacional en tenencia del sector privado se mantuvo en niveles significativamente bajos, representando sólo 9,8% del PIB a septiembre de 2013, de la cual 7,5 puntos porcentuales correspondieron a pasivos expresados en moneda extranjera.

Gráfico III.1

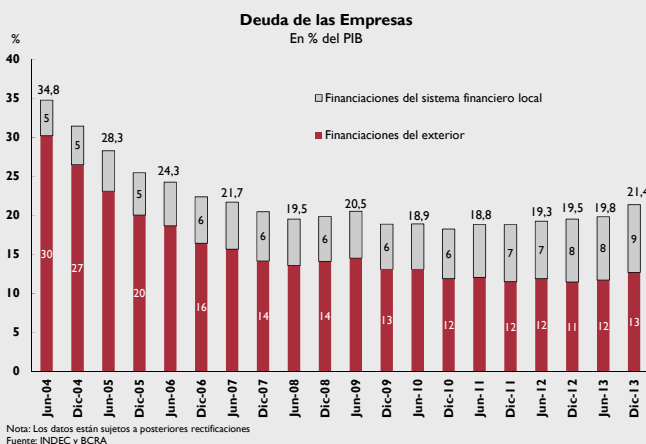
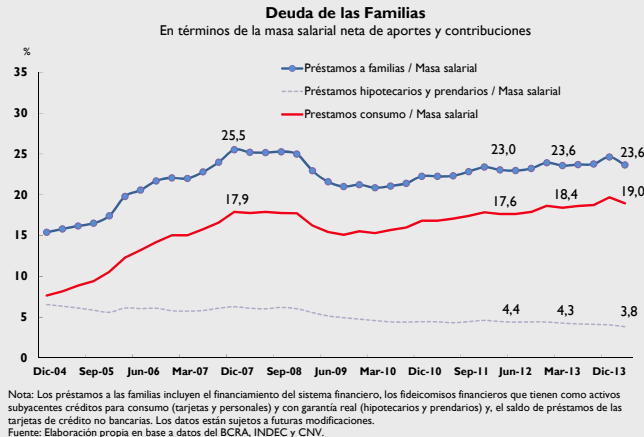


Gráfico III.2



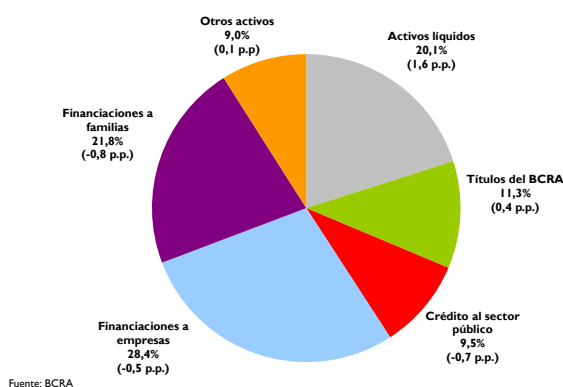
III.1 Deudores del sistema financiero

Las empresas y las familias, en ese orden, se mantienen como los principales deudores del sistema financiero, si bien la ponderación relativa del crédito a estos sectores en el activo se redujo a inicios de 2014

Actualmente, casi la mitad del crédito otorgado por el conjunto de las entidades financieras al sector no financiero corresponde a préstamos a empresas. Así, el sistema financiero tiene al sector corporativo como su principal deudor en términos agregados (con una exposición bruta equivalente a casi un tercio de su activo neteado total a marzo de 2014). En orden de importancia sigue el sector familias al explicar aproximadamente 22% del activo neteado total del sistema (poco más de un tercio de su cartera total de financiamientos).

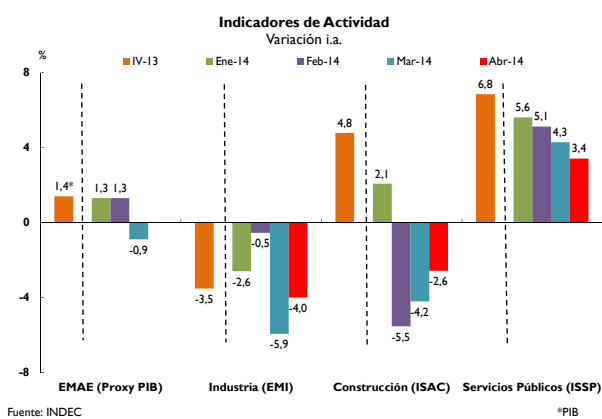
A comienzos de 2014, el crecimiento del crédito al sector privado se redujo, tanto para empresas como para familias (ver Capítulo IV), llevando a que la ponderación de estas exposiciones disminuyera marginalmente respecto del activo neteado total del sistema financiero (ver Gráfico III.3). Como contrapartida, en los últimos meses siguió incrementándose la participación en el total de los activos líquidos y de los títulos del BCRA.

Gráfico III.3
Cartera Activa del Sistema Financiero
% del activo neteado a marzo de 2014 - Entre paréntesis var. interanual en p.p.



Fuente: BCRA

Gráfico III.4



Fuente: INDEC

*PIB

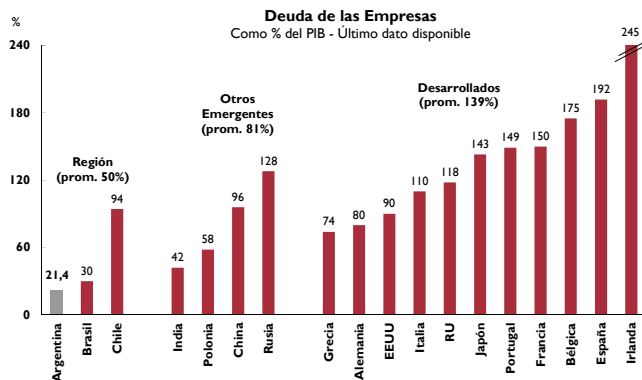
III.2 Empresas

En los últimos meses se registró una evolución dispar en la actividad de los distintos sectores, en un escenario de leve aumento en los niveles de endeudamiento

El PIB se mantuvo en alza en términos interanuales en el primer trimestre de 2014, principalmente motorizado por el crecimiento de los servicios, a pesar del debilitamiento observado en la producción de bienes (ver Gráfico III.4). La actividad industrial continuó la trayectoria decreciente iniciada en la segunda mitad de 2013, en tanto que la construcción se resintió a comienzos de este año. El sector agropecuario habría seguido creciendo impulsado por la producción agrícola, moderando su ritmo de expansión debido al desempeño del sector ganadero y de la producción de lácteos. La producción de servicios volvió a elevarse, aunque sintiendo el impacto de la menor elaboración de bienes, especialmente aquellos vinculados a los rubros comerciales y de transporte.

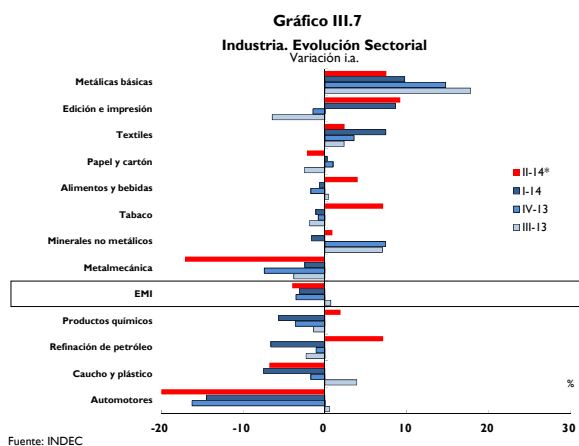
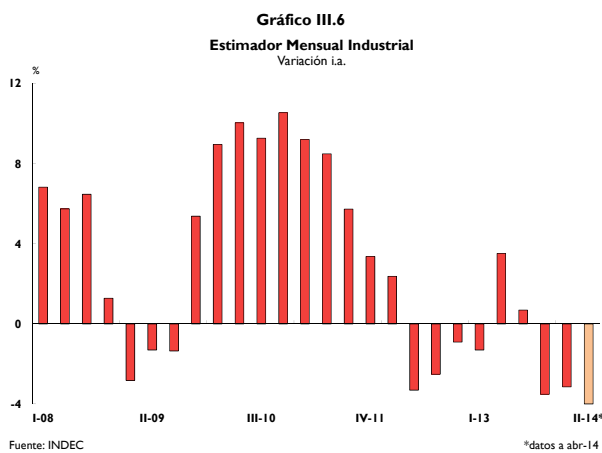
En este marco, el nivel de endeudamiento estimado de las empresas en términos agregados alcanzó 21,4% del producto sobre el cierre de 2013⁴¹ —último dato disponible—, casi 2 p.p. por encima del valor observado a in-

Gráfico III.5



Nota: Datos de India, Brasil, China corresponde a 2008; Polonia a 2009; Rusia a 2010, Argentina a diciembre 2013 y los restantes países a 2011. Fuente: FMI GFSR y FSI (Financial Soundness Indicators); McKinsey Global Institute (año 2008); Reportes de Estabilidad Financiera y BCRA

⁴¹ En todos los indicadores utilizados a lo largo de todo el Boletín se utiliza la nueva serie del PIB con base 2004.



nes de 2012 (ver Gráfico III.1). Debe señalarse que el apalancamiento del sector corporativo local se mantiene significativamente por debajo de los valores observados en otras economías (ver Gráfico III.5).

La deuda agregada de las empresas locales se encuentra explicada en un 60% por financiamiento del exterior. De este segmento de financiamiento aproximadamente 60% es deuda de tipo comercial, al tiempo que un 25% estaría siendo otorgado por empresas del mismo grupo. A nivel agregado, el financiamiento del exterior en términos del PIB, explicó casi dos tercios del aumento en el endeudamiento total del sector empresas registrado en 2013, recogiendo fundamentalmente el efecto del incremento en el tipo de cambio nominal peso-dólar.

Por otro lado, respecto de los recursos obtenidos en el sistema financiero local, siguen preponderando aquellos tomados por la industria y los servicios, con una creciente participación de las MiPyMES como resultado de las políticas públicas impulsadas por el BCRA.

La evolución de la situación financiera y de la capacidad de repago del sector empresas estarán condicionadas en los próximos meses por el comportamiento de sus ingresos y del costo del endeudamiento. En este sentido debe ponderarse el contexto de mejora en la competitividad externa y las acciones de política aplicadas tendientes a recuperar el consumo de las familias, además de las medidas destinadas a asegurar las condiciones de estabilidad monetaria y financiera impulsadas por el BCRA a principios de año, sumado al marco de políticas activas desarrollado por esta Institución para propiciar el acceso de las empresas a líneas de crédito de mayor plazo y menores tasas de interés (Ver Capítulo IV).

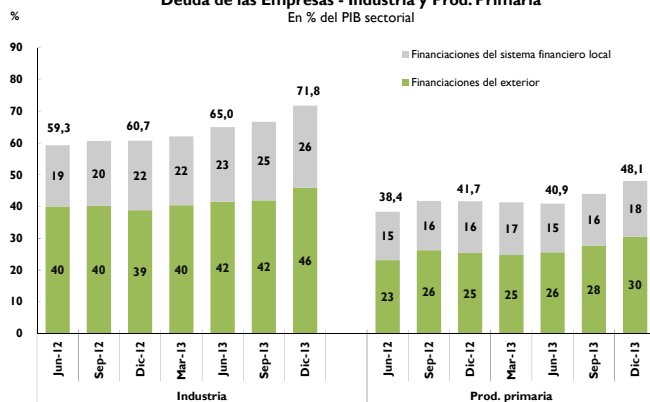
Sectores productivos

Industria

Las empresas industriales continuaron exhibiendo un débil desempeño en los últimos meses, en un marco de crecimiento gradual de sus niveles de endeudamiento

La industria manufacturera no ha mostrado signos de recuperación en lo que va de 2014 (ver Gráfico III.6). Los sectores fuertemente dependientes de la demanda externa, como el automotor, continuaron en la senda descendente, afectando a otras industrias vinculadas (caucho y plástico y metalmecánica, entre otras). Además, se observó una disminución de la actividad en el sector de refinación de petróleo, en la producción de insumos para la construcción y de ciertos productos químicos. Las metálicas básicas, los productos textiles y los rubros rela-

Gráfico III.8
Deuda de las Empresas - Industria y Prod. Primaria
En % del PIB sectorial



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

Tabla III.1
Producción Agrícola Principales Cultivos

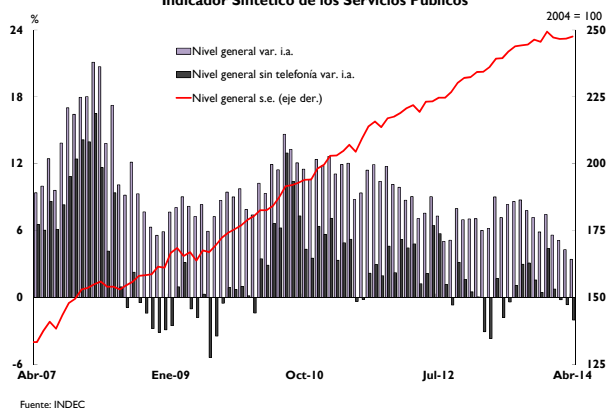
	2011-12 miles tns	2012-13* miles tns (e)	2013-14* miles tns (p)	Var % 2013-14 vs. 2012-13	Dif. en miles de tns 2013-14 vs. 2012-13
Cereales	46.219	50.996	50.588	-0,8	-408
Maíz	21.200	32.100	31.100	-3,1	-1.000
Trigo	14.500	8.000	9.200	15,0	1.200
Otros	10.519	10.896	10.288	-5,6	-608
Oleaginosas	44.306	53.621	57.035	6,4	3.414
Soja	40.100	49.300	54.000	9,5	4.700
Otros	4.206	4.321	3.035	-29,8	-1.286
Resto	1.070	639	1.414	121,4	776
Total	91.595	105.256	109.038	3,6	3.782

e: Estimado p: Proyectado

* Incluye el cambio metodológico en la estimación de maíz

Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

Gráfico III.9
Indicador Sintético de los Servicios Públicos



Fuente: INDEC

cionados a la edición e impresión exhibieron un buen desempeño, aunque insuficiente para contrarrestar la retracción del resto de los sectores (ver Gráfico III.7). Así, el nivel de utilización de la capacidad instalada (UCI) del conjunto de la industria se redujo durante la primera parte del año.

Por su parte, el apalancamiento estimado de las firmas del sector habría alcanzado poco más de 70% del producto sectorial sobre fines del año pasado (ver Gráfico III.8), con un crecimiento interanual relativamente más significativo en el segmento de financiamiento de no residentes, que representa casi 64% del total⁴².

Sector agropecuario

La actividad de la cadena agrícola alcanzó un nuevo récord, favoreciendo a la producción agropecuaria, con una mayor utilización de recursos crediticios locales y externos

La actividad agrícola continuó expandiéndose en los primeros meses del año. La cosecha actual (2013/2014) prevista en torno a las 109 millones de toneladas, constituirá un nuevo récord de producción de granos con un alza cercana a 3,5% respecto de la campaña 2012/13 (ver Tabla III.1). El impulso provendrá especialmente de la soja, cuya producción alcanzará las 54 millones de toneladas, 9,5% por encima de lo obtenido durante el ciclo previo gracias al alza conjunta de la superficie sembrada y de los rindes. La cosecha de trigo se recuperaría este año tras el desalentador desempeño del ciclo anterior, de la mano del incremento en la superficie implantada con el cereal.

Por otra parte, la actividad del sector ganadero moderó considerablemente su ritmo de crecimiento en el transcurso del año. La faena bovina se redujo en torno al 3% i.a. en el primer trimestre de 2014, tras crecer aproximadamente 10% i.a. en 2013. La faena de aves también registró caídas entre enero y marzo, en tanto que continuó sin repuntar la producción de lácteos.

En líneas generales, las firmas que integran el sector primario de la economía continúan expandiendo su actividad. En este marco, el endeudamiento sectorial alcanzó 48,1% del producto en el cierre de 2013 (ver Gráfico III.8), creciendo a lo largo del año. Dos terceras partes de los recursos crediticios totales provienen del exte-

⁴² Debe mencionarse que la mayor parte del endeudamiento externo de este sector está originado en líneas asociadas a la actividad comercial — obligaciones asociadas a las actividades de importación y exportación—. El resto corresponde a líneas financieras —préstamos financieros y títulos de deuda, entre otros—.

rior⁴³, en un contexto de considerable capacidad de generación de moneda extranjera de estas firmas.

Servicios

El sector de servicios aumentó sus niveles de actividad, con bajos niveles de endeudamiento

El consumo de servicios públicos continuó exhibiendo una tendencia positiva durante 2014, aunque moderó sus tasas de suba respecto del año anterior (ver Gráfico III.9). De acuerdo con el Indicador Sintético de Servicios Públicos, los ítems de telefonía lideraron los incrementos, sosteniéndose como los de mayor contribución al aumento interanual del índice.

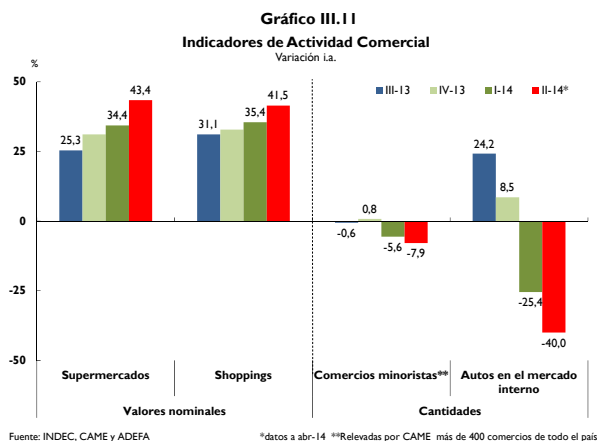
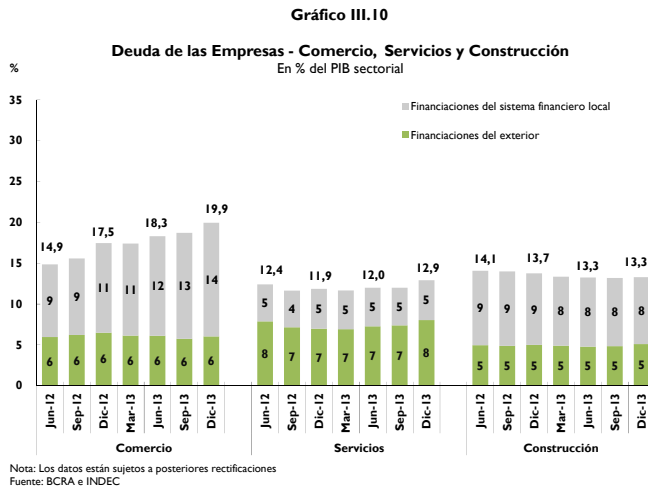
Los restantes segmentos del sector mostraron un comportamiento dispar durante el transcurso del año. La demanda de energía eléctrica continuó aumentando sostenidamente durante los primeros cuatro meses de 2014, mientras que la cantidad de autos pasantes por las cabinas de peajes cayó y la cantidad de pasajeros transportados por los servicios urbanos se mantuvo prácticamente estable. El transporte de carga se retrajo notoriamente en los primeros meses de 2014, comportamiento mayormente explicado por el desempeño de las exportaciones de productos primarios — evolución que podría revertirse a partir de la mayor comercialización de la cosecha gruesa desde el segundo trimestre del año—.

El apalancamiento de las firmas de servicios aumentó casi 1 p.p. en términos anuales, totalizando 12,9% a diciembre de 2013 (ver Gráfico III.10). De esta manera, sigue ubicándose entre los sectores productivos con menores niveles de deuda.

Sector comercial

Comportamiento heterogéneo en la actividad de las firmas comerciales, con un creciente —pero aún bajo— apalancamiento

El comercio habría moderado su nivel de actividad en lo que va de 2014, en línea con el desempeño de la producción de bienes. De acuerdo a indicadores parciales se observó una importante retracción de las cantidades vendidas de bienes durables, incluyendo vehículos automotores —que disminuyó 32,3% i.a. en los primeros cinco meses de 2014—, motos, bicicletas, electrodomésticos y artículos de electrónica. Por su parte, los montos facturados en las principales cadenas de supermercados y en los centros de compra exhibieron cierta aceleración



⁴³ La mayor parte del financiamiento externo del sector primario (originado en los sectores de petróleo y minería) está preponderantemente conformado por deuda financiera — préstamos financieros y títulos de deuda, entre otros—.

en el margen, incrementándose en torno al 36% i.a. entre enero y abril (ver Gráfico III.11).

El endeudamiento agregado estimado del sector verificó un incremento anual de casi 2,5 p.p., hasta 19,9% del producto a fines de 2013 (ver Gráfico III.10). Este nivel sigue siendo bajo en relación a otros segmentos productivos, con dos terceras partes de los recursos provenientes del sistema financiero local.

Construcción

Menor actividad de las empresas de la construcción, sosteniendo bajos niveles de endeudamiento con el sistema financiero local y con el exterior

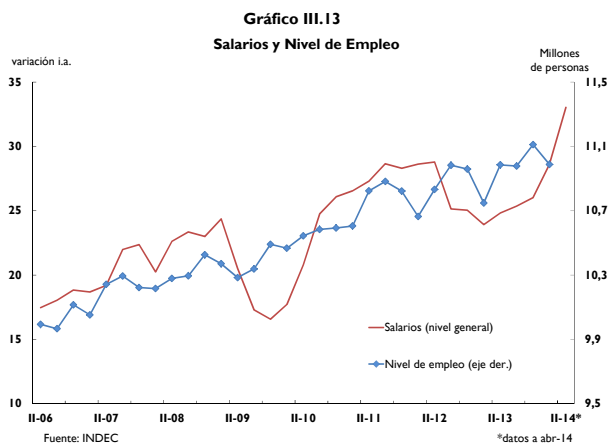
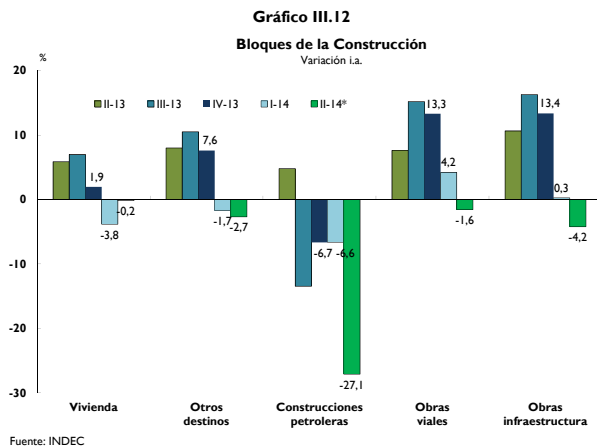
El sector de la construcción perdió dinamismo y comenzó a mostrar tasas negativas a comienzos del presente año. La retracción provino principalmente de las obras privadas, particularmente las destinadas a vivienda, en un marco en el que la construcción pública perdió impulso respecto del año anterior (ver Gráfico III.12). Las construcciones petroleras también mermaron su nivel de actividad, aunque en parte afectadas por el efecto estadístico de una elevada base de comparación interanual.

Este marco de menor actividad de las firmas de la construcción se combinó con un nivel de endeudamiento sectorial agregado levemente decreciente en términos anuales, representando 13,3% del producto en el cierre de 2013 (ver Gráfico III.10). Debe señalarse que menos del 40% del total corresponde a recursos externos.

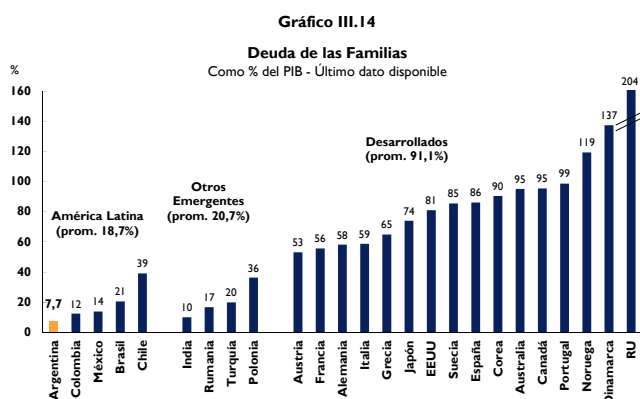
III.3 Familias

En un marco de recomposición de los ingresos nominales del sector, en los últimos doce meses el endeudamiento agregado de las familias⁴⁴ en términos de la masa salarial se mantuvo sin cambios.

Los ingresos nominales de los hogares volvieron a aumentar durante los primeros meses de 2014, en el marco de un mercado laboral que se mantuvo relativamente estable —a pesar del debilitamiento observado en el ritmo de actividad económica— y ante la persistencia de las políticas públicas orientadas a brindar soporte a los sectores de menores recursos.



⁴⁴ Se incluye como deuda de las familias al financiamiento a las personas físicas con destino consumo otorgado por el sistema financiero, a los fideicomisos financieros que tienen como activos subyacentes créditos para consumo (tarjetas y personales) y con garantía real a las familias (hipotecarios y prendarios) y el saldo de préstamos de las tarjetas de crédito no bancarias.

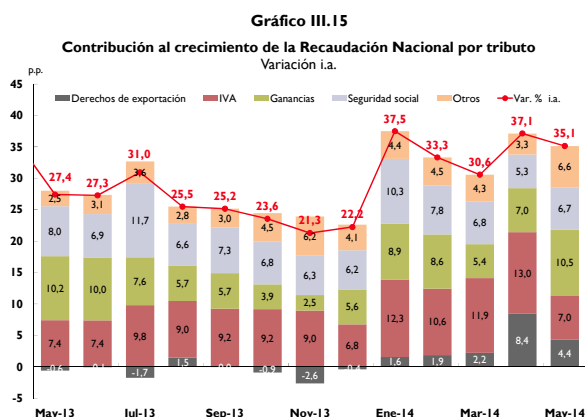


Nota 1: Datos a 2013, excepto India a 2008; México a 2009; Colombia, Chile y Japón a 2010; España a 2012 y Argentina a marzo de 2014. Los datos de Argentina están sujetos a futuras modificaciones.
Nota 2: En el caso de la Argentina, se incluye la deuda bancaria, los fiduciosarios financieros que tienen como activos subyacentes créditos para consumo (tarjetas y personales) y con garantía real (hipotecarios y prendarios) y el saldo de préstamos de las tarjetas de crédito no bancarias.
Fuente: FMI, McKinsey Global Institute (año 2008), Reportes de Estabilidad Financiera y BCRA

Según los datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) correspondientes al primer trimestre del año, la tasa de desempleo⁴⁵ volvió a disminuir respecto del año anterior y se ubicó en el 7,1% de la Población Económicamente Activa (PEA). La participación laboral se mantuvo en niveles históricamente elevados, en 45% de la población, aunque 0,8 puntos porcentuales (p.p.) por debajo de un año atrás. Ello en un contexto en el que la tasa de empleo disminuyó 0,4 p.p. en relación al primer trimestre de 2013 hasta 41,8%, evidenciando que la generación de puestos de trabajo durante el último año resultó inferior al crecimiento poblacional. La calidad del empleo empeoró marginalmente en el mismo lapso, al incrementarse la tasa de subocupación en 0,1 p.p., ubicándose en 8,1% de la PEA (ver Gráfico III.13).

Los ingresos salariales promedio de la economía aceleraron su tasa de aumento nominal durante el primer cuatrimestre del año. Según el Índice de Salarios del INDEC, las remuneraciones promedio totales se elevaron 33,0% i.a. en abril frente a 25,9% i.a. en diciembre de 2013. Ello, conjuntamente con el nivel de empleo, permitió sostener la masa salarial —que en 2013 representó 51,4% del PIB— en niveles históricamente elevados.

En la medida en que fueron entrando en vigencia los aumentos salariales acordados en las últimas negociaciones paritarias, los ingresos de las familias se vieron reforzados, en tanto que la dotación de personal asalariado podría incrementarse en el segundo trimestre⁴⁶. De esta manera, la masa de ingresos laborales crecería, redundando en un mayor dinamismo del consumo de las familias durante los próximos meses.

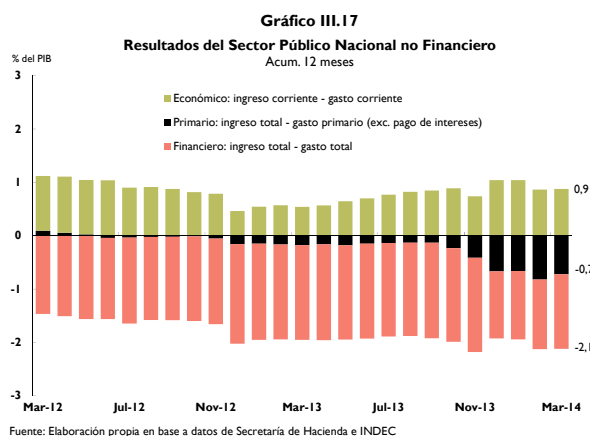
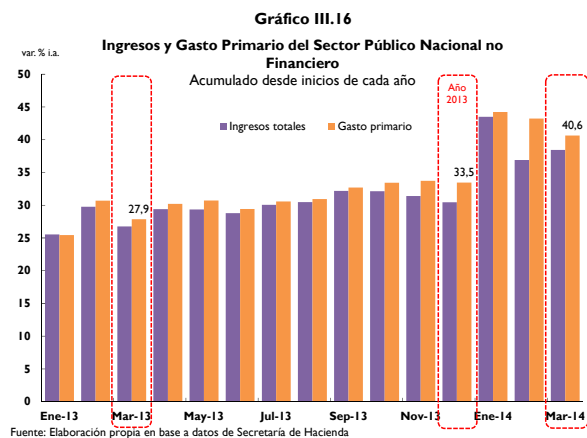


Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

Las políticas públicas continuaron fortaleciendo los ingresos de las familias de menores recursos en el transcurso de 2014. Entre las principales medidas se destacan la actualización de las jubilaciones y pensiones, en el marco de la aplicación de la Ley de Movilidad Previsional. Además, en febrero se creó el Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR.), que brinda una asistencia económica universal de \$600 por mes a jóvenes entre 18 y 24 años a fin de que inicien o completen sus estudios. Por último, con vigencia a partir de junio, se dispuso una suba en los montos de las asignaciones familiares de entre 20% y 40%. En el caso de la Asignación Universal por Hijo (AUH) la suba alcanzó el 40%. En conjunto, la medida sobre las asignaciones familiares implicará, según estimaciones oficiales, un costo fiscal adicional de unos \$15.000 millones por año.

⁴⁵ En los 31 aglomerados urbanos relevantes

⁴⁶ Según la Encuesta de Expectativas de Empleo de Manpower correspondiente al segundo trimestre de 2014, la expectativa neta de empleo (número de empresarios encuestados que esperan aumentos en la dotación netos de aquellos que aguardan disminuciones) se ubicó en 10 puntos frente a 6 puntos que arrojaba el reporte del trimestre anterior.



Más allá de evidenciar un leve aumento en el cierre de 2013, el endeudamiento agregado de las familias alcanzó 23,6% de la masa salarial total⁴⁷ anual en marzo de 2014 (ver Gráfico III.2), nivel similar al observado un año atrás. Este nivel relativo de deuda se encuentra significativamente por debajo de los valores observados en otras economías emergentes y desarrolladas (ver Gráfico III.14). Debe señalarse que como resultado de las políticas macroprudenciales oportunamente implementadas por el BCRA, el endeudamiento de las familias está casi totalmente conformado por líneas crediticias denominadas en pesos, a diferencia de lo que ocurría en épocas anteriores. De esta manera, eventuales modificaciones en el tipo de cambio peso-dólar no afectan la relación de endeudamiento de las familias en relación a la masa salarial (estando esta última denominada en moneda local).

En términos interanuales se observó un cambio en la composición del endeudamiento, con una creciente ponderación de aquel proveniente de las líneas de consumo —personales y tarjetas— (hasta poco más de 80% del total), y una disminución del originado en las líneas con garantía real —prendarios e hipotecarios—. Los bajos niveles de endeudamiento agregado colaboran en sostener valores acotados en la carga promedio de los servicios de la deuda del sector familias, permitiéndole enfrentar cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras como los referidos en el Capítulo II de este Boletín —incluyendo la evolución del nivel de actividad y las tasas de interés—.

III.4 Sector público

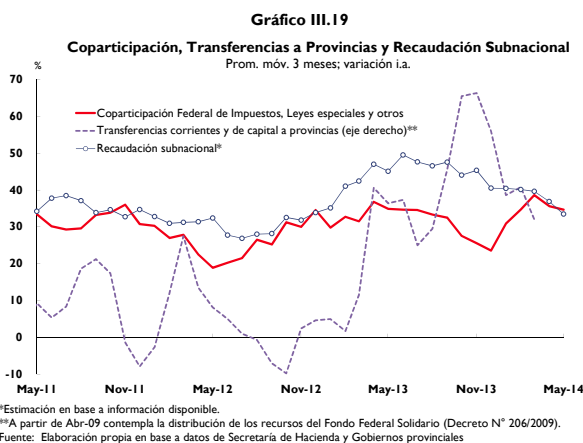
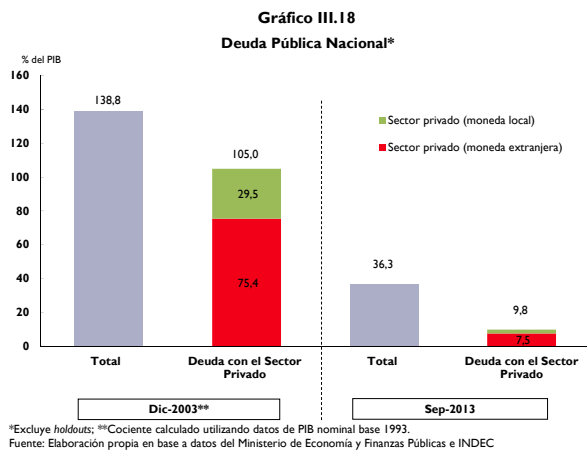
En los primeros meses de 2014 el gasto del SPNF creció a un ritmo mayor que los ingresos, mientras que la Deuda Pública Nacional con el sector privado se sostuvo en niveles muy bajos en términos del PIB

En la primera parte de 2014 la recaudación tributaria nacional aceleró su ritmo de expansión (35% interanual —i.a.—), impulsada básicamente por los impuestos asociados al tipo de cambio, al tiempo que se mantuvo el aporte de los tributos ligados al mercado interno⁴⁸ (ver Gráfico III.15)⁴⁹. Por su parte, el gasto del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) creció en lo que va del año a un ritmo de 6 puntos porcentuales (p.p.) supe-

⁴⁷ Se considera la masa salarial proveniente de los trabajadores registrados y no registrados, netos de aportes y contribuciones a la seguridad social. Se utiliza la última información publicada por el INDEC, considerando el cambio de base a 2004.

⁴⁸ En mayo, el gobierno anunció un nuevo plan de facilidades de pago y protección del empleo para obligaciones adeudadas hasta el 31 de marzo en materia impositiva, aduanera y de seguridad social.

⁴⁹ Para un mayor detalle sobre la evolución de las finanzas del Sector Público, ver Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de febrero de 2014.



rrior al de los ingresos (ver Gráfico III.16). Las prestaciones previsionales continuaron siendo el rubro que más contribuyó a la suba interanual del gasto primario, seguidas por las transferencias corrientes al sector privado⁵⁰.

El mayor gasto previsional se dio a partir del alza de los haberes y de la mayor cantidad de beneficiarios⁵¹. Por otra parte, el aumento de las transferencias al sector privado se explica por las mayores transferencias en concepto de asignaciones familiares —incluyendo la asignación universal por hijo para protección social (AUH)⁵²— y de subsidios energéticos y al transporte de pasajeros. Así, se espera que las prestaciones previsionales y las transferencias corrientes al sector privado sigan siendo los principales impulsores del gasto primario en los próximos meses, adicionándose las erogaciones correspondientes a la implementación del PROG.R.ES.AR.; dicho plan está destinado a brindar una prestación económica universal a jóvenes de bajos recursos para que inicien o completen sus estudios.

En este contexto, el déficit financiero del SPNF de los últimos doce meses se mantuvo en torno a 2,1% del producto, en tanto que el resultado negativo primario se acentuó en términos interanuales (ver Gráfico III.17).

En la primera parte de 2014 el Tesoro Nacional (TN) siguió principalmente cubriendo parte de sus necesidades de financiamiento a través de las inversiones financieras y préstamos de otras instituciones no financieras públicas. Además, el BCRA otorgó financiamiento al TN a partir de Adelantos Transitorios.

Por su parte, el TN colocó en el mercado financiero local, en dos tramos, deuda por aproximadamente \$10.000 millones de un nuevo instrumento denominado BONAR \$ 2017⁵³.

El uso del financiamiento intra sector público permitió sostener en niveles significativamente bajos el riesgo de refinanciamiento de la deuda pública a partir del reducido saldo de las obligaciones con el sector privado que, a septiembre de 2013, representaban sólo 9,8% del PIB (ver Gráfico III.18). En particular, la deuda con tenedo-

⁵⁰ A fines de marzo el gobierno dispuso quitas parciales de subsidios y aumentos de tarifas de los servicios de provisión de gas natural por redes y de agua y saneamiento.

⁵¹ Luego de las subas otorgadas en el marco de la Ley de Movilidad Previsional en marzo y septiembre de 2013 (15,18% y 14,41%, respectivamente), en el tercer mes de este año se dispuso un incremento de 11,31% para los beneficios. Recientemente el Poder Ejecutivo Nacional anunció que enviará un proyecto de Ley para extender el Plan de Inclusión Previsional a 470.000 potenciales nuevos beneficiarios, que estaban excluidos por no tener suficientes años de aportes acreditados, con un costo fiscal estimado en unos \$12.000 millones (0,3% del PIB estimado para 2014).

⁵² Luego de las actualizaciones de los rangos salariales para la percepción de beneficios y de los incrementos otorgados durante 2013, el gobierno dispuso desde junio de 2014 una nueva suba de los montos de las asignaciones familiares, que llega hasta 40% en el caso de la AUH y de los beneficiarios de menores ingresos, al tiempo que modificó a partir de junio y de octubre las escalas salariales asociadas.

⁵³ Este título tiene amortización íntegra al vencimiento, a 3 años de plazo, con intereses trimestrales determinados por BADLAR privada más 200 puntos básicos.

res privados denominada en moneda extranjera se ubicó en 7,5% del producto a fines del tercer trimestre de 2013.

Entre las políticas de administración de la deuda pública nacional, cabe destacar que en enero de 2014 se realizó el canje del BONAR y de los Pagarés \$ 2014 por nuevos títulos con vencimiento en 2019 que pagan tasa BAD-LAR más 250 puntos básicos, permitiendo reducir significativamente las necesidades financieras del primer trimestre del año.

Asimismo, a fines de febrero, el Gobierno Nacional y la empresa Repsol firmaron el acuerdo de compensación por la expropiación del 51% de las acciones de YPF, dispuesta por la Ley N°26.741. En ese marco, la empresa española aceptó, por todo concepto, un pago de US\$5.000 millones en títulos de deuda pública con legislación argentina como compensación⁵⁴. El Congreso de la Nación ratificó el convenio a partir de la sanción de la Ley N°26.932.

A fines de mayo, el Gobierno argentino y la Secretaría del Club de París arribaron a un acuerdo respecto de las condiciones para la reestructuración de la deuda que el país mantiene con los países. La deuda de US\$9.700 millones al 30 de abril de 2014, incluyendo intereses moratorios y punitivos, se cancelará con un esquema flexible entre 5 y 7 años. Se estableció un pago inicial en concepto de capital de US\$650 millones en julio de 2014, y el siguiente pago de principal por US\$500 millones en mayo de 2015. La tasa de interés anual pactada asciende a 3% para los saldos adeudados durante los primeros 5 años. Se estableció un pago mínimo que deberá afrontar la República cada año. Además, se fijó un criterio de pagos adicionales en caso de incremento de las inversiones provenientes de los países miembros del organismo oficial.

De acuerdo a la última información disponible, el conjunto de las jurisdicciones subnacionales habría registrado una mejora en los resultados primarios y financieros durante 2013, principalmente a partir del fuerte incremento de los ingresos tributarios, tanto de origen nacional —coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática— como de los propios. En lo que va de 2014 los ingresos tributarios de origen nacional recibidos por las provincias registraron un mayor ritmo de expansión que en el último semestre de 2013, en línea con la evolución de la re-

Tabla III.2
Principales Colocaciones de Bonos Vinculados al Dólar
de Distritos Subnacionales
(ene-13 a may-14)

Fecha colocación	Provincia	Mercado	Monto en millones de dólares	Plazo original (años)	Rendimiento de colocación
Mar-13	Ciudad de Bs. As.	doméstico	100,0	5,0	4,0%
May-13	Ciudad de Bs. As.	doméstico	216,0	6,0	4,0%
May-13	Mendoza	doméstico	94,6	3,0	3,0%
Jun-13	Neuquén	doméstico	131,4	3,0	3,0%
Jul-13	Entre Ríos	doméstico	89,0	3,0	4,8%
Ago-13	Prov. de Buenos Aires	doméstico	200,0	1,5	4,2%
Oct-13	Neuquén	doméstico	198,6	5,0	3,9%
Oct-13	Chubut	doméstico	220,0	5,8	4,0%
Oct-13	Mendoza	doméstico	55,4	5,0	2,8%
Dic-13	Mendoza	doméstico	69,9	5,0	2,8%
Dic-13	Ciudad de Bs. As.	doméstico	113,2	6,0	2,0%
Dic-13	Entre Ríos	doméstico	63,9	3,0	2,3%
Total 2013			1.552,0		
Ene-14	Ciudad de Bs. As.	doméstico	146,8	6,0	2,0%
May-14	Ciudad de Bs. As.	doméstico	100,0	2,0	4,8%
Total ene-may 2014			246,8		

Fuente: Elaboración propia en base a datos de las provincias.

⁵⁴ La Resolución Secretaría de Finanzas N°26/2014 autorizó emisiones y colocaciones por un valor nominal superior en conjunto: US\$1.250 millones de Bonos Descuento, US\$800 millones de BONAR X, US\$400 millones de BODEN 15, US\$3.550 millones de BONAR 2024 y US\$150 millones de una Letra del Tesoro Nacional en garantía al Banco de la Nación Argentina a los efectos de ser utilizada como contragarantía de la fianza solidaria a ser otorgada por dicho Banco a REPSOL S.A. correspondiente a los 3 primeros servicios de intereses de los BONAR 2024.

caudación nacional. A su vez, las transferencias presupuestarias a las jurisdicciones subnacionales continuaron evidenciando subas interanuales significativas durante los primeros meses del año. Este incremento de los giros de la Nación se vio reforzado por el dinámico aumento de los recursos tributarios propios de las provincias (ver Gráfico III.19).

En lo que hace al financiamiento subnacional, en el marco del Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas se prorrogó el esquema de refinanciación de las deudas provinciales con la Nación con 17 provincias⁵⁵. Asimismo, se redujo el *stock* de deuda pública subnacional por la aplicación de \$10.000 millones de Aportes del Tesoro Nacional (ATN) a las provincias. Con estas medidas, se prevé mejorar el posicionamiento de endeudamiento de las jurisdicciones.

En los meses recientes sólo la Ciudad Autónoma de Buenos Aires continuó realizando emisiones de bonos en el mercado local, con instrumentos cuyos pagos de servicios se efectúan en pesos de acuerdo a la cotización del dólar estadounidense⁵⁶ (*dollar-linked*; ver Tabla III.2).

⁵⁵ Se previó la ampliación del período de gracia para el capital y los intereses de sus deudas hasta el 30 de junio, lo cual implica que las jurisdicciones dejarán de pagar cerca de \$4.000 millones de servicios que vencían en el primer semestre del año. Resoluciones Ministerio de Economía y Finanzas Públicas N°36/2013 y N°108/2014.

⁵⁶ En mayo de 2014 se destacó, por tratarse de un instrumento similar a la estructura de lo que habitualmente se considera como un bono, el caso de la emisión de una letra dólar *linked* del Tesoro de la Provincia de Neuquén por US\$24,7 millones a 30 meses de plazo, con pagos de cupones trimestrales que contemplan una tasa de interés de 2,89% y amortizaciones parciales a partir de 2016.

IV. Sector Financiero

Síntesis

En el segundo semestre de 2013 y a comienzos de 2014 la actividad de intermediación financiera con el sector privado siguió incrementándose, observando un ritmo más moderado en el margen. El crédito bancario total a empresas y familias creció en términos nominales a una tasa de 29,4% i.a. a marzo de 2014, siendo impulsado mayormente por las líneas en pesos; estas últimas se expandieron un 30,7% i.a. Todos los segmentos crediticios en pesos presentaron un comportamiento positivo en términos interanuales.

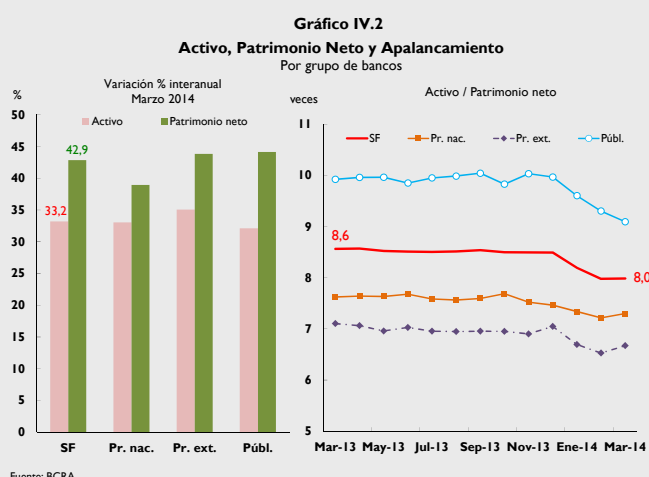
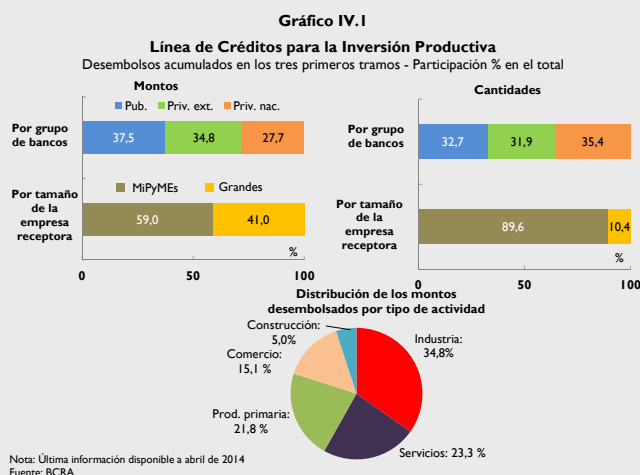
En los primeros meses de 2014 el crecimiento de las financiaciones al sector privado fue conducido principalmente por los préstamos a empresas; los mismos se incrementaron 30,9% i.a. en marzo, ligeramente por encima de la expansión verificada para los créditos a las familias (28,2% i.a.). El BCRA continuó promoviendo la inversión a través de la Línea de Créditos para la Inversión productiva (LCIP) y del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). En el caso particular de la LCIP, que permite a las empresas acceder a líneas de financiamiento de mayor plazo y con menores tasas de interés, desde su implementación hasta los primeros meses de 2014 se acordaron préstamos con importancia creciente en MiPyMEs, por \$58.100 millones en sus tres primeros tramos —segundo semestre de 2012, y primero y segundo de 2013—, desembolsándose efectivamente un total de \$56.773 millones. Respecto del tramo correspondiente al primer semestre de 2014, con información preliminar a abril se observa que ya se está cumpliendo con aproximadamente el 41% de la meta agregada para el período. Con el objetivo de mantener un fluido financiamiento al capital de trabajo y preservar la cadena de pagos de las empresas, el BCRA dispuso que en marzo pueda aplicarse hasta el 10% del cupo del primer semestre de 2014 al descuento de cheques de pago diferi-

do de MiPyMEs, y hasta un 10% adicional durante abril, mayo y junio de 2014 (hasta 40% del cupo).

Los depósitos totales (del sector público y privado) aumentaron 28% i.a. en el cierre del primer trimestre de 2014, por encima de la variación observada un año atrás. Este desempeño fue explicado mayormente por las imposiciones en pesos del sector privado, las cuales se expandieron 27,8% i.a., siendo los depósitos a plazo los más dinámicos (35,5% i.a.), impulsados mayormente por el incremento de sus rendimientos.

El apalancamiento del sistema financiero disminuyó en los primeros meses de 2014, tanto respecto a fines de 2013 como en términos interanuales. El activo neteado del conjunto de entidades financieras llegó a representar 8 veces el patrimonio neto en marzo, 0,6 veces menos que un año atrás. Esta evolución estuvo impulsada por un crecimiento relativamente mayor del patrimonio neto respecto a los activos agregados del sistema. La integración de capital regulatorio del sector totalizó 13,3% de los activos ponderados por riesgo totales en marzo de 2014, siendo más de un 90% explicado por capital Nivel 1 —el de mejor calidad en términos de la capacidad de absorción de pérdidas—.

El sistema financiero finalizó 2013 con una rentabilidad sobre activos (ROA) de 3,4%, con un incremento de 0,5 p.p. del activo con relación al cierre de 2012. A comienzos de 2014 las entidades financieras obtuvieron mayores niveles de rentabilidad, evolución originada en aquellos componentes del balance relacionados con la evolución del tipo de cambio. De esta manera, en el acumulado de los últimos doce meses a marzo de 2014 el ROA se ubicó en 4,3% (1,4 p.p. por encima del mismo período de 2013).



IV.1 Entidades financieras⁵⁷

IV.1.1 Actividad

En 2013 y principios de 2014 la actividad de intermediación financiera con el sector privado siguió expandiéndose

En el transcurso de 2013 y principios de este año los niveles de intermediación financiera con el sector privado aumentaron, observándose una leve desaceleración en el margen (ver Gráfico IV.3). El financiamiento total al sector privado (considerando moneda nacional y extranjera) creció 29,4% i.a. —interanual— en el cierre del primer trimestre de 2014, en tanto que los depósitos totales de este segmento se incrementaron 29% i.a.

El activo neteado⁵⁸ del sistema financiero se expandió 28,9% i.a. en el acumulado de 2013, superando en 1,2 p.p. a la variación observada el mismo período del año anterior. Este crecimiento continuó profundizándose en el inicio de 2014, alcanzando un incremento de 32,9% i.a. en marzo de 2014 (30,2% anualizado —a.— al cierre del primer trimestre de este año). Entre los componentes que integran el activo del conjunto de bancos, el crédito en pesos a empresas y familias verificó el mayor dinamismo interanual relativo en 2013, aumentando su importancia relativa en el activo neteado total hasta representar 49% en diciembre (ver Tabla IV.1). Por su parte, el financiamiento en moneda extranjera fue perdiendo participación en el activo neteado. Como resultado, se observó que a fines de 2013 los préstamos totales al sector privado representaron el 52% del activo, superando el valor observado al cierre de 2012. En el comienzo de 2014, debido en parte a factores estacionales, se atemperó ligeramente el ritmo de crecimiento de los préstamos al sector privado, reduciendo su participación en el saldo del activo total.

El financiamiento a empresas y familias continuó siendo impulsado por las líneas en pesos, las cuales incrementaron su importancia en términos del PIB

El crédito bancario siguió profundizándose en la economía. En marzo de este año el financiamiento total al sector privado en relación al producto se incrementó 1,2 p.p. con respecto al mismo período de 2013, hasta alcanzar un ratio de 14,1%⁵⁹. Este dinamismo fue conducido por los préstamos en pesos a empresas y familias, los cuales representaron 13,3% del PIB al cierre del

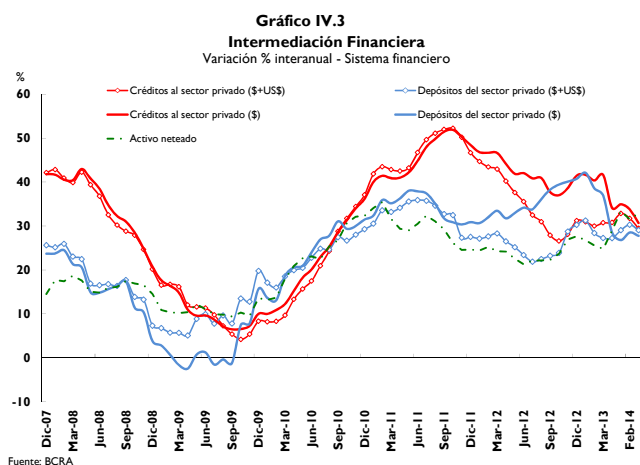
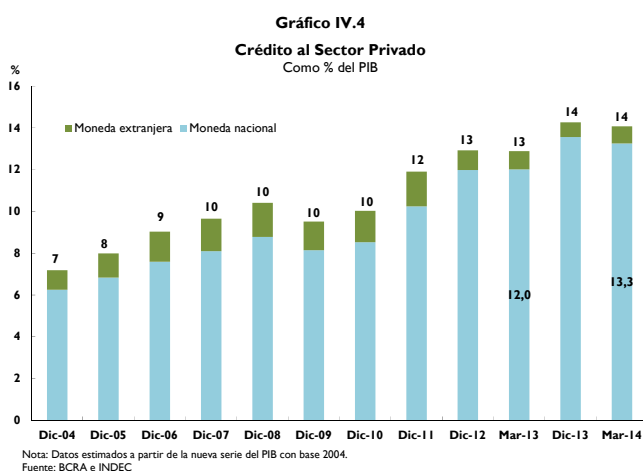


Tabla IV.1
Situación Patrimonial
Sistema financiero

	En % del activo neteado				Variación en p.p.		Variación del saldo*
	Dic-12	Mar-13	Dic-13	Mar-14	Dic-13 vs. Dic-12	Mar-14 vs. Mar-13	Últimos 12 meses (%) Mar-14
	100	100	100	100			
Activo	100	100	100	100			
Activos líquidos	21	19	20	20	-0,4	1,3	45
Títulos del BCRA	9	11	9	11	-0,3	0,2	38
Crédito total al sector público	10	10	10	10	-0,4	-0,9	24
Crédito total al sector privado	51	52	52	50	0,7	-2,5	29
Crédito en \$ al sector privado	47	49	49	47	1,9	-1,9	31
Crédito en US\$ al sector privado	4	4	3	3	-1,2	-0,6	-28
Otros activos	9	7	10	9	0,4	2,0	32
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100	100			
Depósitos del sector público	21	21	20	20	-0,9	-1,7	25
Depósitos del sector privado	56	57	55	54	-0,7	-2,9	29
ON, OS y Líneas del exterior	2	2	2	3	0,2	0,5	70
Otros pasivos	10	8	11	11	0,6	3,3	53
Patrimonio neto	11	12	12	12	0,8	0,6	43

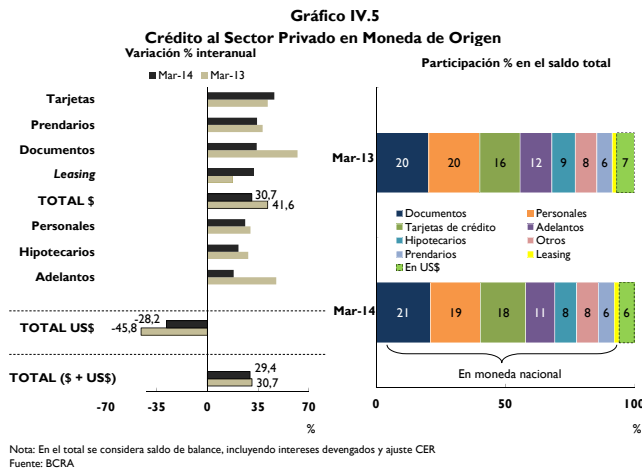
*Variaciones en moneda de origen
Fuente: BCRA



⁵⁷ En esta sección se incluyen en el análisis exclusivamente a las entidades financieras reguladas y supervisadas por el BCRA (Ley N° 21.526).

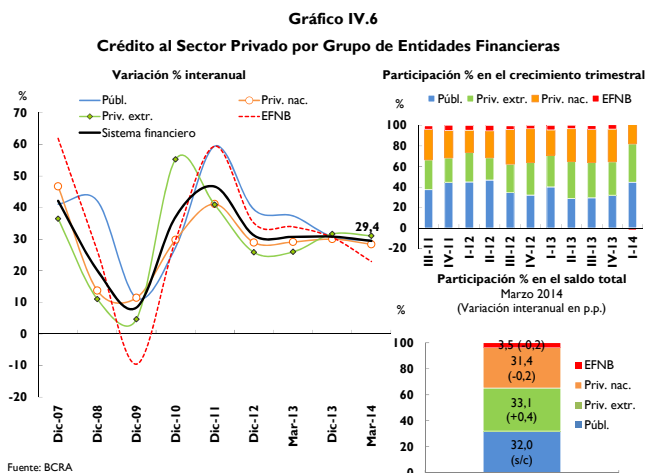
⁵⁸ El activo se presenta neto de las duplicaciones contables por operaciones de pase, a término y al contado a liquidar.

⁵⁹ Datos estimados a partir de la nueva serie del PIB con base 2004.



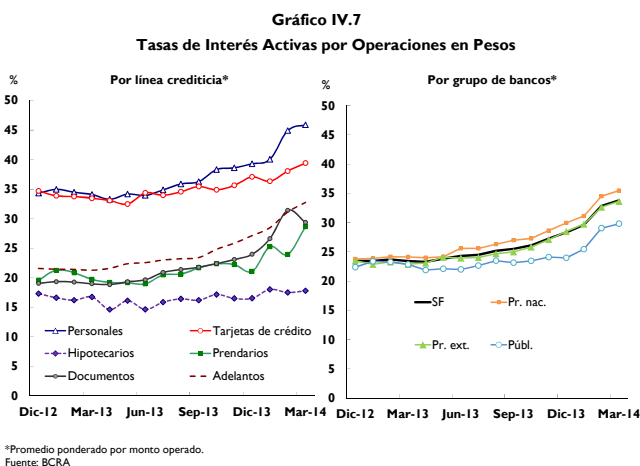
primer trimestre de este año, superando al nivel verificado un año atrás (ver Gráfico IV.4).

Siguiendo con la tendencia observada en los últimos años, en el transcurso de 2013 y principios de 2014 la expansión del crédito total al sector privado fue explicada por el segmento en moneda nacional. Así las líneas en pesos crecieron 30,7% i.a. en marzo de 2014, ligeramente por debajo de la variación registrada al cierre de 2013 (34,1% i.a.) y del valor observado un año atrás (41,6% i.a.). Todas las financiaciones en moneda nacional presentaron un desempeño positivo en este período, siendo las tarjetas de crédito, los préstamos prendarios, los documentos y el leasing las que verificaron la mayor expansión interanual relativa (ver Gráfico IV.5). Por su parte, los préstamos en moneda extranjera disminuyeron 28,2% i.a.⁶⁰ en marzo de 2014, reduciendo 1 p.p. su participación en el saldo total de crédito al sector privado con respecto al mismo mes de 2013, hasta representar apenas 6% del total.



En un marco en el que todos los grupos de entidades financieras expandieron el crédito al sector privado, en el primer trimestre de 2014 los préstamos otorgados por la banca pública fueron los más dinámicos

En los primeros meses de 2014 todos los grupos de entidades financieras verificaron incrementos interanuales del crédito al sector privado, observándose un desempeño más moderado en el margen. Los bancos privados extranjeros y los públicos mostraron el mayor incremento interanual relativo en marzo de 2014, creciendo 31,1% i.a. y 29,6% i.a. respectivamente. En particular, según datos del primer trimestre de este año los préstamos otorgados por la banca pública fueron los más dinámicos en el período, contribuyendo con casi 45% de la expansión trimestral del financiamiento bancario a empresas y familias (ver Gráfico IV.6).



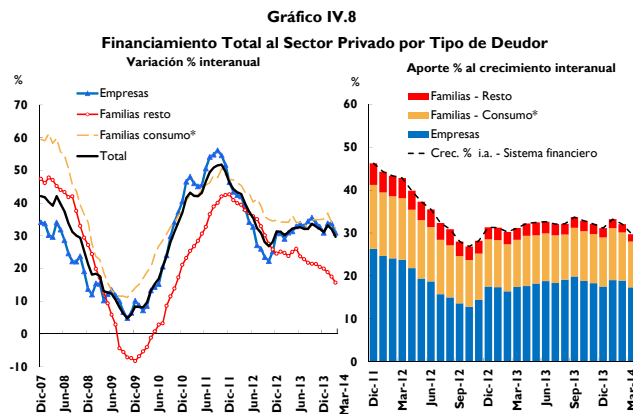
En 2013 y en el inicio de 2014 las tasas de interés activas operadas en pesos en las distintas líneas de préstamos al sector privado continuaron incrementándose moderadamente (ver Gráfico IV.7). En especial, a marzo de 2014 fueron las tasas aplicadas a adelantos y préstamos personales las que presentaron las mayores subas interanuales relativas. Si bien esta evolución fue generalizada en todos los grupos de bancos, debe mencionarse que las tasas de interés activas ofrecidas por la banca pública se ubicaron por debajo del promedio registrado para el sistema financiero. En el comienzo del segundo trimestre de este año se verificaron reducciones en las tasas de in-

⁶⁰ Variación en moneda de origen.

terés activas operadas en pesos en todos los grupos de bancos y en la mayoría de las líneas de crédito.

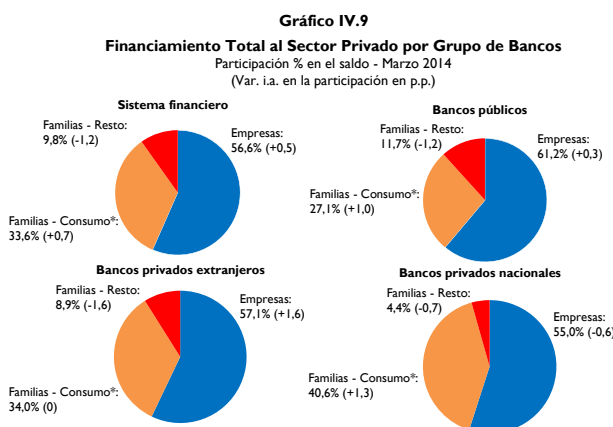
En los primeros meses de 2014 el ritmo de expansión de los préstamos a las empresas superó al de las familias

Manteniendo la tendencia observada en 2013, a principios de 2014 el crecimiento de las financiaciones al sector privado fue mayormente explicado por los préstamos a las empresas. Éstos se incrementaron 30,9% i.a. en marzo de este año, en línea con el valor observado un año atrás y levemente por encima del registro verificado para las financiaciones a las familias (ver Gráfico IV.8). De esta manera, el crédito a las empresas explicó más de 58% del aumento interanual del financiamiento total al sector privado, incrementando su participación en el saldo total hasta representar 56,6% (ver Gráfico IV.9). Este desempeño fue dinamizado mayormente por los bancos privados extranjeros y los públicos, los cuales aumentaron la proporción de las financiaciones a empresas dentro de sus carteras totales.



* Incluye préstamos personales y financiamiento a través de tarjetas de crédito otorgados a familias.
Fuente: BCRA

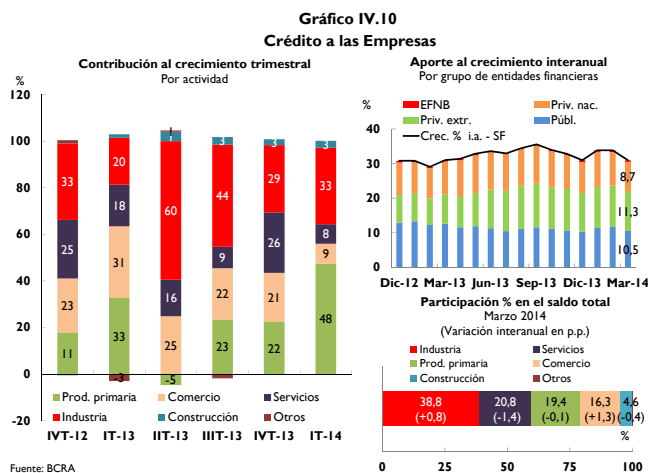
Los préstamos a las firmas comerciales y a las industriales fueron los más dinámicos en 2013 y en lo que va de 2014, totalizando un crecimiento de 42,7% i.a. y 33,8% i.a. respectivamente en marzo de 2014 (53,3%a. y 33,7%a. en el segundo semestre de 2013). Como resultado, las financiaciones canalizadas a ambos sectores incrementaron su participación en el saldo total de créditos a las empresas, hasta representar conjuntamente más de 55% (ver Gráfico IV.10). Por su parte, el crédito a la producción primaria alcanzó un destacado dinamismo en el primer trimestre de 2014 —se expandió 38,2%a. en este lapso—, explicando casi 48% del crecimiento trimestral de los préstamos totales a las firmas.



* Incluye préstamos personales y financiamiento a través de tarjetas de crédito otorgados a familias.
Fuente: BCRA

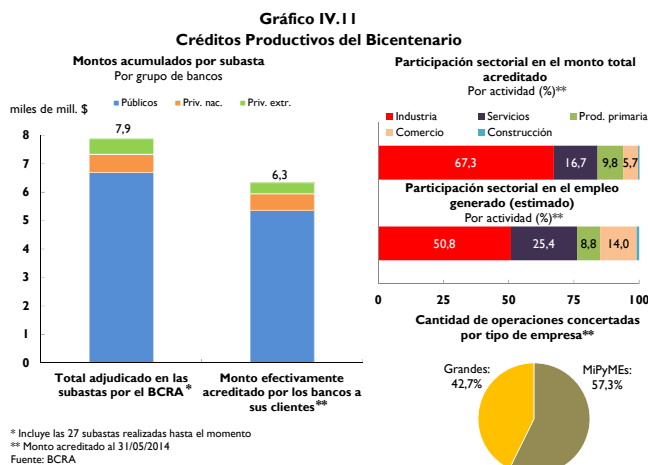
El crecimiento del financiamiento bancario a empresas fue estimulado por las distintas políticas crediticias impulsadas por el BCRA, destacándose el desempeño de los préstamos a las pequeñas y medianas empresas

La evolución de las financiaciones a las empresas fue en parte impulsada por las diversas políticas crediticias adoptadas por esta Institución, destinadas a promover los préstamos con fines productivos. En el marco de la “Línea de Créditos para la Inversión Productiva” (LCIP), que permite a las empresas acceder a líneas de financiamiento de mayor plazo y con menores tasas de interés, desde el momento de su implementación —a mediados de 2012— hasta abril de 2014, por medio de los tres primeros tramos se acordaron préstamos por aproximadamente \$58.100 millones, desembolsándose



efectivamente un total de \$56.773 millones. En particular, en 2013 se acreditaron en términos brutos \$35.394 millones entre diversas empresas, representando más de la mitad del incremento interanual del saldo de préstamos a empresas. Debe señalarse que considerando la totalidad de los desembolsos efectuados en las tres primeras etapas de la LCIP, el 59% fue asignado a MiPyMEs (ver Gráfico IV.1). Por su parte, el 37,5% del total acreditado fue otorgado por la banca pública, seguida por los bancos privados extranjeros, con 34,8%. Teniendo en cuenta los distintos sectores productivos, los préstamos a la industria, a las firmas prestadoras de servicios y a la producción primaria presentaron la mayor participación en el monto total desembolsado por medio de la LCIP.

Con el objetivo de continuar profundizando los efectos positivos de esta herramienta, en junio y en diciembre de 2013 esta Institución renovó los cupos para la segunda parte del 2013⁶¹ y para el primer semestre de 2014⁶². En particular la totalidad del cupo correspondiente a esta última etapa —que rondaría los \$23.000 millones— deberá ser enteramente acordado a MiPyMEs⁶³, admitiéndose, como excepción, que hasta la mitad del mismo pueda canalizarse a través de préstamos hipotecarios para individuos⁶⁴ y a grandes empresas que posean determinados proyectos productivos⁶⁵. Adicionalmente, a partir de mediados de abril de 2014 se permite imputar a la LCIP otras financiaciones que tengan como destino facilitar operaciones de comercio exterior⁶⁶. Esta modificación se suma a la establecida a fines de febrero⁶⁷, a través de la cual se acepta que una proporción del cupo correspondiente al cuarto tramo de la LCIP pueda aplicarse al descuento de cheques de pago diferido a MiPyMEs durante los meses de marzo y abril. Respecto al tramo en curso, con información preliminar a abril se observa que ya se está cumpliendo con aproximadamente el 41% de la meta agregada para el período.



Complementariamente, en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB)⁶⁸, en el transcurso de 2013 e inicios de 2014 el BCRA continuó licitando recursos entre las entidades financieras participantes. En particular en 2013 se realizaron ocho subastas que pautaron un desembolso de

⁶¹ Comunicación "A" 5449.

⁶² Comunicación "A" 5516.

⁶³ Para esta cuarta etapa de la LCIP, la tasa de interés será fija de hasta 17,5% nominal anual para los primeros 36 meses como mínimo.

⁶⁴ En el caso de los préstamos hipotecarios otorgados a través de LCIP, el plazo mínimo será de 10 años y la tasa de interés para el primer año será fija de 17,5% nominal anual. A partir del segundo año, de no continuarse con dicha tasa, se aplicará una tasa variable que no podrá superar a la tasa BADLAR en pesos de bancos privados más 300 puntos básicos.

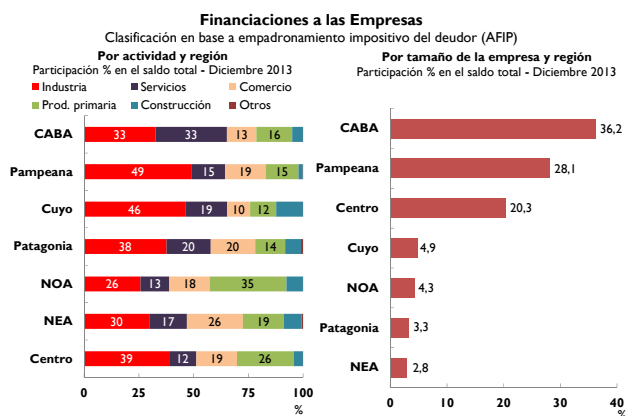
⁶⁵ En particular abarca a aquellos proyectos que generen una ampliación de la capacidad productiva, un incremento del empleo directo y formal, sustitución de importaciones, desarrollo de la capacidad de exportación, inversiones de bienes de capital y obras de infraestructura. En estos casos, la tasa de interés será pautada libremente. La imputación de estas financiaciones requiere la previa conformidad del BCRA.

⁶⁶ Comunicación "A" 5570.

⁶⁷ Comunicación "A" 5554.

⁶⁸ Comunicación "A" 5089.

Gráfico IV.12

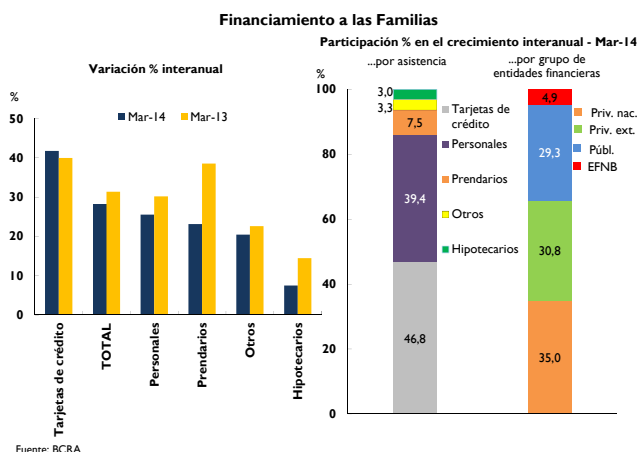


Fuente: BCRA

más de \$2.000 millones. Por su parte, en el comienzo de 2014 se realizó una nueva subasta de recursos por un total de \$100 millones. Así, desde su lanzamiento en 2010 hasta fines de mayo de 2014 se llevan adjudicados en términos brutos \$7.880 millones por medio de 27 licitaciones (ver Gráfico IV.11). El monto efectivamente acreditado a las múltiples empresas demandantes asciende a \$6.327 millones (casi 85% correspondieron a financiamientos otorgados por la banca pública), siendo la mayor parte de las operaciones asignadas a MiPyMEs. Más de 67% del total acreditado fue canalizado al sector industrial, seguido por las firmas prestadoras de servicios (16,7%) y la producción primaria (9,8%).

Estas medidas impulsadas por el BCRA favorecieron el acceso al crédito bancario y mejoraron las condiciones de financiamiento, en especial, de las empresas de menor tamaño relativo. De esta manera, en los últimos años se registró un aumento de la participación de los préstamos a MiPyMEs en el total otorgado a personas jurídicas, tendencia que se profundizó en 2013 y principios de 2014. Así, al cierre del primer trimestre de este año, más de 48% del monto de préstamos en pesos otorgados a personas jurídicas fueron canalizadas a este segmento, 8,3 p.p. por encima del valor observado un año atrás. Por su parte, si se considera el saldo total de préstamos a personas jurídicas al cierre del segundo semestre de 2013, más de 37% del total correspondió a financiamientos destinadas a MiPyMEs.

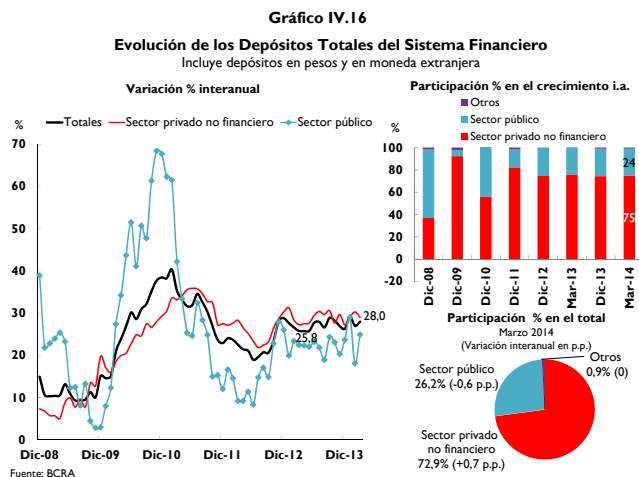
Gráfico IV.13



Fuente: BCRA

Al cierre de 2013 el financiamiento al segmento manufacturero continuó predominando en la mayoría de las regiones del país, en particular en la zona Pampeana y Cuyo (ver Gráfico IV.12). Por su parte, los préstamos a las empresas continuaron predominando en la CABA y en la región pampeana, zonas que concentraron más del 64% del saldo total de financiamientos a las firmas.

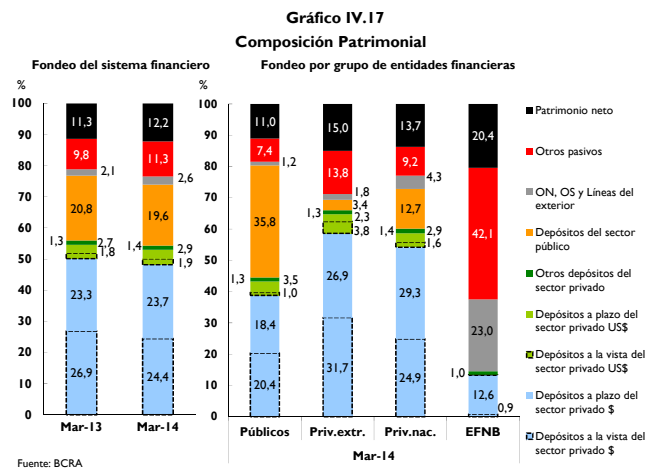
Las financiamientos a las familias se incrementaron 28,2% i.a. en marzo de 2014, ligeramente por debajo de los valores registrados un año atrás y en el cierre de 2013 (ver Gráfico IV.13). Entre las diversas líneas crediticias ofrecidas a los hogares, las tarjetas de crédito presentaron un importante dinamismo a lo largo de 2013 y en lo que va 2014, aumentando 41,8% i.a. en el tercer mes de este año —58,9% a. en el segundo semestre de 2013—. De esta manera, en una comparación interanual esta línea incrementó en 3,3 p.p. su proporción en el saldo total de préstamos a familias, hasta representar 34,9% (ver Gráfico IV.14). Este crecimiento fue conducido principalmente por los bancos privados extranjeros y nacionales. Por su parte, en los últimos doce meses los créditos personales ganaron participación en el saldo total de préstamos a familias en los bancos públicos. Casi



costo de mantenimiento de las cajas de ahorro, las extracciones en cajeros automáticos, la reposición de tarjetas de débito y los servicios adicionales vinculados a cuentas de depósitos de la seguridad social, entre otros.

Finalmente, con el objetivo de mejorar y clarificar la información que se encuentra a disposición de los consumidores de servicios financieros referente al costo enfrentado a la hora de tomar endeudamiento, se decidió que en lo sucesivo se utilice la Tasa Nominal Anual como forma de expresión del Costo Financiero Total de las financiaciones (CFT), diferenciándose en este último la carga impositiva asociada al préstamo.

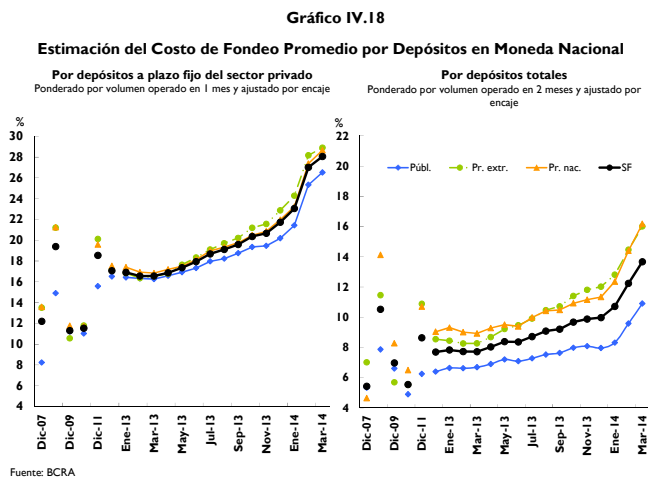
Por último, se estableció una regulación para que los proveedores no financieros de crédito (PNFC) puedan ser considerados por las entidades financieras al momento de otorgarles financiamiento (Com. "A" 5593). En este marco, se define a las PNFC como aquellas personas jurídicas que ofrezcan crédito a individuos, como las asociaciones mutuales, las cooperativas y las emisoras no financieras de tarjetas de crédito o compra, entre otros prestadores. Los PNFC deberán inscribirse en el BCRA para poder ser considerados como sujetos de crédito por parte de las entidades financieras. Los inscriptos estarán obligados a informar un detalle sobre sus accionistas y directivos, así como también la calificación de sus tomadores de préstamos que será incorporada a la Central de Deudores de esta Institución, entre otras obligaciones.



En 2013 y principios de 2014 los depósitos a plazo en moneda nacional del sector privado fueron los más dinámicos

En 2013 los depósitos en pesos del sector privado continuaron expandiéndose, si bien a un ritmo más moderado con respecto al año anterior. De esta manera, estas colocaciones alcanzaron un incremento interanual de 28,5% i.a. al cierre de 2013. En el primer trimestre de 2014, los depósitos en pesos al sector privado se expandieron 18,3% a. (27,8% i.a.), ligeramente por debajo del valor verificado el mismo período del año pasado.

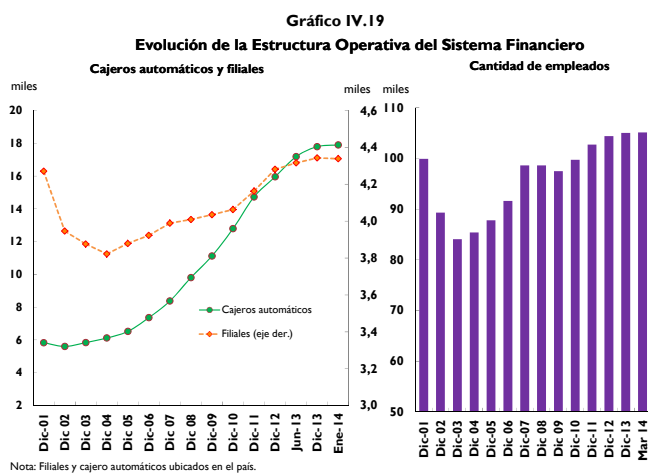
El comportamiento de las imposiciones en moneda nacional del sector privado en el comienzo del año fue conducido por los depósitos a plazo fijo, los cuales crecieron 35,5% i.a. en marzo de 2014 (65,5% a. en los primeros tres meses de 2014). Así, este segmento aumentó su importancia relativa en el saldo total de colocaciones del sector privado hasta representar casi 44%, 3 p.p. más que en diciembre de 2013 y 2 p.p. por encima del valor de un año atrás (ver Gráfico IV.15). Dicha dinámica está relacionada con el incremento del rendi-



miento de estos depósitos, propiciado a su vez por las mayores tasas de corte de las LEBACs y NOBACs registradas durante este semestre (ver Capítulo II).

En tanto, las cuentas a la vista en pesos crecieron 20,9% i.a. en marzo, por debajo del valor observado en el mismo mes de 2013. Las colocaciones en moneda extranjera disminuyeron 8,9% i.a.⁷⁰ en el tercer mes de 2014, atemperando el ritmo de caída registrado un año atrás. Esta desaceleración fue en parte explicada por una serie de medidas implementadas por el BCRA tendientes a atraer una mayor proporción de recursos del sector privado en moneda extranjera al sistema financiero. En particular a partir de principios de 2014 esta Institución comenzó a ofrecer en el mercado LEBAC en dólares⁷¹, que pueden ser suscriptas por los bancos utilizando los depósitos a plazo en moneda extranjera que captan del sector privado.

Como resultado de la evolución de los distintos tipos de depósitos, las imposiciones totales del sector privado se expandieron 29% i.a. en marzo de 2014, casi 2 p.p. por encima de la variación registrada el mismo mes del año anterior. El incremento interanual de las colocaciones totales de las empresas y familias fue generalizado en los grupos de entidades financieras, siendo los bancos privados nacionales y la banca pública los que verificaron el mayor dinamismo relativo.



Las colocaciones totales del sector público mantuvieron un positivo desempeño a lo largo de 2013 y principios de 2014, alcanzando un incremento interanual de 24,9% en el tercer mes de este año, 2,5 p.p. más que el valor de marzo de 2013.

Así, el saldo de balance de los depósitos totales del sector privado y público aumentó 28% i.a. en marzo de 2014, superando a la tasa de crecimiento observada un año atrás (ver Gráfico IV.16). Este comportamiento fue impulsado mayormente por las colocaciones de las empresas y familias, las cuales explicaron el 75% del crecimiento interanual de los depósitos totales. En particular las imposiciones en pesos del sector privado contribuyeron con el 66% de dicho incremento.

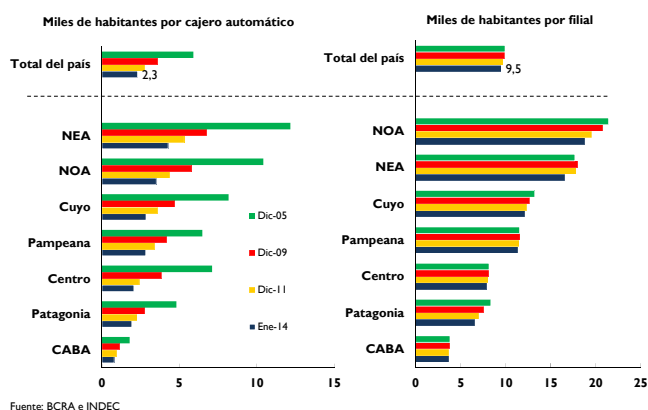
A lo largo de 2013 y comienzos de 2014 las colocaciones en moneda nacional de las empresas y familias siguieron posicionándose como la principal fuente de fondeo del sistema financiero

Los depósitos del sector privado, y en menor medida, los del sector público, continuaron posicionándose como

⁷⁰ Considerando variaciones en moneda de origen.

⁷¹ Comunicación "A" 5527.

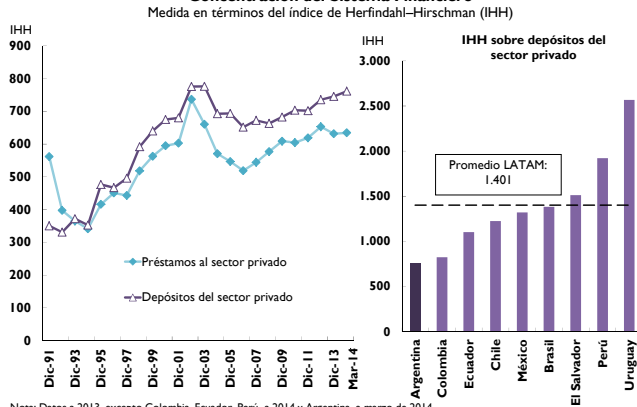
Gráfico IV.20
Alcance Regional del Sistema Financiero



Fuente: BCRA e INDEC

las principales fuentes de fondeo (pasivos más patrimonio neto) del conjunto de entidades financieras (ver Gráfico IV.17). Así, en marzo de 2014 las colocaciones totales de las empresas y familias representaron 54,3% del fondeo total, nivel levemente inferior al registrado un año atrás. En particular, las imposiciones en pesos del sector privado ponderaron 48,1% del fondeo total, reduciéndose levemente con relación a marzo de 2013, fundamentalmente por las colocaciones en moneda nacional a la vista. Por su parte, en una comparación interanual los depósitos en pesos a plazo del sector privado incrementaron 0,4 p.p. su proporción en el fondeo total hasta alcanzar 23,7% del total al cierre del primer trimestre de 2014, impulsados mayormente por los bancos privados nacionales y extranjeros. En tanto, las colocaciones totales del sector público representaron 19,6% del fondeo total, 1,2 p.p. por debajo del valor observado un año atrás. En particular, los bancos públicos redujeron casi 2 p.p. los depósitos del sector público en el fondeo total, hasta alcanzar 35,8% del total.

Gráfico IV.21
Concentración del Sistema Financiero



Nota: Datos a 2013, excepto Colombia, Ecuador, Perú a 2014 y Argentina a marzo de 2014.
Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de los distintos Bancos Centrales y el BCRA.

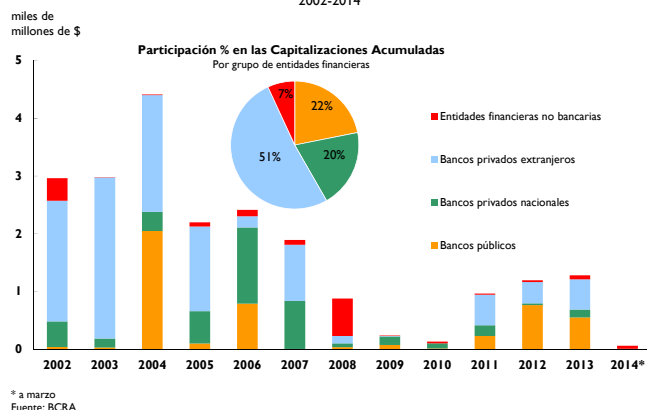
A lo largo de 2013 el costo de fondeo⁷² estimado por depósitos en pesos se incrementó en todos los grupos de bancos, tendencia que se profundizó en el comienzo de 2014 (ver Gráfico IV.18). El mayor costo de fondeo en los primeros meses de este año fue impulsado principalmente por el aumento en las tasas de interés por las colocaciones a plazo del sector privado, fundamentalmente en los bancos privados extranjeros y nacionales.

En 2013 las entidades financieras incrementaron la captación de fondos por medio de obligaciones negociables (ON) y valores de corto plazo (VCP). De esta manera a lo largo del año pasado se realizaron colocaciones de ON y VCP por un total de \$8.824 millones, casi 75% más que en 2012. En el comienzo de 2014 el conjunto de entidades financieras continuó emitiendo estos instrumentos, acumulando un total de \$1.731 millones en los primeros 3 meses de este año, siendo en su totalidad efectuadas en moneda nacional. Como resultado de esta dinámica, el saldo de las ON, OS (obligaciones subordinadas) y líneas de préstamos del exterior en el sistema financiero aumentó su participación en el activo total hasta representar 3% en marzo de 2014, nivel ligeramente superior al registrado un año atrás (ver Tabla IV.1).

Continuó ampliándose la infraestructura para la provisión de servicios financieros en todo el país

⁷² Se consideran tanto las colocaciones a la vista como a plazo en pesos de los sectores privado y público. Se pondera por el volumen operado de depósitos de 2 meses y se ajusta por encaje.

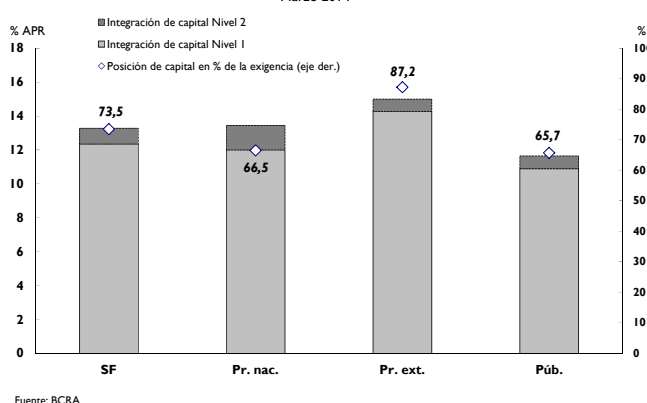
Gráfico IV.22
Capitalizaciones de Entidades Financieras
2002-2014



La infraestructura operativa del sector financiero siguió ampliándose en el transcurso de 2013 e inicios de 2014 (ver Gráfico IV.19). Así la cantidad de sucursales aumentó 1,2% i.a. en el primer mes de este año (alcanzando un total de 4.339 filiales en el país), mientras que el número de cajeros automáticos y terminales de auto-servicio registró un crecimiento de 8% i.a. (totalizando 17.902 unidades). Este dinamismo fue impulsado mayormente por la banca privada extranjera, si bien todos los grupos de bancos presentaron incrementos en la cantidad de cajeros y filiales. Por su parte, la dotación de personal del conjunto de entidades financieras siguió expandiéndose en el comienzo de 2014, conducido principalmente por los bancos privados nacionales.

Como resultado de las normas vigentes para la autorización de nuevas sucursales⁷³, destinadas a reducir la disparidad de la infraestructura financiera entre las distintas zonas del país, a lo largo de 2013 se autorizó la apertura de 28 nuevas sucursales en localidades menos bancarizadas (14 en cada uno de los semestres de 2013). De esta manera, en los últimos tres años se han autorizado 116 nuevas filiales en regiones con menor cobertura financiera, cifra que representa más del 41% de la expansión de sucursales totales en este período.

Gráfico IV.23
Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición)
Marzo 2014



En un contexto de crecimiento de la infraestructura para la provisión de servicios financieros en todo el país, en los últimos años se verificó una gradual reducción de los indicadores número de habitantes por filial y por cajero, en especial en las zonas menos bancarizadas —NOA y NEA— (ver Gráfico IV.20). De esta manera, en promedio, la relación habitantes por filial se ubicó en 9,5 miles; en tanto que el número de individuos por cajeros se redujo a 2,3 miles, por debajo de los registros observados años anteriores y de otras economías de la región.

La concentración del sistema financiero se mantuvo en niveles acotados a lo largo de 2013 y principios de 2014. El Índice de Herfindahl-Hirschman medido sobre préstamos registró una reducción en el último año; en tanto que el medido sobre depósitos se incrementó ligeramente. No obstante, los niveles de concentración registrados en el mercado bancario local siguieron estando por debajo de los registrados en otros países de la región (ver Gráfico IV.21).

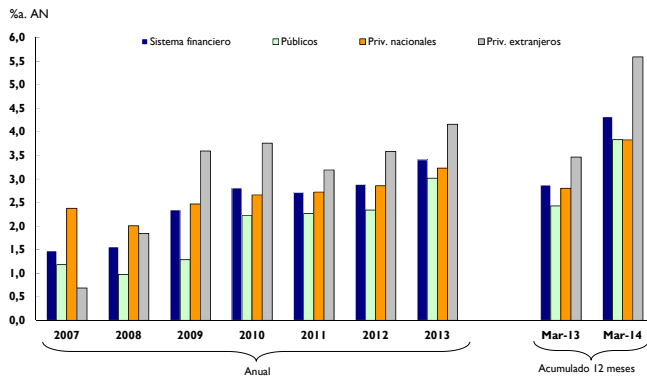
IV.1.2 Posición de capital

Se aceleró el ritmo de crecimiento del patrimonio neto del sistema financiero en los últimos meses,

⁷³ Comunicación "A" 5168 y Comunicación "A" 5355.

dando lugar a una disminución del nivel de apalancamiento agregado

Gráfico IV.24
Rentabilidad por Grupo de Bancos
En % del activo neteado



Fuente: BCRA

El patrimonio neto del sistema financiero consolidado se incrementó 35% a lo largo de 2013, evidenciando una aceleración en el segundo semestre del año —40,8% anualizado (a.)— y en el primer trimestre de 2014. Este crecimiento se originó fundamentalmente de las ganancias contables devengadas y, en menor medida, de nuevos aportes de capital. Las capitalizaciones recibidas por el conjunto de bancos acumularon casi \$1.282 millones en 2013, siendo canalizadas en similar proporción hacia los bancos privados extranjeros y públicos (ver Gráfico IV.22). Del mismo modo, en los primeros tres meses de 2014 el conjunto de entidades financieras recibió aportes de capital por \$62 millones, destinados fundamentalmente hacia las entidades financieras no bancarias. Por su parte, durante 2013 algunas entidades financieras distribuyeron dividendos por un monto total equivalente a \$222 millones.

En este marco, el nivel de apalancamiento del sistema financiero se redujo en lo que va de 2014 tanto respecto al cierre de 2013 como en términos interanuales, dado que el crecimiento relativo del patrimonio neto superó a la expansión del activo a nivel agregado. Evolución similar se evidenció en todos los grupos de bancos (ver Gráfico IV.2). De esta manera, el activo neteado del conjunto de bancos llegó a representar 8 veces el patrimonio neto en marzo, 0,6 veces menos que un año atrás. Cabe considerar que estos registros resultan inferiores a los observados en otras economías, tanto emergentes como desarrolladas.

Tabla IV.2
Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero

Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio

	2010	2011	2012	2013	Mar-13*	Mar-14*
Margen financiero	8,5	8,0	9,2	10,3	9,3	11,8
Resultado por intereses	4,3	4,6	5,7	5,9	5,7	5,9
Ajustes CER y CVS	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Resultado por títulos valores	3,2	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7
Diferencias de cotización	0,5	0,6	0,6	1,3	0,7	2,2
Otros resultados financieros	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,0	0,7
Resultado por servicios	3,8	3,9	4,2	4,3	4,2	4,2
Gastos de administración	-6,9	-6,7	-7,0	-7,1	-7,0	-7,1
Cargos por incobrabilidad	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,1
Efectos de la crisis 2001-2002 (**)	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Cargas impositivas	-1,0	-1,1	-1,3	-1,6	-1,4	-1,7
Diversos	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	4,0	3,9	4,3	5,0	4,4	6,3
Impuesto a las ganancias	-1,2	-1,2	-1,5	-1,6	-1,5	-2,0
Resultado final (ROA)	2,8	2,7	2,9	3,4	2,9	4,3
Resultado ajustado (***)	3,0	2,8	3,0	3,5	3,0	4,4
Resultado en % del PN (ROE)	24,4	25,3	25,7	29,5	25,4	36,5
Rdo antes de impuesto a las ganancias en % del PN	34,5	36,5	38,8	43,7	38,6	53,5

(*) Acumulado 12 meses.

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

(***) Excluyéndose partidas contables relacionadas con los efectos de la crisis 2001-2002.

Fuente: BCRA

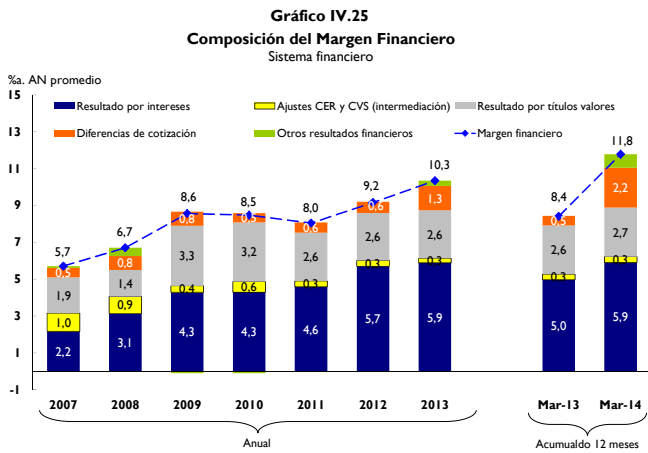
El sistema financiero continúa presentando una posición excedentaria de capital

La integración de capital regulatorio del sistema financiero se ubicó en 13,3% de los activos ponderados por riesgo totales (APR) en marzo de 2014, 0,3 p.p. menos que a fines de 2013. En el cierre del primer trimestre del año la integración de capital Nivel 1⁷⁴ —el de mejor calidad en términos de la capacidad de absorción de pérdidas— representó 12,4% de los APR, más de 90% de la integración total. Por su parte, el exceso de integración de capital en relación a la exigencia normativa (posición de capital) se ubicó en 73,7% a marzo de 2014⁷⁵ (ver Gráfico IV.23), acumulando un incremento interanual de 8,1 p.p. Todos los grupos de bancos mostraron una posición excedentaria de capital en el período.

⁷⁴ Definido como patrimonio neto básico (capital ordinario y adicional), neto de las cuentas deducibles. Ver Comunicación "A" 5369.

⁷⁵ A partir de comienzos de 2014 las entidades financieras deben considerar el requisito propio del mes, mientras que entre febrero y diciembre de 2013 tenían en cuenta la mayor exigencia entre la verificada en enero de 2013 y la del mes en cuestión. Comunicación "A" 5369, punto 9.

En los últimos meses aumentaron las ganancias contables de los bancos, siendo principalmente impulsadas por el margen financiero



En 2013 las ganancias contables del sistema financiero alcanzaron \$29.143 millones, equivalente a una rentabilidad en términos de los activos totales (ROA) de 3,4%, registrando un incremento de 0,5 p.p. en relación a 2012. El crecimiento interanual en las ganancias se verificó en todos los grupos de bancos (ver Gráfico IV.24). En el comienzo de 2014 las entidades financieras obtuvieron mayores niveles de rentabilidad. Así, en el acumulado de los últimos doce meses a marzo de 2014 el ROA del conjunto de bancos se ubicó en 4,3%, aumentando 1,4 p.p. respecto al mismo período considerado a marzo 2013. El incremento de los beneficios en dicho período fue difundido entre los distintos grupos de entidades.

A lo largo de 2013, el margen financiero de los bancos se ubicó en 10,3% de los activos, 1,1 p.p. por encima del registro del acumulado de 2012 (ver Gráfico IV.25). El incremento se debió principalmente a las ganancias devengadas en los rubros relacionados con la evolución del tipo de cambio (diferencias de cotización y ajustes por operaciones a término en moneda extranjera) y, en menor medida, a los resultados por intereses. Todos los grupos de bancos incrementaron interanualmente su margen financiero acumulado, siendo los privados extranjeros los que presentaron el mayor incremento relativo. Un comportamiento similar se registró en el acumulado de doce meses a marzo de 2014 con el margen financiero del conjunto de bancos aumentando 2,5 p.p. del activo respecto al mismo período de 2013 y ubicándose en 11,8%.

Tabla IV.3
Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos
Marzo 2014 (*) - Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

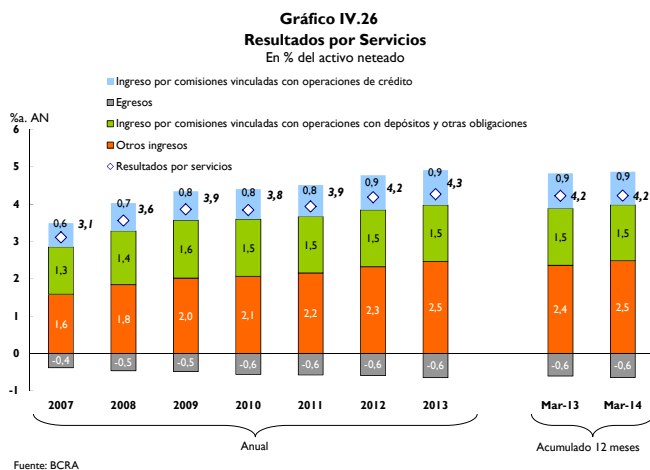
	Bancos privados			Bancos públicos	
	Total	Nacio- nales	Extran- jeros	EFNB	EFNB
Margen financiero	13,4	11,9	14,8	9,8	12,3
Resultado por intereses	7,7	7,2	8,3	3,3	11,4
Ajustes CER y CVS	0,1	0,0	0,2	0,6	0,0
Resultado por títulos valores	2,0	2,6	1,4	3,6	0,4
Diferencias de cotización	2,1	1,2	3,1	2,3	0,5
Otros resultados financieros	1,4	1,0	1,8	-0,1	0,0
Resultado por servicios	5,5	5,4	5,6	2,5	7,4
Gastos de administración	-8,5	-8,7	-8,4	-5,2	-8,7
Cargos por incobrabilidad	-1,4	-1,2	-1,5	-0,7	-2,9
Efectos de la crisis 2001-2002 (**)	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Cargas impositivas	-2,3	-2,3	-2,2	-0,9	-2,6
Diversos	0,5	0,7	0,3	0,0	0,9
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	7,2	5,7	8,6	5,3	6,4
Impuesto a las ganancias	-2,4	-1,8	-3,1	-1,4	-2,5
Resultado final (ROA)	4,7	3,8	5,6	3,8	3,9
Resultado ajustado (***)	4,7	3,8	5,6	4,0	3,9
Resultado en % del PN (ROE)	36,3	32,9	39,0	38,5	19,7
Resultado antes de impuesto a las ganancias en % del PN	55,1	48,6	60,4	52,9	32,2

(*) Acumulado 12 meses.
(**) Incluye amortización de amparos y ajustes de activos del sector público.
(***) Excluyendo los efectos de la crisis 2001-2002.
Fuente: BCRA

Los ingresos netos por intereses continuaron siendo una de las principales fuentes de ingresos del sistema financiero

Los resultados por intereses se situaron en 5,9% del activo a lo largo de 2013, con un incremento de 0,2 p.p. respecto al año anterior, ubicándose en el mismo nivel que en el acumulado de doce meses a marzo de 2014. Todos los grupos de bancos verificaron mayores ganancias por intereses con respecto a 2012, siendo los bancos privados extranjeros quienes presentaron el mayor dinamismo.

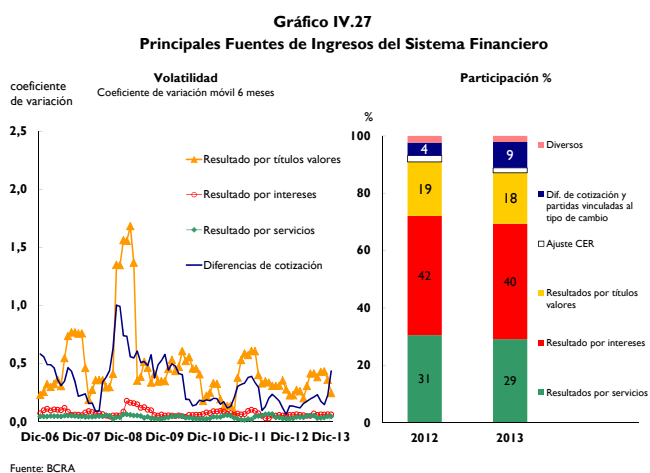
Dado el descalce activo de moneda extranjera de los bancos (ver Capítulo V) y la evolución del tipo de cambio nominal peso-dólar, a fines de 2013 y principios de 2014, se evidenció un incremento de la ponderación de los beneficios por diferencia de cotización en el cuadro



de resultados de los bancos. Estos ingresos aumentaron 0,7 p.p. del activo en 2013 respecto al año anterior, siendo los bancos públicos y privados extranjeros los que reflejaron la mayor ponderación. Este mayor dinamismo continuó evidenciándose en el acumulado de doce meses a marzo de 2014 (ver Tabla IV.3). Un efecto similar se observó en el rubro de otros resultados financieros, principalmente a través de un incremento en las ganancias obtenidas por ajustes de las operaciones a término de moneda extranjera.

Los resultados por títulos valores se incrementaron 0,6 p.p. del activo en la segunda mitad del año —en comparación con el primer semestre— cerrando 2013 en 2,6%, en línea con el nivel del año anterior y ligeramente por debajo del registro verificado en el acumulado de doce meses a marzo 2014 (2,7%). A nivel sistémico, el leve aumento en los bancos públicos en este rubro prácticamente se compensó con la merma evidenciada en los bancos privados.

A lo largo de 2013 los ingresos netos por partidas ajustables por CER permanecieron en niveles bajos y estables por tercer año consecutivo, en torno a 0,3% del activo. Al desagregar por grupo de bancos, aquellos de origen público evidencian el mayor dinamismo de estos ingresos en sus estados de resultados. La baja ponderación que presentan estos ingresos en el cuadro de resultados del sistema financiero es consistente con el acotado descalce entre activos y pasivos que ajustan por este coeficiente.



Los resultados por servicios se mantuvieron como una de las principales fuentes de ingresos del sector

Los ingresos netos por servicios del sistema financiero cerraron en torno a 4,2% del activo en el acumulado de doce meses a marzo de 2014 (ver Gráfico IV.26), en línea con el valor de un año atrás. Esta fuente de ingresos sigue siendo más relevante en los bancos privados (alcanzando 5,6% y 5,4% en los bancos privados extranjeros y nacionales, respectivamente) y, en menor medida en los bancos públicos (2,5%).

En términos de las principales fuentes de rentabilidad que componen el cuadro de resultados del sistema financiero, se observa que a lo largo de 2013 los ingresos netos más volátiles presentaron el mayor dinamismo relativo. En este sentido, si bien los resultados por títulos valores se redujeron, aumentó la participación de las diferencias de cotización vinculadas a la evolución del tipo de cambio nominal, por lo que la participación de los rubros con mayor volatilidad alcanzó 27% del total de

las fuentes de recursos del sector. Como contrapartida, los ingresos netos más estables, es decir los ingresos por intereses y por servicios, disminuyeron su ponderación hasta representar 69% del total (ver Gráfico IV.27).

Los egresos en conceptos de gastos de administración y los cargos por incobrabilidad aumentaron levemente en el año

Los gastos de administración se ubicaron en 7,1% del activo en 2013, aumentando levemente con respecto a 2012, en línea con el registro del acumulado doce meses a marzo de 2014 (ver Gráfico IV.28). El incremento interanual de este concepto se explica por el comportamiento de los bancos privados, tanto de origen nacional como extranjero. Dicho crecimiento a nivel sistema fue impulsado principalmente por los gastos en personal (remuneraciones y cargas sociales), que representan más del 60% del total de gastos de administración en el agregado de las entidades financieras.

Los cargos por incobrabilidad del sistema financiero totalizaron 1,1% del activo en el acumulado de 2013, aumentando ligeramente respecto al registro del mismo período de 2012 y ubicándose en el mismo nivel que en el acumulado de doce meses a marzo de 2014. Los bancos privados extranjeros impulsaron dicho comportamiento (ver Gráfico IV.29).

Como uno de los indicadores de la evolución del grado de eficiencia operativa del sistema financiero, se pudo observar que en 2013 la cobertura de los gastos de administración con resultados por intereses y por servicios (netos de cargos por incobrabilidad) se mantuvo en línea con respecto a lo ocurrido el año anterior, ubicándose en 128% para el conjunto de las entidades. El incremento interanual de este indicador se observó mayormente en los bancos públicos, si bien los bancos privados evidencian un valor relativamente mayor.

En 2013 el sistema financiero afrontó egresos en concepto de impuestos (ganancias y otras cargas impositivas) por un monto equivalente a 3,2% del activo, creciendo 0,5 p.p. en comparación con el año pasado. Tanto los bancos públicos como los privados observaron un incremento, aunque estos egresos tuvieron una mayor ponderación en los bancos privados. Por su parte, los ajustes por préstamos al sector público y la amortización de amparos (efectos de la crisis 2001-2002) representaron en conjunto solo 0,1% del activo, manteniéndose en línea con el cierre de 2012.

Gráfico IV.28
Gastos de Administración por Grupo de Bancos
En % del activo neteado

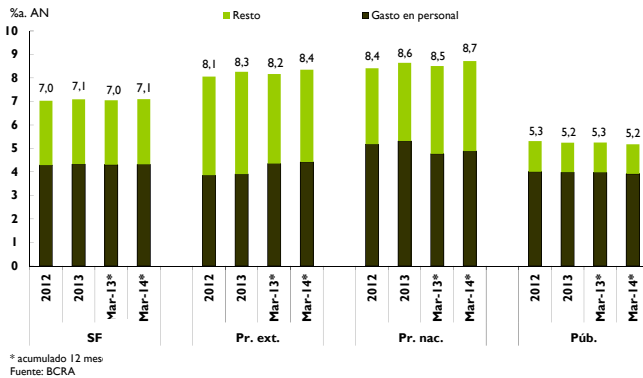


Gráfico IV.29
Cargos por Incobrabilidad por Grupo de Bancos
En % del activo neteado



IV.2 Inversores institucionales

Siguió creciendo el patrimonio administrado por inversores institucionales

Teniendo en cuenta al Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), las compañías de seguros (CS) y los fondos comunes de inversión (FCI), a fines de 2013 la cartera agregada de los inversores institucionales domésticos ascendía a casi \$502.000 millones⁷⁶, equivalente a 14% del PIB. Este monto representó un incremento interanual de 38%, con un avance en igual período del ratio en términos del PIB de casi 2 p.p. Con respecto a la composición de esta cartera agregada, el principal rubro continuó siendo el de los instrumentos de renta fija, que explican más del 59% del total, ponderación que se mantuvo casi sin cambios con respecto a fines de 2012.

La cartera del FGS —principal inversor institucional— registró una marcada mejora durante la segunda mitad del año pasado, hasta alcanzar un monto total de \$329.472 millones, cerrando 2013 con una suba anual de 35%⁷⁷ (ver Tabla IV.4). El rubro de títulos públicos y obligaciones negociables⁷⁸ se mantuvo como el de mayor ponderación sobre el total de los activos (65%), con un monto que creció 35% en el año, debido en buena parte a las subas registradas en sus cotizaciones⁷⁹. También con participación considerable (14%) se destacan los proyectos productivos y de infraestructura, con un monto que creció 40% durante 2013⁸⁰. Con respecto a las acciones, si bien continuaron explicando menos del 10% de la cartera, fue el rubro con crecimiento relativo más marcado en 2013 (75%), en función de las mejoras observadas en las cotizaciones del mercado accionario durante el año (ver Capítulo 2). Finalmente, a diferencia de lo ocurrido el año previo, cuando se produjo un desarme de plazos fijos, los fondos destinados a este rubro subieron 7% en 2013, alcanzando una ponderación de 5% respecto del total de la cartera.

Estas tendencias se mantuvieron mayormente en el primer trimestre de 2014⁸¹, cuando la cartera agregada del FGS creció otro 17%, hasta sobrepasar los \$383.880 millones. El incremento en los tres primeros meses del corriente año estuvo fundamentalmente explicado por la suba en el monto del rubro de títulos públicos y obligaciones negociables, cuya ponderación siguió creciendo

Tabla IV.4

Evolución de la Cartera del FGS

en millones de \$

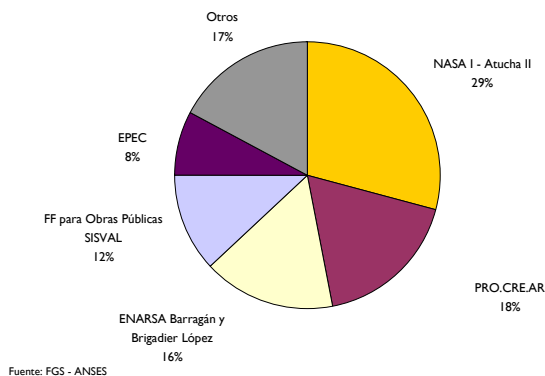
Rubro	Dic-11	Dic-12	Mar-13	Sep-13	Dic-13	Mar-14	Var. 2012 (%)	Var. 2013 (%)	Var. desde Dic-13 (%)
Total FGS	199.490	244.799	264.861	306.257	329.472	383.883	123%	35%	17%
Disponibilidades y otros ^a	14.356	22.631	27.632	26.518	25.378	27.678	158%	12%	9%
Plazo Fijo	23.437	14.908	15.042	14.541	15.996	15.730	64%	7%	-2%
Títulos y Obligaciones Negociables	117.409	159.434	170.587	200.976	215.584	256.323	136%	35%	19%
Acciones	14.462	15.905	19.370	26.278	27.838	33.842	97%	75%	22%
Proyectos Productivos y de Infraestructura	27.827	31.921	32.230	37.944	44.677	50.310	115%	40%	13%

(*) "Otros" incluye: FF estructurados y otros, FCI, Fondos de Inversión Directa, Títulos Valores Extranjeros, Futuros y Opciones, Cédulas Hipotecarias, etc.

Fuente: FGS- ANSeS

Gráfico IV.30

FGS - Proyectos Productivos y de Infraestructura
Marzo de 2014



⁷⁶ Última información disponible en términos agregados. El monto corresponde a la agregación de carteras sin consolidar.

⁷⁷ Esta suba incluye la transferencia de superávit de ANSES por \$2.000 millones realizada en 2013.

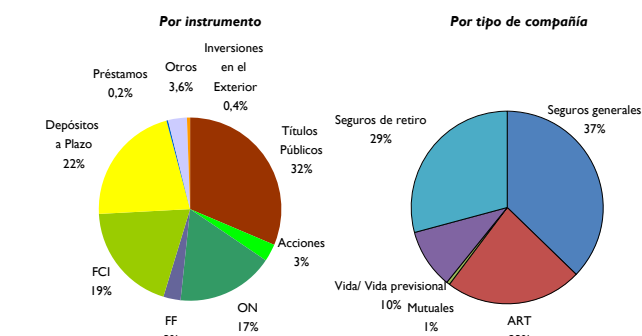
⁷⁸ Compuesto en su mayor parte por títulos públicos. Con respecto a las ON, en 2013 el FGS participó en colocaciones de deuda de YPF, pero por montos menores a los adquiridos en 2012.

⁷⁹ Según los datos presentados ante la Comisión Bicameral del Congreso, en 2013 –hasta octubre inclusive– el FGS financió al Tesoro por unos \$4.000 millones en términos netos (el cálculo no incluye recompra de títulos públicos por parte del Tesoro).

⁸⁰ En este segmento sobresalió en el año el Programa de Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar (Pro.Cre.Ar), por \$8.700 millones hacia fines de 2013.

⁸¹ Último dato disponible.

Gráfico IV.31
Cartera de Inversiones de las Compañías de Seguro
 Datos a diciembre de 2013, total \$99.740 millones

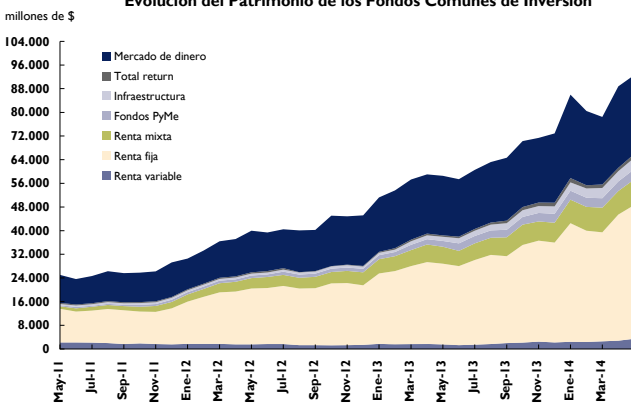


Nota: Las inversiones en el exterior incluyen bonos de gobiernos y empresas, acciones, fondos de inversión, depósitos a plazo y otras inversiones bursátiles.
 Fuente: BCRA en base a Superintendencia de Seguros de la Nación.

hasta explicar 67% del total⁸². También hubo un aumento, aunque por montos más acotados, en rubros como las acciones, los proyectos productivos y de infraestructura y, en menor medida, las disponibilidades. En el caso de los proyectos productivos y de infraestructura, se destaca que su monto superó los \$50.000 millones, con preponderancia de los proyectos vinculados a energía, viviendas e infraestructura vial (ver Gráfico IV.30). Por último, y a diferencia de lo observado en 2013, a comienzos de 2014 se verificó una merma en el saldo de plazos fijos del FGS. De esta manera, y en línea con lo observado en 2013, la ponderación de las colocaciones a plazo del FGS en el total del sistema financiero siguió cayendo a comienzos de 2014.

Respecto a la cartera de inversiones de compañías de seguro, a fines de 2013⁸³ la misma ascendía a casi \$99.740 millones, con un avance de 33% en el año. El crecimiento de la cartera se dio fundamentalmente por las obligaciones negociables, lo que estaría vinculado al cumplimiento de la Resolución 37.163/12 (y modificaciones) de la Superintendencia de Seguros de la Nación⁸⁴. Así, las obligaciones negociables en cartera crecieron casi 120% y su participación en el portafolio pasó de un nivel cercano a 10% a otro de 17% en el período (ver Gráfico IV.31). También fue importante el aumento de las tenencias de cuotas partes de fondos comunes de inversión (cuya ponderación pasó de 15% a 19%) y, en menor medida, del rubro de otras inversiones (que pasó de representar 1% del total a implicar un 4%). Por su parte, los títulos públicos y los depósitos a plazo también registraron incrementos en los montos, aunque menos significativos, por lo cual su ponderación sobre el total cayó (pese a que siguen siendo los rubros con mayor peso sobre el total de las inversiones). En contraposición, se destaca que el monto asignado a acciones con cotización siguió cayendo, al tiempo que su ponderación se redujo a menos de 1%⁸⁵.

Gráfico IV.32
Evolución del Patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión



Fuente: BCRA en base a Cámara Argentina de FCI

Tras haber crecido más de 60% en 2013, el patrimonio administrado por los FCI registró una suba de 27% en los primeros 5 meses de este año, hasta un nivel de más de \$92.650 millones a fines de mayo (ver Gráfico IV.32). En lo que va de 2014 se dieron incrementos en todos los tipos de fondos, aunque con mayor importancia, en términos de montos, en aquellos de renta fija. Entre los que más crecieron en términos relativos en lo que va del año, se destacaron los de renta variable (56%), los de infraestructura (55%) y los de renta fija (34%). Con todo, au-

⁸² Los principales bonos en cartera del FGS a marzo de 2014 eran el Cuasipar en pesos, el Discount en dólares ley argentina y el Bono en dólares 9% 2018. Otros bonos con ponderación significativa son aquellos en pesos con vencimiento en 2018 y 2019.

⁸³ Último dato disponible.

⁸⁴ Normativa conocida como "inciso k".

⁸⁵ Las compañías de seguros también tienen acciones sin cotización. El agregado de las acciones representa un 3% de la cartera.

mentó la participación de los fondos de renta fija al 49% del total (desde 46% a fines de 2013).

V. Riesgos del Sistema Financiero

Síntesis

En un contexto de sólidas condiciones de liquidez y solvencia en que se desenvuelve el sistema financiero, sobre el cierre de 2013 y el inicio de 2014 se produjeron leves modificaciones en el mapa de riesgos del sector. Considerando la situación de liquidez, los indicadores de exposición a este riesgo evidenciaron leves cambios: por un lado, aumentó la relevancia de los pasivos de menor plazo relativo en el fondeo agregado y, por el otro, se redujo el nivel de concentración de los depósitos. Las entidades preservaron una holgada cobertura frente a este riesgo, con un marginal incremento.

A lo largo de 2013 aumentó la exposición del sistema financiero al sector privado, presentando una leve caída en el primer trimestre de 2014 respecto a diciembre pasado, movimiento en línea con el menor ritmo de crecimiento crediticio. La capacidad de pago del sector productivo y de los hogares se vio favorecida por los acotados niveles de endeudamiento que prevalecen. Las negociaciones paritarias y las transferencias hacia sectores de menores recursos colaboran en el sostenimiento de los ingresos de los hogares. En este marco, la irregularidad del financiamiento se mantiene en un rango de valores bajos. En el inicio de 2014 el sistema financiero continuó evidenciando una robusta cobertura de la cartera en situación irregular con previsiones.

El sistema financiero viene fortaleciendo su posición para enfrentar eventuales pérdidas que se originen en fallas de los procesos, del personal y de los sistemas o

por acontecimientos externos. En el comienzo de 2014 se avanzó en el cumplimiento del cronograma diseñado para la gradual implementación de los requisitos de capital mínimo por riesgo operacional. Dicho cronograma se completará a fin de este año.

La mayor ponderación de los activos financieros en moneda extranjera valuados con cotización de mercado en el balance de las entidades financieras, sumado a una mayor volatilidad de sus precios generó un incremento del riesgo de mercado asumido por los bancos. Sin embargo, este riesgo mantiene una importancia relativa reducida en el balance de exposiciones.

Frente al incremento del descalce activo de moneda extranjera experimentado por el conjunto de bancos a lo largo de 2013, con potenciales efectos perjudiciales para la estabilidad financiera, el BCRA dispuso modificaciones normativas en el comienzo de 2014. En particular, se reintrodujo el límite positivo a la posición global neta de moneda extranjera de cada entidad y se estableció un tope para la posición neta positiva a término de moneda extranjera. Esta decisión permitió reducir el riesgo de moneda asumido por los bancos y, al mismo tiempo, atemperar las fluctuaciones del mercado cambiario.

Los bancos redujeron levemente su exposición al riesgo de tasa de interés, derivado de su actividad de intermediación.

Gráfico V.1

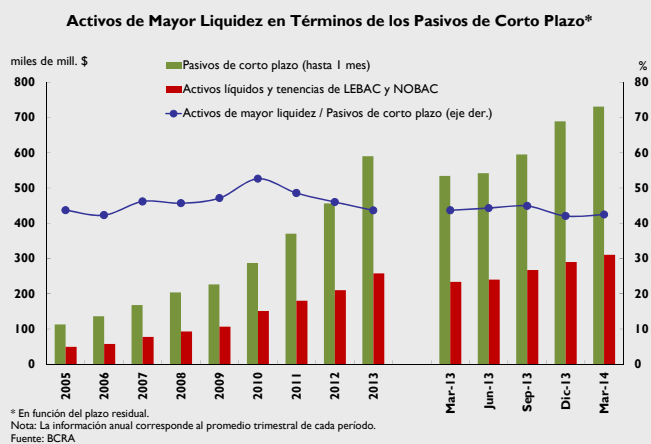


Gráfico V.2

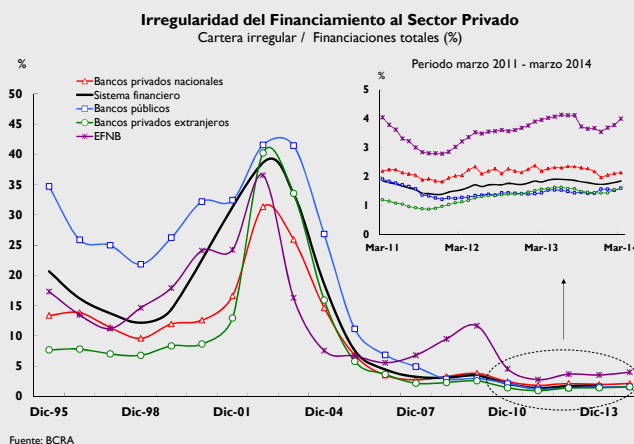
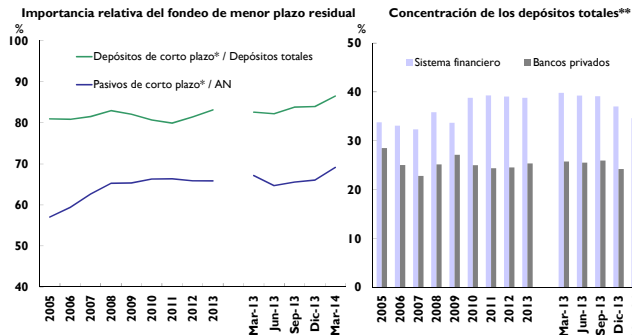


Gráfico V.3
Indicadores de Exposición al Riesgo de Liquidez
Sistema financiero



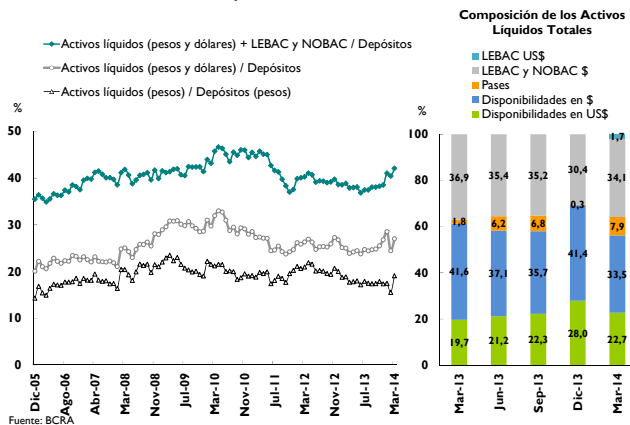
*Con plazo residual menor a 1 mes. **Saldo de los 110 principales clientes de cada entidad como porcentaje del total de depósitos.
Nota: La información anual corresponde al promedio trimestral de cada periodo.
Fuente: BCRA

V.1 Riesgo de liquidez

Las entidades financieras siguen evidenciando una moderada exposición frente al riesgo de liquidez

Los indicadores de exposición al riesgo de liquidez asumido por el sistema financiero presentaron leves cambios en los últimos trimestres. Por un lado, en el comienzo del año y a lo largo de 2013 se verificó un incremento en la participación de los pasivos de corto plazo en el fondeo total del conjunto de bancos (ver Gráfico V.3). Por otro lado, los niveles de concentración de los depósitos totales disminuyeron en los últimos trimestres para el agregado de las entidades financieras, factor que atempera la exposición a este riesgo.

Gráfico V.4
Liquidez del Sistema Financiero

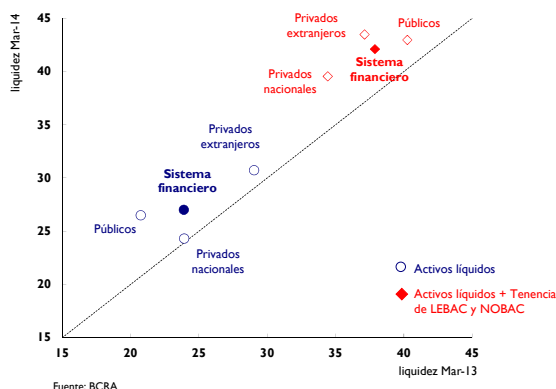


Fuente: BCRA

La cobertura de los bancos frente al riesgo de liquidez continúa siendo holgada

En marzo de 2014 los activos líquidos se ubicaron en 42,4% de los pasivos de corto plazo, verificando una pequeña suba con respecto al cierre del año pasado (ver Gráfico V.1). Este indicador de cobertura del riesgo de liquidez se ubicó ligeramente por debajo del nivel promedio de 2013. En el mismo sentido, en el primer trimestre de 2014 los indicadores de liquidez que consideran solamente partidas en pesos y aquellos que incluyen moneda nacional y extranjera verificaron aumentos (ver Gráfico V.4). El ratio de liquidez amplia, que contempla las tenencias de LEBAC y NOBAC en pesos y en moneda extranjera no vinculadas a operaciones de pases también registró variaciones positivas, siendo estas más pronunciadas: el indicador alcanzó 42,1% de los depósitos al cierre del primer trimestre de 2014, 3,6 p.p. y 4,2 p.p. por encima de fines de 2013 y en términos interanuales, respectivamente. Todos los grupos de entidades incrementaron sus niveles de liquidez (ver Gráfico V.5).

Gráfico V.5
Liquidez por Grupo de Bancos
% de los depósitos no financieros

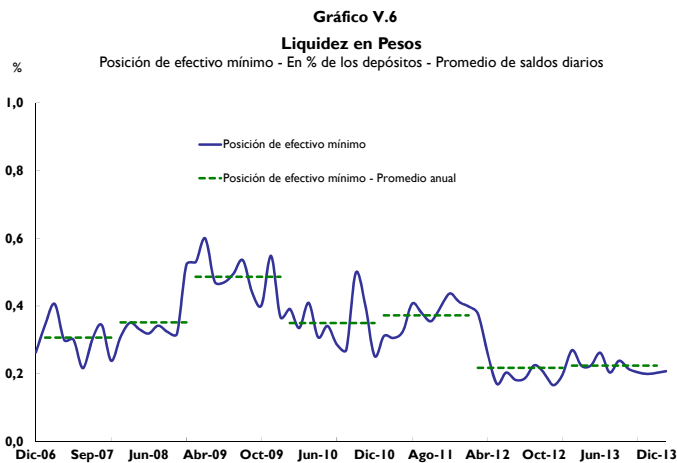


Fuente: BCRA

Desagregando los distintos rubros que componen los activos líquidos, entre junio de 2013 y marzo de este año creció la participación de los pases con el BCRA, las LEBACs en moneda extranjera y las disponibilidades en igual denominación, mientras que cayó la ponderación de las disponibilidades en pesos y de los instrumentos del BCRA en moneda local. A fin de alentar que los ahorros en dólares del sector privado se mantuviesen bancarizados, a partir de principios de 2014 esta Institución comenzó a ofrecer en el mercado LEBAC en dólares⁸⁶, que pueden ser suscriptas por los bancos utilizando los depósitos a plazo en moneda extranjera que captan del sector privado.

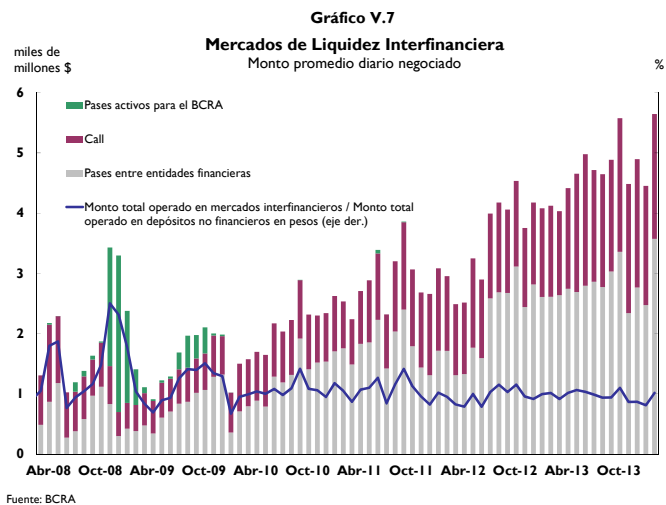
⁸⁶ Comunicación "A" 5527.

El sistema financiero sigue cumpliendo los requisitos regulatorios de efectivo mínimo



Tanto en el cierre de 2013 como a principios de 2014 los bancos evidenciaron una integración excedentaria de liquidez en pesos del orden de 0,2% de los depósitos⁸⁷ (ver Gráfico V.6). Desde enero de 2014 el BCRA redujo la exigencia de efectivo mínimo en pesos por financiamientos otorgados a micro, pequeñas y medianas empresas⁸⁸. Así, en función de canalizar financiamientos a MiPyMES en el marco de la LCIP, la exigencia se reduce en un importe equivalente al 16% de las financiamientos otorgados a este segmento, en la medida en que se verifique que el plazo de dichos préstamos al momento de su otorgamiento sea mayor a 5 años y su plazo promedio no sea inferior a 30 meses⁸⁹.

Desde mediados de 2012 y hasta enero de 2014 se evidenció en los bancos un incremento de la liquidez excedente en dólares por encima del requerimiento regulatorio⁹⁰, en un contexto de reducción de los préstamos al sector privado en igual denominación. En este contexto, en enero de 2014 el BCRA dispuso incrementar los encajes de los depósitos en moneda extranjera⁹¹.



Los mercados interfinancieros ganaron profundidad en el margen

En los últimos meses de 2013 y a principios de este año continuaron creciendo los montos operados en los mercados de *call* y de pases entre entidades financieras (ver Gráfico V.7), representando aproximadamente 1% del monto total operado de depósitos no financieros en pesos. Respecto al mercado de *call*, en los últimos trimestres los bancos privados extranjeros continuaron siendo los principales demandantes de fondos (ver Gráfico V.8), sosteniendo así su posición neta tomadora. La oferta de estos recursos fue principalmente abastecida por los bancos privados nacionales y por los públicos. A diferencia de trimestres anteriores, en el inicio de 2014 las EFNB se convirtieron en tomadores netos de estos recursos. Cabe considerar que las tasas de interés pactadas para estas operaciones entre bancos evidenciaron

⁸⁷ Considerando el promedio de datos diarios.

⁸⁸ Comunicación "A" 5524.

⁸⁹ Esta reducción también se aplicará a aquellas entidades financieras no comprendidas en la LCIP pero que otorgan financiamientos a MiPyMES con las mismas condiciones establecidas en la LCIP.

⁹⁰ Compuesto por el requisito de efectivo mínimo y el defecto de aplicación de recursos.

⁹¹ Comunicación "A" 5534. Para aquellas colocaciones a la vista pasan a tener un encaje 30% en febrero, 40% en marzo y 50% a partir de abril, mientras que para las imposiciones a plazo fijo los requisitos de efectivo mínimo aumentan según el plazo residual de la colocación (para aquellos de hasta 29 días pasan a 30% en febrero, 40% en marzo y 50% a abril; para los depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días pasan a 23% en febrero, 30% en marzo y 38% a partir de abril; y así con los restantes plazos).

Apartado 3 / Nuevos Estándares de Liquidez del Comité de Basilea

En el marco de las decisiones que siguieron al inicio de la crisis internacional, el G20 encargó al Comité de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision* —BCBS—) la promoción de mejoras en la gestión del riesgo de liquidez en los bancos y el desarrollo de herramientas para evaluar y mejorar su resistencia ante eventuales *shocks* de esta índole. Como resultado, se revisaron y reforzaron los estándares de gestión de riesgo de liquidez⁹² y se redactó un marco internacional para la evaluación y el monitoreo de este riesgo⁹³. La novedad más importante de estos estándares es que se aplicarán valores mínimos a medidas de liquidez cuantitativas, mientras que hasta el momento sólo existían estándares de gestión

Luego de un período de evaluación y consulta a nivel internacional, el BCBS introdujo dos ratios cuantitativos en materia de liquidez a ser cumplidos de manera consolidada por las entidades financieras: el Ratio de Cobertura de Liquidez (*Liquidity Coverage Ratio* —LCR—) y el Ratio de Fondo Estable Neto (*Net Stable Funding Ratio* —NSFR—).

El objetivo del LCR es que las entidades cuenten con un colchón de liquidez propia para poder enfrentar adecuadamente una potencial salida neta (salidas neta de entradas) de fondos, ante un escenario de estrés agudo, individual y sistémico de 30 días. Los activos elegibles deben tener mercados líquidos y profundos, su valor no debe verse afectado en situaciones de crisis sistémica y deben estar libremente disponibles para poder monetizarse inmediatamente.

El LCR se define de la siguiente manera:

$$\frac{\text{Fondo de activos líquidos de alta calidad}}{\text{salida neta de fondos}} \geq 1$$

El fondo de activos líquidos en el estándar internacional incluye dos niveles:

- Nivel 1: billetes y monedas, depósitos en bancos centrales, títulos públicos con calificación crediticia “AA” o mejor, y títulos emitidos por el gobierno central de cada jurisdicción (con límites cuando éstos sean en moneda extranjera);

⁹² BCBS, “*Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*”, 2008. <http://www.bis.org/publ/bcbs144.pdf>

⁹³ BCBS, “*Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*”, 2010 y “*Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*”, 2013.

- Nivel 2: títulos valores con muy baja volatilidad en épocas de crisis sistémica y cuyos mercados cumplan una serie de criterios mínimos de liquidez. Dado su mayor riesgo, estos activos se computan con un aforo y están sujetos a límites.

Para cuantificar el flujo neto de salida de fondos cada banco debe clasificar sus saldos de balance y compromisos eventuales en función de criterios que distinguen el grado de estabilidad de los pasivos y el “valor de liquidez” de los activos. Para cada categoría identificada se miden los flujos contractuales de los próximos 30 días y se les aplica un ponderador, que en la mayor parte de los casos está definido por la norma internacional, aunque algunos quedan a discreción nacional. A los egresos así estimados se les deduce los ingresos, estimados de la misma manera. A fin de que el *stock* de activos líquidos tenga un mínimo, los ingresos computables en el indicador no podrán superar el 75% de los egresos.

Para definir las categorías que permiten estimar salidas y entradas de fondos, el criterio básico es considerar la contraparte: gobierno nacional, banco central, cliente minorista, empresas, u otras entidades financieras. Luego se subdividen estos grandes grupos en subcategorías, aplicando criterios que son novedosos en la regulación. Por ejemplo, en el segmento minorista se crea el concepto de depósito “estable”, aplicable a colocaciones transaccionales y cubiertas por el seguro de depósitos. Mientras que en el segmento mayorista, se crea la categoría de depósito “operativo”, donde se establece que la imposición debe estar asociada a un servicio de *cash management*, *clearing* o custodia que el banco le preste a clientes de este segmento. En el caso de operaciones de pase, se asocia su estabilidad a la calidad del activo afectado en garantía.

El estándar internacional de Basilea introdujo además el NSFR, que suele denominarse “estructural” o “de largo plazo” dado que tiende a promover el alargamiento del plazo medio de fondeo de forma tal que las entidades tengan una estructura prudente del mismo, en línea con el negocio al que se dedican. Al igual que en el LCR, los componentes de este ratio se calculan clasificando los rubros dentro y fuera del balance y ponderándolos por factores preestablecidos, generando así una exigencia mínima de fondeo denominado “estable”.

Además de las dos métricas antes mencionadas, se definieron un conjunto de herramientas de monitoreo sobre los flujos de fondos, la estructura de balance, los colaterales, los datos de mercado y el cálculo del LCR por moneda significativa.

A nivel internacional el LCR se terminó de definir en enero de 2013 y entrará en vigencia a partir de principios de 2015 con un nivel mínimo de exigencia de 60%, el cual se irá incrementando en 10 puntos porcentuales por año hasta llegar al 100% en 2019. En 2015 también se introducirá el cálculo de las herramientas de monitoreo. Por su parte, el NSFR está aún bajo discusión a nivel internacional, si bien se apuntaría a concluirlo en enero de 2015 e implementarlo a partir de enero de 2018. En este contexto, el BCRA ha venido siguiendo este proceso, acompañando el cronograma internacional.

Para los bancos globales, que no estaban previamente sujetos a regulaciones de liquidez, el LCR implica un aumento significativo en la cantidad de activos financieros de alta calidad y liquidez que deben mantener sin afectarlos en operaciones de ningún tipo. Esto significará una demanda adicional muy importante en los mercados de estos títulos. El NSFR, por su parte, tendrá efectos sobre la estructura de balance de las entidades financieras. En conjunto, se estima que los estándares tendrán impacto sobre la rentabilidad de estos bancos y desalentarán operatorias de alto riesgo de liquidez, como las que contribuyeron a la gravedad de la crisis internacional, coadyuvando así a una mayor estabilidad del sistema financiero global.

En este sentido, el BCBS ha venido llevando a cabo estudios de impacto cuantitativos desde 2010, iniciativas que permitieron llevar adelante un proceso de calibración de estos requerimientos de liquidez, así como impulsar mejoras en la información disponible. Esta tarea también permitió tener una idea más acabada de los desafíos asociados a las interacciones que existen entre

los distintos cambios regulatorios que actualmente se están llevando adelante a nivel global.

Aparte de los potenciales impactos en los mercados antes mencionados, los nuevos ratios implican significativos desafíos de implementación y control. Se han definido categorías que no existían previamente en la regulación o en los reportes de los bancos, usando criterios que también son nuevos y que los bancos deberán implementar a nivel consolidado.

A nivel local el BCRA ha venido trabajando con cuatro entidades de distinto perfil patrimonial en el estudio de impacto estructurado por el BCBS. La experiencia permitió corroborar los desafíos para Argentina en cuanto a la aplicación de categorías y criterios novedosos, mientras que no se detectaron problemas para cumplir con las exigencias de activos líquidos. No obstante, dado que se trabajó con bancos de tipo universal, no se puede descartar que entidades financieras con otros perfiles de negocio tengan que hacer un mayor esfuerzo para alcanzar su cumplimiento.

El BCRA publicó un régimen informativo (Com. "A" 5494 y modificatoria), en el que solicitó a todas las entidades financieras información relativa a las categorías necesarias para calcular el LCR, si bien todavía no se publicaron los ponderadores ni los techos aplicables. Una vez finalizado el proceso de ingreso de la información, se podrán estimar los impactos de manera más amplia y calibrar los aspectos que la norma internacional define como de discreción nacional.

En el ínterin, el BCRA sigue participando en la discusión internacional sobre el NSFR y en el estudio de impacto del BCBS.

cierta volatilidad en el cierre de 2013 y principios de 2014, comenzando a ubicarse en valores más bajos en el cierre del primer trimestre del año.

V.2 Riesgo de crédito

V.2.1 Sector privado

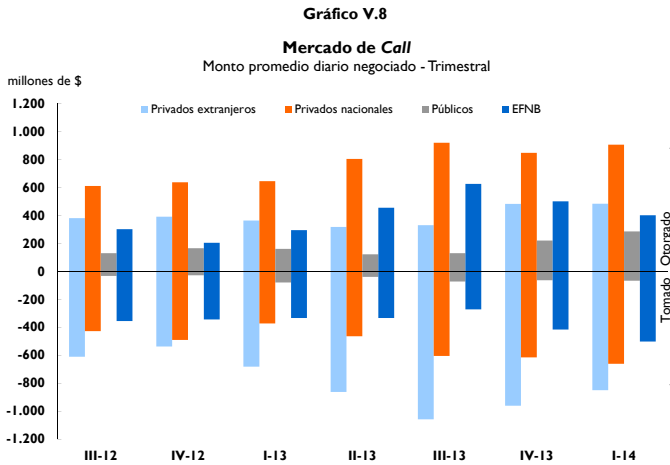
La exposición patrimonial al riesgo de crédito permanece en niveles bajos

En 2013 la exposición bruta del sistema financiero al sector privado evidenció un leve aumento (ver Gráfico V.9), con un mayor incremento relativo en los bancos privados extranjeros. Durante el año pasado el financiamiento al sector privado extendió en 0,8 p.p. su ponderación en el activo neteado de los bancos, alcanzando 52% del total. En los primeros meses de 2014 este indicador mostró una leve reducción respecto al nivel alcanzado a fines de 2013. La evolución de los ingresos de familias y empresas en un contexto de niveles de endeudamiento moderados para ambos sectores (ver Capítulo III), se reflejó en bajos niveles de morosidad del crédito bancario. Esta situación se combinó con una holgada cobertura de la cartera irregular con provisiones, lo que contribuyó al mantenimiento de una acotada exposición patrimonial al riesgo de crédito por parte del sistema financiero.

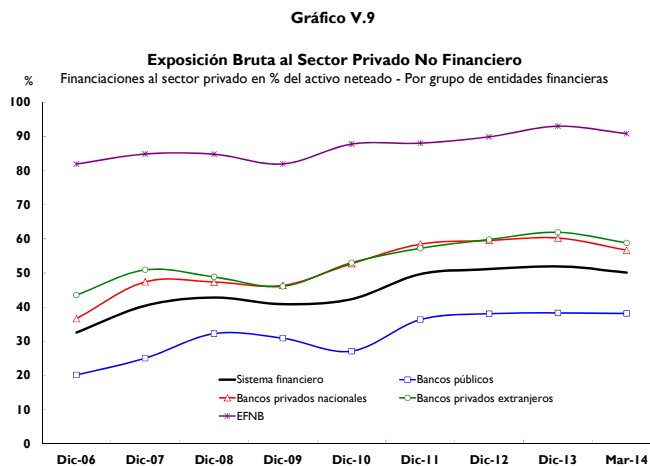
La proporción de la cartera de financiamiento al sector privado en situación irregular se mantuvo en niveles bajos en el período

En el cierre del año pasado la morosidad del crédito al sector privado se ubicó en 1,7% del total de financiaciones, mismo nivel que el evidenciado a fines de 2012. Hacia fines de 2013 el conjunto de créditos cubiertos con garantías preferidas⁹⁴ presentó una irregularidad de solo 1,3%, ratio que alcanzó 1,8% para la cartera de financiaciones sin dichos avales. En los tres primeros meses de 2014 la morosidad del crédito al sector privado para el agregado del sistema mostró un ligero incremento de 0,2 p.p., alcanzando un ratio de 1,9% en marzo.

La irregularidad del financiamiento mostró un desempeño heterogéneo entre los grupos de entidades financieras durante 2013, con reducciones en las EFNB y en los bancos privados nacionales —que mantuvieron indicador mayores a los restantes grupos— y leves incrementos en los bancos públicos y privados extranjeros. La evolución de la irregularidad también mostró comportamientos disímiles según destino del crédito. Mientras



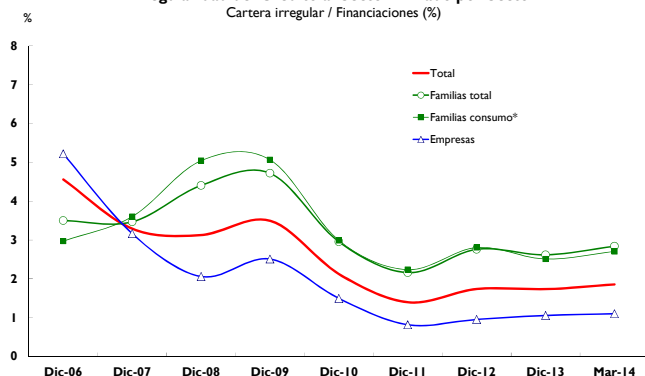
Fuente: BCRA



Fuente: BCRA

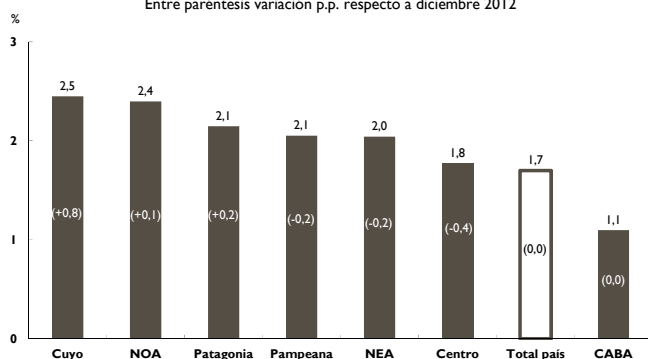
⁹⁴ Las financiaciones con garantías preferidas representaron 16,5% del total a diciembre de 2013, valor similar al correspondiente al cierre de 2012.

Gráfico V.10
Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Sector
Cartera irregular / Financiaciones (%)



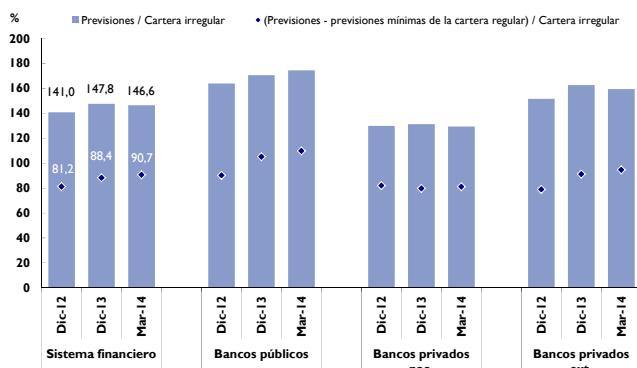
*Nota: incluye personales y tarjetas de crédito.
Fuente: BCRA

Gráfico V.11
Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Región
Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%) - diciembre 2013
Entre paréntesis variación p.p. respecto a diciembre 2012



Fuente: BCRA

Gráfico V.12
Cobertura de la Cartera Irregular con Previsiones por Grupo de Bancos



Fuente: BCRA

que en el caso del financiamiento a las familias se redujo —principalmente debido al desempeño de los créditos al consumo— 0,2 p.p. a lo largo de 2013, hasta totalizar 2,6%, en el de los préstamos a las empresas se incrementó 0,1 p.p. hasta 1,1% de la cartera (ver Gráfico V.10). En términos regionales la irregularidad del crédito al sector privado también mostró cambios mixtos en 2013, con mermas en la regiones Centro, NEA y Pampeana e incrementos en Cuyo, Patagonia y NOA (ver Gráfico V.11).

En perspectiva, los niveles actuales de irregularidad resultan muy inferiores a los que se observaron en los picos de la crisis financiera internacional (2008 – 2009) y a los registros observados hasta 2006 (ver Gráfico V.2). Estos niveles de mora también son inferiores a los que se evidencian actualmente en promedio en otras economías de la región.

Las provisiones contables continuaron superando los requisitos normativos, cubriendo holgadamente la cartera en situación irregular

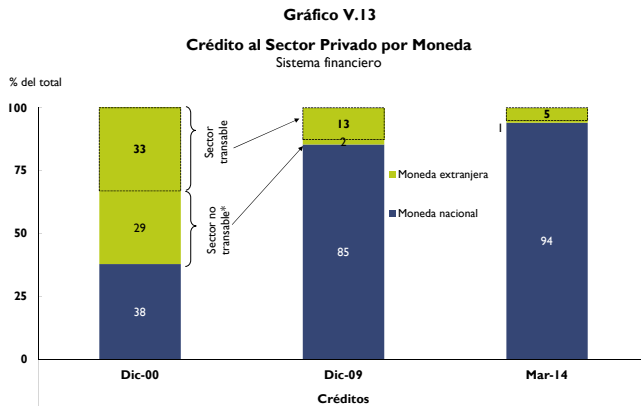
El sistema financiero continuó exhibiendo una considerable cobertura de la cartera en mora con provisiones contables, alcanzando 147,8% de las financiaciones en situación irregular hacia fines de 2013. Este ratio de cobertura excedió el 100% en todos los grupos de bancos (ver Gráfico V.12). Si se excluyeran las provisiones mínimas exigidas sobre la cartera en situación regular, el ratio de cobertura alcanzaría 88,4% para el sistema financiero, valor que supera ampliamente a las provisiones mínimas normativas requeridas sobre el financiamiento irregular (59,3%). Así, si bien el ratio de provisionamiento respecto a la cartera total mostró un leve descenso en los primeros meses de 2014, se sostuvo la holgura en el nivel de cobertura de la cartera en mora.

La exposición del sistema financiero al riesgo de crédito derivado de eventuales variaciones del tipo de cambio resulta limitada

Hacia el fin del primer trimestre de 2014, la proporción del saldo de crédito al sector privado no financiero denominado en moneda extranjera se ubicó en 6%, tras disminuir 1 p.p. respecto de marzo de 2013 (ver Gráfico V.13). Este comportamiento sumado a que, bajo el esquema macro-prudencial implementado por el BCRA el saldo del crédito en moneda extranjera se encuentra fundamentalmente otorgado al sector productor de bienes transables, redujo el riesgo de crédito enfrentado por el sistema financiero originado en eventuales descaldes de moneda en el balance del deudor.

Empresas

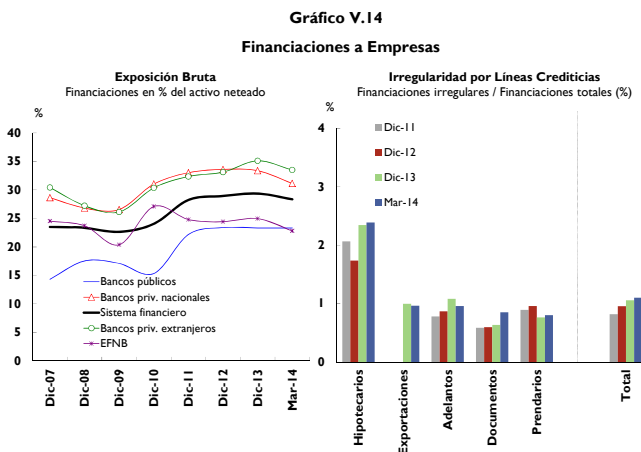
El sistema financiero incrementó su exposición bruta al sector productivo en 2013, situación que se atemperó en el comienzo de 2014



*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. (diciembre 2013 último dato disponible). Fuente: BCRA

La ponderación del crédito otorgado por el conjunto de las entidades financieras a las empresas se ubicó en 29,4% en términos del activo neteado en el cierre de 2013, mostrando un leve aumento con relación al registro de fines de 2012. Este movimiento estuvo principalmente explicado por los bancos privados extranjeros y las EFNB (ver Gráfico V.14). En 2014, por el contrario, en un marco de menor dinamismo del crédito durante el primer trimestre, el conjunto de bancos redujo levemente su exposición bruta a las empresas.

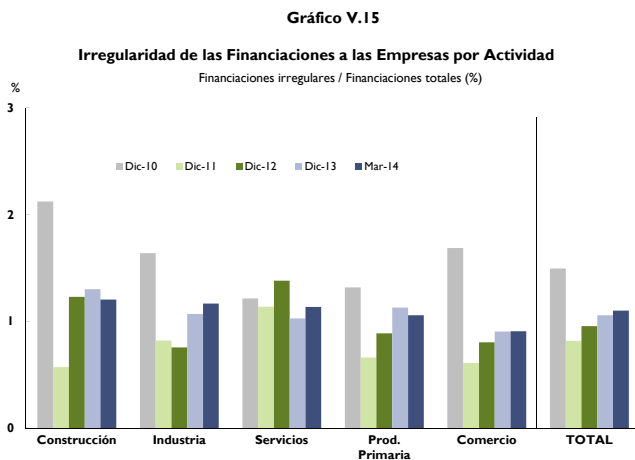
La irregularidad de las financiaciones a las firmas se mantuvo en niveles reducidos



Nota: para la línea de Financiación y Prefinanciación de Exportaciones se cuenta con información a partir de 2013. Fuente: BCRA

Durante 2013 e inicios de 2014 el ratio de irregularidad del crédito a las firmas mostró un ligero aumento. No obstante, este indicador permanece en niveles históricamente bajos y resulta menor al correspondiente al financiamiento a las familias. Esta situación, conjuntamente con los acotados niveles de deuda agregada de las empresas, colabora en el mantenimiento de un moderado riesgo de repago del sector (ver Capítulo III).

A fines de 2013 la irregularidad de las financiaciones a las empresas se ubicó en 1,1% del total de la cartera, nivel apenas superior al registrado un año antes. Las líneas de crédito más utilizadas por el sector productivo —adelantos y documentos— presentaron menor morosidad relativa que el total de financiaciones a dicho segmento (ver Gráfico V.14). Excepto el grupo de firmas dedicadas a la provisión de servicios, todas las ramas productivas contribuyeron al incremento que evidenció el ratio de irregularidad del crédito a empresas (ver Gráfico V.15). En los primeros meses de 2014 se observó un comportamiento heterogéneo, con leves subas en la mora del crédito otorgado a la industria y los servicios y meras en la irregularidad de las financiaciones a la construcción y a la producción primaria.



Fuente: BCRA

Del saldo total de crédito a las firmas a fines de 2013, se estima que aproximadamente un 83% corresponde a financiaciones otorgadas entre 2011 y 2013. El ratio de irregularidad de estos préstamos presentaría un nivel menor que el correspondiente a los créditos al sector productivo de mayor antigüedad (ver Gráfico V.16).

Familias

El sector bancario aumentó su exposición bruta a las familias a lo largo de 2013, reduciéndose levemente en el inicio de 2014 respecto de fines del año pasado

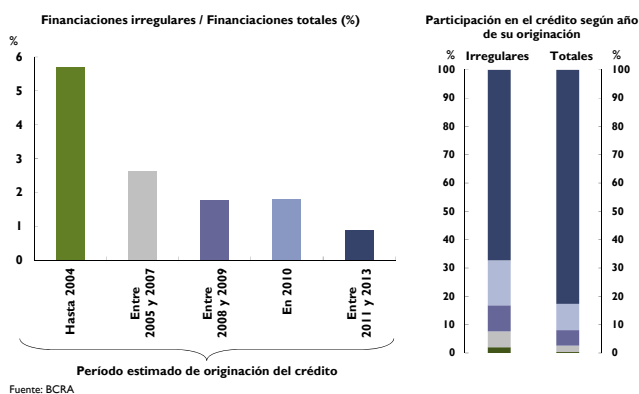
La exposición bruta del sistema financiero agregado a los hogares se ubicó en 22,6% del activo neteado en diciembre de 2013 (ver Gráfico V.17), mostrando un crecimiento de 0,4 p.p. en comparación con diciembre del año anterior. En este lapso, todos los grupos de entidades financieras exhibieron incrementos en la participación del crédito a las familias en sus activos, destacándose particularmente lo evidenciado en las EFNB y en los bancos privados nacionales. Por su parte, durante el primer trimestre de 2014 la exposición del sistema financiero a los hogares mostró una ligera reducción respecto a fines del año anterior, originada principalmente en los bancos privados. En este marco, cabe considerar que el nivel de deuda de las familias continúa siendo moderado (ver Capítulo III). Adicionalmente, se espera que se mantengan las políticas de transferencias de ingresos hacia los sectores de menores recursos y al sector pasivo, y que las condiciones en el mercado laboral se vean favorecidas por la entrada en vigencia de los acuerdos salariales y el mantenimiento del empleo (ver Capítulo II), situaciones que colaborarían en el sostenimiento de la capacidad de pago de los hogares.

Desde niveles bajos, se evidencia un incremento marginal en el ratio de mora de las financiaciones a las familias

La irregularidad del crédito a las familias se redujo interanualmente en 2013 hasta alcanzar 2,6% de la cartera total a diciembre, principalmente impulsada por el comportamiento del crédito al consumo: tarjetas de crédito y préstamos personales (ver Gráfico V.17). Esta reducción en el ratio de mora de los hogares se dio en un contexto de sostenido crecimiento del crédito a dicho segmento durante el año (ver Capítulo IV). A lo largo del año pasado la irregularidad del crédito a las familias se redujo a nivel sistema, principalmente de la mano de los bancos privados nacionales y de las EFNB. En el inicio de 2014 el ratio de mora comenzó a revertir parcialmente el desempeño del año anterior, movimiento mayormente explicado por las líneas al consumo y por los préstamos prendarios.

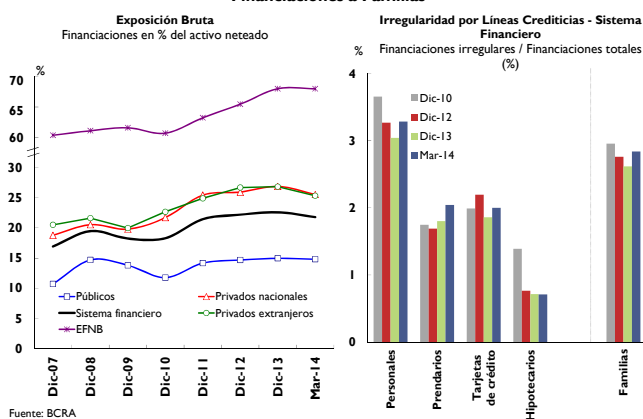
Considerando el saldo de préstamos a los hogares de fines de 2013, se estima que los deudores que se incorporaron entre 2010 y 2012 al sistema financiero presentaron niveles de irregularidad relativamente mayores a los

Gráfico V.16
Ratio de Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas
Por período estimado de origenación del crédito - A diciembre 2013



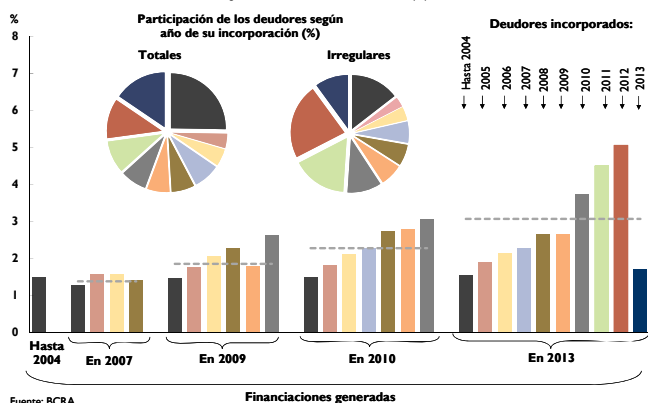
Fuente: BCRA

Gráfico V.17
Financiaciones a Familias

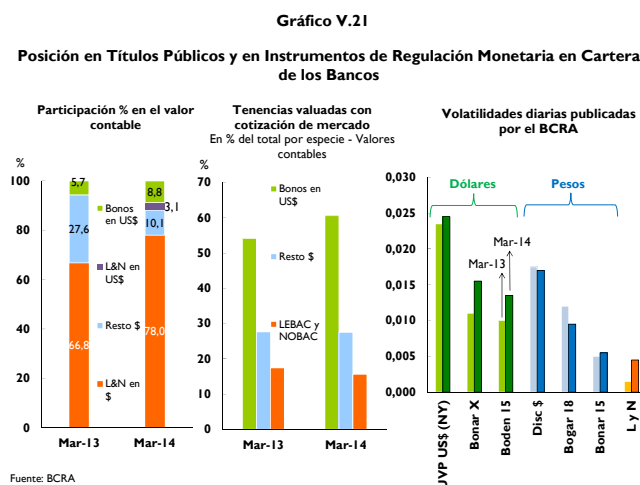
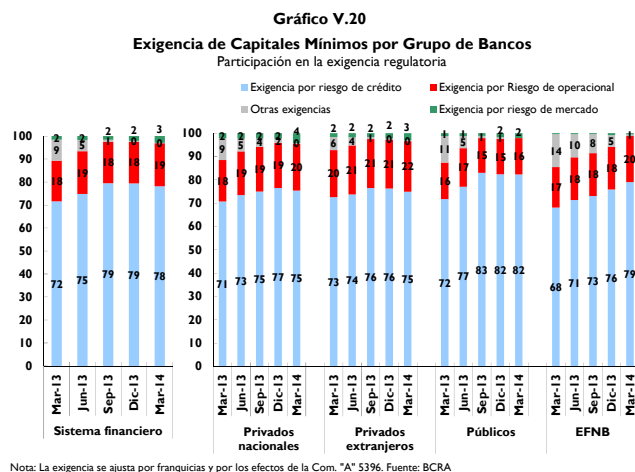
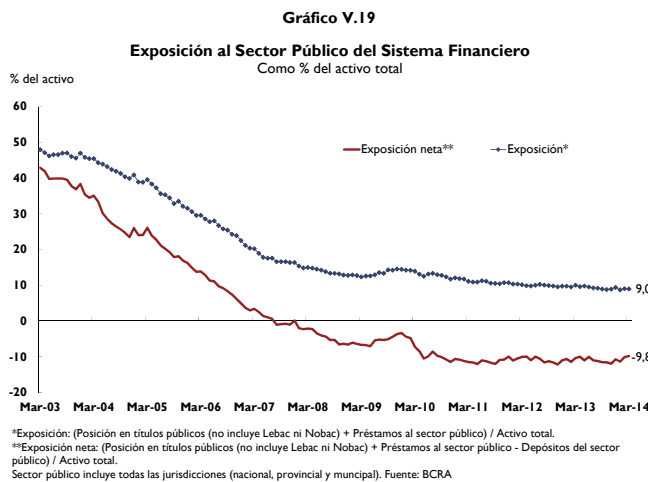


Fuente: BCRA

Gráfico V.18
Financiaciones a las Familias por Período de Origenación Estimado
Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%) - Diciembre 2013



Fuente: BCRA



correspondientes a los deudores preexistentes. Por su parte, los sujetos de crédito incorporados en 2013 presentaban hacia fin del año pasado un ratio de mora menor que el promedio de los hogares, con una participación estimada en el saldo de financiaciones a las familias de aproximadamente 15% (ver Gráfico V.18).

V.2.2 Sector público

La exposición bruta del sistema financiero al sector público continuó disminuyendo

A fines de 2013 la exposición bruta del sistema financiero al sector público se ubicó en 9,4% del activo total, evidenciando una reducción de 0,3 p.p. con respecto a diciembre de 2012. El *stock* de depósitos del sector público —considerando los tres niveles de gobierno— en el sistema financiero continuó siendo mayor que el saldo de préstamos a este segmento. Como consecuencia, el sector público mantuvo su posición acreedora neta frente al sistema financiero en un nivel equivalente a 10,8% del activo bancario total a diciembre de 2013 (ver Gráfico V.19). En los primeros meses de 2014 se registró una ligera reducción en la exposición bruta al sector público, que alcanzó 9% del activo. Dada la evolución de los depósitos del sector público, la posición neta acreedora del sector público frente al sistema financiero también disminuyó levemente en el primer trimestre del año, hasta representar 9,8% del activo del sistema financiero.

V.3 Riesgo operacional

Gradualmente crece la ponderación del requisito de capital por riesgo operacional en la exigencia total del sistema financiero

La exigencia por riesgo operacional, destinada a proporcionar una reserva de recursos a las entidades para hacer frente a potenciales pérdidas no esperadas que se puedan originar en fallas de los procesos, del personal y de los sistemas o bien a causa de acontecimientos externos, gradualmente aumenta su ponderación en la exigencia de capital total del sistema financiero. Así, el requisito de capital por riesgo operacional —definido en la normativa prudencial local como el equivalente a 15% del promedio de los “ingresos brutos” positivos de los últimos tres años⁹⁵— alcanzó a representar 18,7% del requisito total de capital regulatorio en marzo de 2014 —aproximadamente 1 p.p. por encima de igual mes del año anterior— (ver Gráfico V.20) y a 11,3% de la integración total (RPC) —0,3 p.p. más en términos interanuales—. La exigencia por riesgo operacional representa aproximadamente 22% para los bancos extranjeros, 20% del total tan-

⁹⁵ Para un mayor detalle ver Apartado 3 del BEF del Primer Semestre de 2012.

to en los privados nacionales como en las EFNB y siendo un poco menor en la banca pública (16%).

El mencionado aumento en la ponderación de la exigencia por riesgo operacional en el total se da en un contexto de mayores niveles de intermediación financiera con el sector privado y de incremento en *spreads* de las operaciones⁹⁶, así como por el efecto del cambio normativo sobre capitales mínimos realizado a fines de 2012 (Com. “A” 5369) que comenzó a ser operativo a principios de 2013. Si bien la exigencia por riesgo operacional tiene plena vigencia para las entidades financieras grandes (Grupo “A”) desde diciembre de 2012, y lo tendrá a partir de diciembre de 2014 para las entidades más chicas (Grupos “B” y “C”)⁹⁷, la Com. “A” 5369 al introducir cambios relativos a la exigencia de capital local —en línea con Basilea III— estableció que si por su aplicación se da lugar a una exigencia total menor que la determinada a enero de 2013 por la normativa anteriormente vigente, se debe aplicar la mayor de las dos. La diferencia entre ambas se debe imputar a un conjunto de destinos entre los que se encuentran la cancelación de franquicias otorgadas para la integración de la exigencia por riesgo de crédito en primer lugar, y en segundo, la integración de la proporción de la exigencia por riesgo operacional aún no efectuada dada la aplicación del cronograma de adecuación antes mencionado⁹⁸.

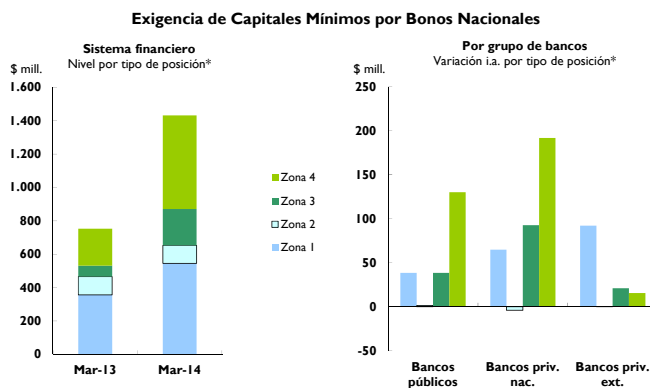
V.4 Riesgo de mercado

Se incrementó levemente el riesgo de mercado enfrentado por las entidades financieras, si bien continúa con una ponderación baja en el conjunto de riesgos bancarios

El balance del sistema financiero se encuentra expuesto a las fluctuaciones de precios de mercado de los activos financieros por su impacto sobre las posiciones valuadas con cotización habitual. En este contexto, vale mencionar que los instrumentos contabilizados con cotización habitual representaron sólo 3,5% del activo neteado del sistema financiero, considerando la posición de títulos públicos y de instrumentos de regulación monetaria —especies que concentran la mayor parte de la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado—.

Considerando la cartera de posiciones agregadas de títulos valores para el conjunto de entidades financieras, en términos interanuales se observó un incremento de la participación de tenencias de LEBAC y NOBAC y de

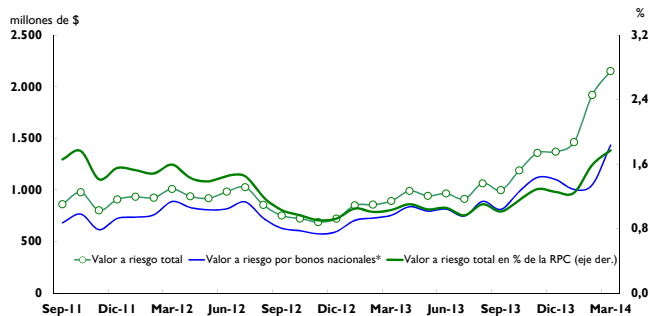
Gráfico V.22



*Tipos de posición según Texto Ordenado de Capitales Mínimos para las Entidades Financieras. Sección 6. Se clasifica en función de la moneda y la *modified duration* (MD): Zona 1 (pesos, MD menor a 2,5 años), Zona 2 (pesos, MD mayor a 2,5 años), Zona 3 (dólares, MD menor a 2,5 años) y Zona 4 (dólares, MD mayor a 2,5 años). Fuente: BCRA

Gráfico V.23

Valor a Riesgo de Mercado
Exigencia de capital total y por bonos nacionales*

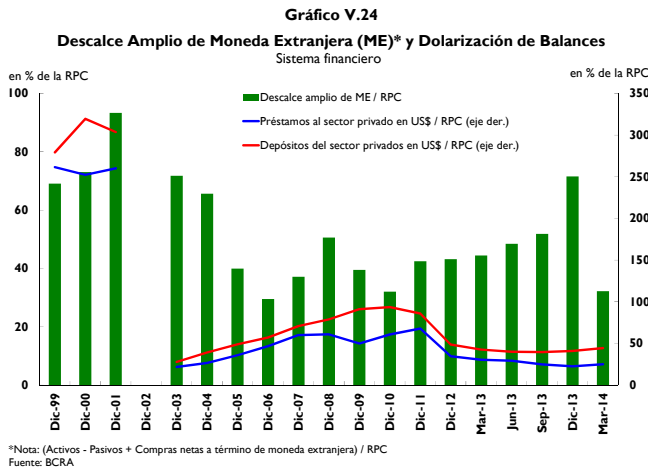


*Posiciones consideradas (i) de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria del BCRA incluidos en el listado de volatilidades publicadas por esta Institución y registrado a valor razonable de mercado, y (ii) de cuotapartes de FCI cuyo objeto sean los títulos e instrumentos mencionados en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

⁹⁶ Ver Capítulo IV para un mayor detalle

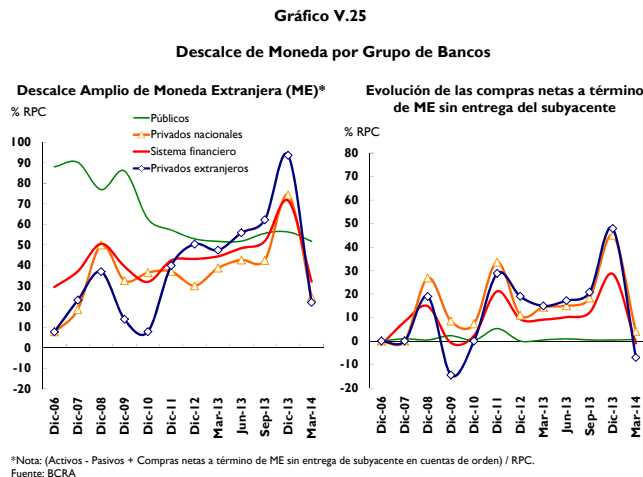
⁹⁷ Ver Sección 10 del Texto Ordenado de Capitales Mínimos de las Entidades Financieras.

⁹⁸ Como tercer destino se menciona a la disminución de la exigencia por riesgo de crédito sobre financiaciones que la entidad otorgue cuyo destino, moneda y plazo sean los previstos en la normativa sobre Línea de Crédito para la Inversión Productiva.



los bonos nacionales en moneda extranjera (ver Gráfico V.21). En particular, la proporción de las tenencias valuadas con cotización de mercado se incrementó en el segmento de títulos públicos en moneda extranjera, manteniéndose sin grandes modificaciones en la cartera de títulos en pesos y en la de instrumentos de regulación monetaria. Adicionalmente, la volatilidad observada en el segmento de bonos en dólares y en el de LEBAC y NOBAC se ubicó ligeramente por encima que la registrada doce meses atrás (ver Gráfico V.21).

Durante los últimos doce meses, la evolución del valor a riesgo de mercado —tal como se define en la normativa vigente a nivel local— para el agregado del sistema financiero estuvo explicada principalmente por el componente de los bonos nacionales⁹⁹, que a fines del primer trimestre de 2014 representaron dos terceras partes del total¹⁰⁰. En general se observó un aumento en el riesgo de mercado en casi todos los tipos de posición de estos activos, siendo el más relevante el segmento que abarca los bonos en dólares con una *modified duration* estimada mayor a 2,5 años, lo que generó una mayor exigencia de capital a nivel agregado (ver Gráfico V.22). La mayor exigencia interanual por riesgo de mercado se evidenció en todos los grupos de bancos.



No obstante el incremento de los últimos meses, el valor a riesgo de mercado que presenta el conjunto de bancos sigue ubicándose en niveles acotados: a marzo alcanzó solamente 1,8% de la RPC (Responsabilidad Patrimonial Computable) y 2,9% de la exigencia total de capitales mínimos (ver Gráfico V.23). Así, el sistema financiero continúa exhibiendo una baja exposición frente al riesgo de mercado. En este marco, cabe considerar que mediados de junio la Corte Suprema norteamericana rechazó el pedido de apelación de Argentina en el litigio con los tenedores de deuda soberana no presentada en los sucesivos canjes efectuados, lo que definiría un nuevo entorno para la evolución de los precios de los activos financieros locales en el corto plazo.

V.5 Riesgo de moneda

A principios de 2014 el BCRA tomó un conjunto de medidas que limitaron el riesgo de moneda que pueden asumir las entidades financieras

En el último mes de 2013 el descalce amplio de moneda extranjera del conjunto de entidades financieras se ubicó en aproximadamente 70% de su Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC), presentando un significativo crecimiento de casi 28 p.p. respecto a diciembre de 2012

⁹⁹ Títulos públicos, LEBAC y NOBAC y, en menor medida, cuotas partes de fondos comunes de inversión.

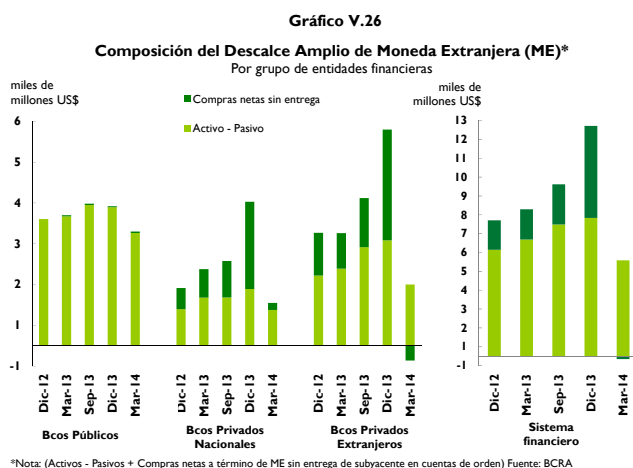
¹⁰⁰ El resto corresponde a exigencia por volatilidad de posiciones en moneda extranjera.

(ver Gráfico V.24). De esta forma, el agregado de entidades verificó un crecimiento de casi 66% en su ratio de descalce amplio a lo largo de 2013, tendencia que se aceleró en el segundo semestre del año y estuvo principalmente asociada al incremento en las compras netas a término de moneda extranjera de la banca privada (ver Gráfico V.25). El agregado de bancos privados extranjeros cerró el año con un descalce amplio cercano a 94% de su RPC, seguido por las entidades privadas nacionales (74% de su RPC) y luego los bancos públicos (poco más de 56%).

Ante este escenario de creciente exposición de los bancos al riesgo de moneda, el BCRA introdujo modificaciones en la normativa sobre la Posición Global Neta de moneda extranjera (PGNME). Esta normativa tuvo su origen a principios de 2003 y fue el resultado del marcado impacto negativo de la crisis 2001-2002 sobre el sistema financiero, en un escenario de amplios descalces de moneda en los balances de los bancos generados en el marco regulatorio existente en la década anterior. El objetivo de la PGNME era acotar el impacto patrimonial en los bancos ante eventuales modificaciones en el tipo de cambio nominal, tanto de apreciaciones como de depreciaciones. Inicialmente existía un límite en términos de la RPC de los bancos a su descalce positivo y otro al negativo, suspendiéndose la limitación positiva en 2005.

Desde una perspectiva macro-prudencial, en febrero de 2014 el BCRA volvió a establecer cambios normativos¹⁰¹ buscando acotar el riesgo de moneda del sistema financiero y evitar potenciales efectos negativos sobre el mercado de cambios que pudieran perjudicar al desenvolvimiento de la economía real. Por un lado, reintrodujo el límite positivo a la PGNME de cada entidad, en un nivel equivalente a 30% de la RPC del mes anterior al que corresponda o los recursos propios líquidos, lo que fuere menor¹⁰². Por otro lado, se estableció un límite para un subconjunto de la PGNME que no existía previamente en la norma: a partir de febrero de 2014 la posición global neta positiva a término de moneda extranjera no puede ser mayor al 10% de la RPC del mes anterior al que corresponda¹⁰³.

Adicionalmente, a mediados de febrero el BCRA incrementó los cargos asociados al incumplimiento de las relaciones establecidas en la PGNME¹⁰⁴, estableciéndose que los excesos quedan sujetos a un cargo equivalente a 1,5 veces la tasa de interés nominal anual vencida que



¹⁰¹ Comunicación "A" 5536.

¹⁰² La norma tiene un cronograma de adecuación: no se consideran incumplimientos al límite general de PGNME al importe equivalente a una proporción de la diferencia entre la PGNME de contado observada en enero de 2014 y el 30% de la RPC de diciembre 2013. La proporción es de 75% para febrero, 50% para marzo y 25% para abril, y a partir de mayo ya no se permiten excesos.

¹⁰³ Este límite de 10% de la RPC para las compras netas a término computa dentro del límite general de 30% de la PGNME.

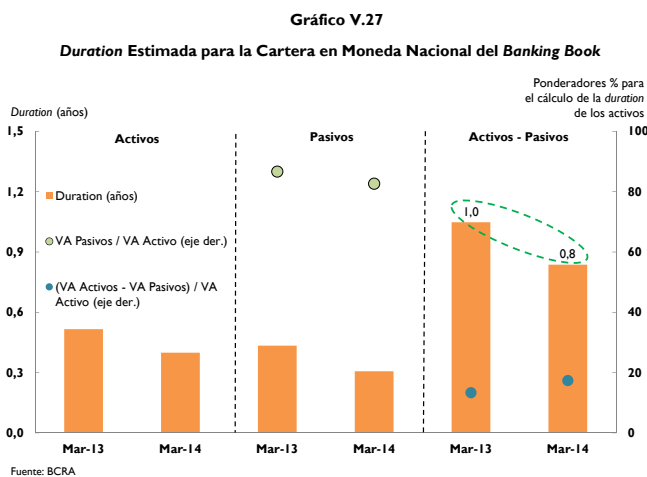
¹⁰⁴ Comunicación "A" 5550

surja de las licitaciones de las Letras del BCRA en pesos¹⁰⁵. Además, a mediados de marzo se resolvió excluir del cómputo de la posición neta a término, a efectos del cumplimiento del límite establecido, las ventas a término que hagan las entidades a empresas vinculadas¹⁰⁶.

Ante estas medidas del BCRA se verificó una rápida reducción en el descalce de moneda de los bancos. Así, a fines de marzo de este año el descalce amplio de moneda de los bancos se ubicó en poco más de 32% de la RPC, con una caída de casi 39 p.p. en el primer trimestre. Esta caída fue principalmente explicada por la banca privada, siendo mayormente originada en la venta de activos líquidos en moneda extranjera así como en la reversión de posición neta a término de moneda extranjera, que paso de comprada a levemente vendida para el agregado del sistema financiero (ver Gráfico V.26).

V.6 Riesgo de tasa de interés

El sistema financiero redujo levemente su exposición a este riesgo



El riesgo de tasa de interés resulta inherente a la actividad de intermediación financiera. Los bancos normalmente se encuentran expuestos patrimonialmente frente a incrementos en las distintas tasas de interés vigentes en la economía. Esto se debe a que habitualmente una suba de las tasas se traduce más rápidamente en mayores egresos que ingresos para el sector, dada la distinta sensibilidad de ajuste de los activos y pasivos. La cartera de operaciones pactadas a tasa de interés fija concentra la exposición frente a este riesgo producto del mayor plazo relativo de los activos frente a los pasivos.

En los últimos doce meses se evidenció una ligera disminución en la exposición al riesgo de tasa de interés a nivel agregado, en parte como una respuesta del proceso de gestión de las entidades al nuevo entorno de tasas de interés. En particular, se redujo la *duration* de los activos netos de pasivos en moneda nacional en cartera del *banking book*¹⁰⁷ (ver Gráfico V.27), lo que implica que en el comienzo de 2014 el valor económico estimado para este segmento de la cartera presentó una menor sensibilidad de cambio frente a la volatilidad de la tasa de interés que hace doce meses atrás. Se estima que tanto los activos como los pasivos de esta cartera presentaron una reducción en su *duration* en el período, siendo más rele-

¹⁰⁵ Además se establecen como potenciales sanciones a las disposiciones del artículo 41 y concordantes de la Ley de Entidades Financieras, entre las que se encuentran: 1. Llamado de atención, 2. Apercibimiento, 3. Multas, 4. Inhabilitación temporaria o permanente para el uso de la cuenta corriente bancaria, 5. Inhabilitación temporaria o permanente para desempeñarse como promotores, fundadores, directores, administradores, miembros de los consejos de vigilancia, síndicos, liquidadores, gerentes, auditores, socios o accionistas de las entidades, 6. Revocación de la autorización para funcionar.

¹⁰⁶ Comunicación "A" 5563.

¹⁰⁷ Incluye todos los activos y pasivos por intermediación financiera no considerados para la evaluación del riesgo de mercado.

vante el acortamiento en los primeros. Así, se redujo en el margen el impacto del aumento de las tasas de interés evidenciado a fines de 2013 y principios de 2014 sobre la evolución de parte de los ingresos netos de las entidades financieras a lo largo del año.

Desde 2013 la normativa local incluyó al riesgo de tasa de interés dentro del Pilar II¹⁰⁸ de los estándares de Basilea, en línea con el tratamiento internacional más difundido en la materia. En este contexto, la SEFyC evalúa la capacidad de las entidades para hacer frente a este riesgo, pudiendo requerirles eventualmente un aumento de capital, una reducción de exposiciones, o una combinación de ambas alternativas. Entre otros elementos, la SEFyC evalúa los resultados de ejercicios de sensibilidad del valor económico de las posiciones del *banking book* ante *shocks* hipotéticos que signifiquen aumentos permanentes en las tasas de interés¹⁰⁹.

Considerando uno de los criterios normativos — incremento permanente de las tasas de interés de 200 b.p.—, se estima que en marzo de 2014 se hubiera registrado una disminución del valor económico de la cartera del *banking book*¹¹⁰ del sistema financiero equivalente a sólo 1,8% de la RPC. Producto de la menor exposición del sistema financiero a este riesgo en comparación con 12 meses atrás, el ejercicio hipotético de una suba idéntica de las tasas de interés de 200 b.p. implicaría en la actualidad un efecto más acotado sobre los ingresos netos y sobre el valor económico del sector¹¹¹.

¹⁰⁸ Comunicación “A” 5369.

¹⁰⁹ Comunicación “A” 5398, Sección 5.

¹¹⁰ Considerando la información del Régimen Informativo de Exigencia e Integración de Capitales Mínimos del BCRA. Se excluyen los datos de una entidad pública por inconsistencias de información.

¹¹¹ La SEFyC también utiliza un criterio alternativo: aumento equivalente al percentil 99 de la distribución móvil de los últimos 5 años de cambios anuales en la tasa de interés.

Apartado 4 / Avances en el Diseño e Implementación de un Marco Regulatorio para los Bancos Locales de Importancia Sistémica

Con el objetivo de seguir promoviendo las condiciones de estabilidad financiera que permitan favorecer el normal desenvolvimiento de los distintos sectores de la economía, el BCRA continuó avanzando en la implementación de las recomendaciones de Basilea III, teniendo en cuenta las características particulares del sistema financiero local. En este sentido, recientemente se publicó un marco para avanzar en la identificación de los bancos locales de dimensión sistémica como primer elemento en el desarrollo de la regulación que se seguirá complementando a lo largo de la segunda parte de 2014

En noviembre de 2011 el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (*Basel Committee on Banking Supervision* —BCBS—) publicó una metodología¹¹² para lograr identificar aquellos bancos que tienen carácter sistémico desde el punto de vista global —*Global Systemically Important Banks* o G-SIBs—. La adopción de un marco de estas características busca reducir los efectos adversos que puede generar un escenario de problemas financieros en una entidad que sea sistémica (o en varias de ellas) sobre las condiciones de estabilidad financiera a nivel global y, así, sobre la evolución del producto mundial. La metodología consensuada por el BCBS respecto a los G-SIBs, que fue oportunamente aprobada por el G20, permite identificar qué bancos quedan comprendidos en esa categoría y cuánto capital adicional deben integrar como resultado de su importancia sistémica¹¹³.

Posteriormente, en el marco de la cumbre del G20 de Cannes (Francia, 2011), se impulsó al Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board* —FSB—) a extender el análisis de los bancos de importancia sistémica, para abarcar también a aquellas entidades que adquieren relevancia sistémica a nivel de cada país (*Domestic Systemically Important Banks* —D-SIBs—). Como resultado, en Octubre de 2012 el BCBS difundió un conjunto de principios que deben seguir los reguladores / supervisores bancarios de cada país con el objetivo de establecer el esquema a aplicar a las entidades

financieras consideradas como localmente sistémicas¹¹⁴. Considerando que los sistemas financieros de cada economía tienen particularidades intrínsecas, se optó por brindar una mayor discrecionalidad nacional en el esquema de los D-SIBs en comparación con aquel oportunamente elaborado para el tratamiento de los G-SIBs.

Siguiendo los plazos de implementación establecidos en el contexto de los G-SIBs, se acordó internacionalmente lograr la difusión de los marcos regulatorios sobre D-SIBs en 2014. Posteriormente, entre 2016 y 2019 se introducirán en etapas los requisitos adicionales de capital para este tipo de entidades.

En línea con el pedido del G20 y de los compromisos acordados en el seno del BCBS, el BCRA recientemente ha elaborado y publicado una metodología para la construcción de un ordenamiento interno de las entidades financieras que actúan localmente¹¹⁵, a fin de utilizarlo posteriormente en el proceso de definición del grado de importancia sistémica de cada una de ellas. En consistencia con la metodología propuesta por el BCBS, el puntaje que se le asigna a cada banco que actúa en el mercado argentino tiene en cuenta los siguientes aspectos individuales: a) tamaño, b) interconexión entre entidades financieras, c) grado de sustituibilidad de actividades, y d) complejidad del negocio. Estos conceptos están conformados por un conjunto de variables que poseen ponderadores específicos, con el siguiente detalle:

Tamaño. Incorpora como variables a: i. Volumen de activos totales, netos de los activos líquidos en sentido amplio¹¹⁶ (ponderación 20%); ii. Cantidad de sucursales (ponderación 15%); iii. Número de cajeros (incluyendo terminales de autoservicio) (15%);

Interconexión entre entidades financieras. Variables: i. Activos inter-financieros, considerando los saldos de préstamos a otras entidades financieras y de los pasivos activos cuando la contraparte es otra entidad financiera (6,66%); ii. Pasivos inter-financieros, se incorporan los saldos de depósitos recibidos de otras entidades financieras y de los pasivos pasivos cuando la contraparte es otra entidad financiera (6,66%); iii. Fondeo mayorista,

¹¹² “Bancos globales de importancia sistémica: metodología de evaluación y requerimiento de absorción de pérdidas adicional”, Texto Normativo, BIS, Noviembre 2011. Ver también “Bancos de importancia sistémica mundial: metodología de evaluación actualizada y mayor requerimiento de absorción de pérdidas”, BIS, Julio 2013.

¹¹³ Para un mayor detalle, ver Apartado 4 “Avances en la Identificación y Regulación de los Bancos Sistémicamente Importantes”, BEF II-12.

¹¹⁴ “Marco aplicable a bancos de importancia sistémica local”, BIS, Octubre 2012.

¹¹⁵ http://www.bcr.gov.ar/pdfs/marco/D_SIBs.pdf

¹¹⁶ Incluyen el efectivo en bancos, los depósitos de las entidades financieras en el BCRA, los pasivos activos para los bancos con el BCRA mediante LEBACs y NOBACs, y las tenencias propias de LEBACs y NOBACs

incluyendo el saldo de préstamos financieros recibidos (6,66%);

Grado de sustituibilidad de actividades. Variables: i. Prestación de servicios de custodia de títulos (6,66%); ii. Generación de servicios de sistema de pagos, teniendo en cuenta tanto los débitos (emisión) como los créditos (recepción) de cheques por cada entidad financiera (6,66%); iii. Originación y administración de fideicomisos financieros, incluyendo la actividad de cada entidad en términos de su participación tanto como fiduciante así como fiduciario de fideicomisos financieros, cuyos activos subyacentes sean créditos bancarios (6,66%);

Complejidad del negocio. Variables: i. Negociación de derivados, considerando los montos notacionales negociados de operaciones de *forwards* y *swaps* en el ámbito del Mercado Abierto Electrónico (MAE) y de operaciones *over the counter* —OTC— (5%); ii. Tenencia de títulos valuados a mercado, contemplando los títulos públicos que se encuentran registrados a valor razonable, excluyendo las tenencias de LEBACs y NOBACs (5%).

Para cada una de las variables mencionadas —teniendo en cuenta su escala y unidad respectiva— se calcula la participación relativa de cada banco en el total del sistema financiero argentino. Posteriormente se multiplica la participación relativa obtenida para cada variable por el coeficiente de ponderación específico de cada indicador¹¹⁷. El puntaje obtenido por cada entidad, utilizado para establecer su ordenamiento interno relativo, es el resultado de sumar sus correspondientes valores ponderados obtenidos para cada variable incorporada en el análisis. La sumatoria del puntaje obtenido por todas las entidades financieras da un valor de “1”.

De forma consistente con las recomendaciones del BCBS, para llegar a catalogar a una entidad como D-SIB también se ponderarán las características intrínsecas del sistema financiero argentino, como por ejemplo en términos de su relación con el producto de la economía, el nivel de concentración alcanzado en la actividad, así como su grado de sustitución con otros segmentos que pueden proveer financiamiento a las actividades productivas de la economía (principalmente con el mercado de capitales). Más aún, la determinación (o no) de la condición de D-SIB también estará sujeta al juicio calificado del regulador y supervisor bancario local y, en línea con los principios emanados del BCBS, debe ser actualizada y revisada regularmente (una vez por año).

¹¹⁷ Una consideración particular debe realizarse sobre la variable Fondeo mayorista: en línea con la metodología del BIS, en su cálculo se toma el indicador para cada banco y luego se normaliza usando la sumatoria de los indicadores obtenidos por todas las entidades financieras. Luego se incorpora el ponderador respectivo como se mencionó previamente.

Con el fin de seguir avanzando en el desarrollo del marco regulatorio sobre D-SIBs, actualmente el BCRA está analizando distintas alternativas para calibrar las futuras exigencias de capital núcleo —acciones ordinarias y ganancias retenidas¹¹⁸— a establecer sobre las entidades financieras que se identifiquen con rasgos sistémicos. En particular, se encuentran en evaluación los distintos métodos utilizadas por el BCBS para calibrar las exigencias adicionales de capital sobre los G-SIB, así como las metodologías utilizadas por aquellos países que ya han implementado un esquema regulatorio de estas características, en todos los casos considerando especialmente las condiciones particulares del sistema financiero y el mercado de capitales argentino.

En este último sentido, en el plano internacional se ha podido verificar que un conjunto de países ya cuenta con esquemas para el tratamiento específico de los bancos sistémicos desde un punto de vista local. Así, a principios de 2013 Canadá estableció un requerimiento adicional a integrar con capital núcleo equivalente a 1% de los activos ponderados por riesgo (APR) de las entidades clasificadas como sistémicas. Australia anunció en diciembre pasado la identificación de un conjunto de bancos como D-SIB, con una exigencia de capital núcleo adicional de 1% de los APR. Por su parte, el Banco Central de la India publicó recientemente una propuesta —actualmente bajo análisis— de similares características, en la que se diseña una exigencia de capital creciente dependiendo de la importancia sistémica de la entidad, con un máximo de 1% de los APR. Países como Suecia, Singapur y Suiza también han introducido en los últimos años medidas para atemperar el impacto sistémico de parte de sus entidades, contemplando en su diseño características particulares de sus economías.

En la Argentina, tal como lo sugieren los principios internacionales, las iniciativas a implementarse sobre bancos sistémicos no sólo incluyen la determinación de una exigencia de capital adicional sobre este tipo de entidades. Para aquellos bancos sistémicos se avanzará en una supervisión más intensiva, el diseño de planes de resolución individuales específicos, así como una mayor transparencia en la provisión de información sobre riesgos, medidas que ayudarían a propiciar un sistema financiero local más sólido y con menor posibilidad de generar impactos negativos a la economía en su conjunto.

¹¹⁸ En línea con los principios presentados por el BCBS en el documento de 2012 anteriormente mencionado.

VI. Sistema de Pagos

Síntesis

Sobre el cierre de 2013 y principios de 2014 el Banco Central continuó dotando al Sistema Nacional de Pagos de herramientas destinadas a profundizar la operatoria de los medios de pago alternativos al efectivo, con particular énfasis en aquellos electrónicos. De esta manera se impulsa una mayor eficiencia, agilidad y seguridad en las transacciones habituales de la economía. A su vez se siguieron instrumentando políticas para ampliar la bancarización de la población.

A lo largo de 2013 se destacó el crecimiento de la utilización de las transferencias inmediatas, que presentaron un incremento de 40,6% en términos de cantidad de operaciones y 74% en valor transferido, excediendo significativamente el ritmo de crecimiento exhibido por otros medios de pago. Esta tendencia continuó durante el primer trimestre de 2014. A partir de los cambios regulatorios oportunamente implementados por el BCRA, la cantidad de operaciones inmediatas sin costo para los usuarios se ubicó en casi 97% del total (primer trimestre de 2014).

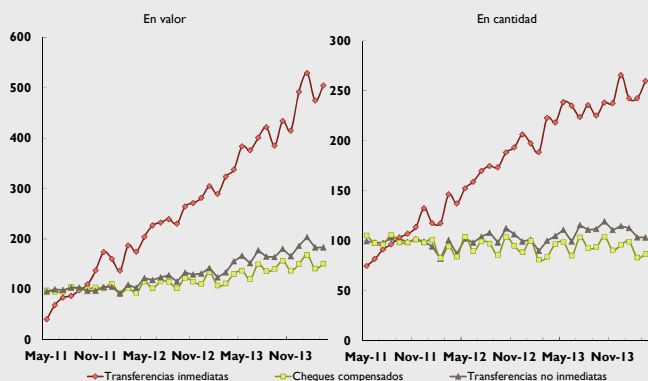
La cantidad de tarjetas de crédito y débito mostró un incremento de 9,3% el año pasado, principalmente debido a la actividad de los bancos privados. De esta manera, se dio lugar a un aumento en la proporción de tarjetas por habitante, que alcanzó tanto para crédito como para débito un ratio de 0,73 a fines de 2013.

El uso de cheques como medio de pago continuó mostrando un relativo estancamiento, sin evidenciar variaciones en la cantidad de documentos compensados en el año, y con un crecimiento de 24,2% en términos su valor.

El número de cuentas gratuitas universales nuevamente presentó una variación positiva en 2013 de 21,3%, contribuyendo de este modo a profundizar la bancarización de la población.

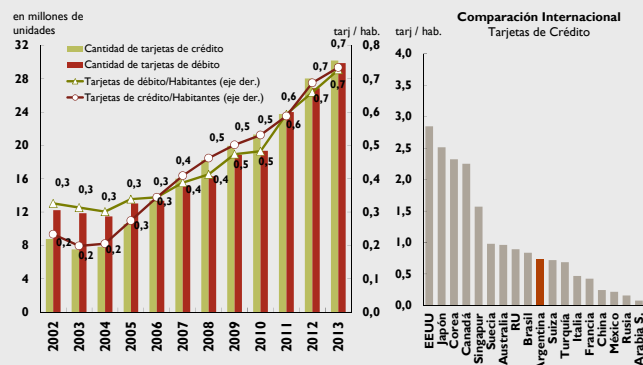
Por su parte, las operaciones realizadas a través del Medio Electrónico de Pagos —sistema de pagos de alto valor— también mostraron un desarrollo en 2013, alcanzando a representar aproximadamente tres veces el valor del PIB.

Gráfico VI.1
Evolución de la Utilización de Distintos Medios de Pago
En valor / base: promedio mayo-diciembre 2011 = 100



Fuente: BCRA

Gráfico VI.2
Tarjetas de Crédito y Débito



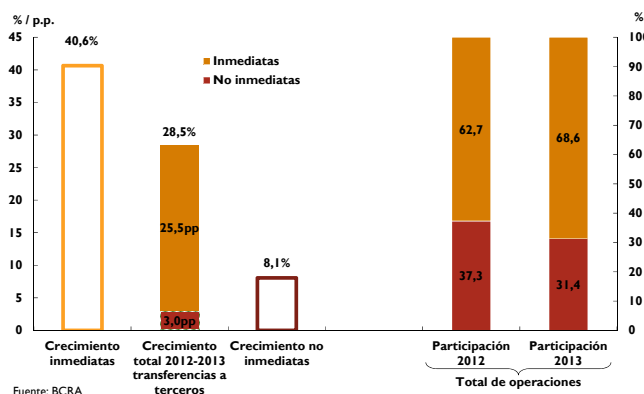
Nota: A diciembre de cada año / Datos de cantidad de Tarjetas de Crédito a 2012, Japón y Estados Unidos a 2011, Arabia Saudita a 2009, Argentina a 2013. Fuente: BCRA

VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

A lo largo de 2013 y principios de 2014 el BCRA continuó trabajando en la implementación de diversas medidas relativas al Sistema Nacional de Pagos (SNP), con el objetivo de garantizar la diversidad, seguridad, eficiencia y confiabilidad de los medios de pago, con particular énfasis en aquellos electrónicos, como así también en la expansión de la cobertura de los servicios financieros en la población.

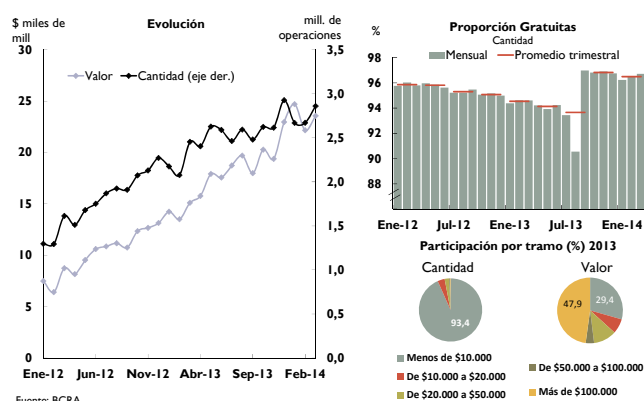
En 2013 el uso de las transferencias a terceros —aquellas que los bancos realizan por cuenta y orden de sus clientes¹¹⁹— continuó incrementándose tanto en valor (37,7%) como en cantidad de operaciones cursadas (28,5%) (ver Gráfico VI.3). Dentro de este tipo de transferencias se destacan las de modalidad inmediata¹²⁰, que mostraron un crecimiento de 40,6% en número de operaciones —74% en valor— muy por encima del incremento evidenciado por las realizadas en modalidad no-inmediata —8,1% en cantidad, 35,5% en valor— y explicaron 25,5 p.p. del total de crecimiento de la cantidad de las transferencias a terceros. De esta manera, la proporción de la modalidad inmediata continuó creciendo hasta alcanzar 68,6% (+5,9 p.p.) del total de transferencias a terceros en cantidad de operaciones, tendencia que se mantuvo durante los primeros tres meses de 2014 en los que 70,7% del total de operaciones de transferencias a terceros fueron del tipo inmediatas.

Gráfico VI.3
Transferencias a Terceros por Tipo
En cantidad de operaciones



Fuente: BCRA

Gráfico VI.4
Transferencias Inmediatas



Fuente: BCRA

Al desagregar por tramos de tamaño, se observa que las transferencias inmediatas del segmento de menor valor (hasta \$10.000) continuó mostrando una importante participación en el total (93,4%) en cantidad de transacciones en 2013 (ver Gráfico VI.4). Cabe mencionar que hasta agosto de 2013 el monto máximo para transferencias gratuitas por canales electrónicos era de \$10.000 diarios, umbral que se amplió a \$20.000 a partir del mes de septiembre¹²¹. A partir de este cambio en la regulación, las operaciones inmediatas sin costo para los usuarios del sistema financiero pasaron de 91% en agosto a 97% en septiembre, manteniéndose en torno a esa cifra hasta el primer trimestre de 2014.

En cuanto a los distintos canales disponibles para cursar las transferencias inmediatas, durante 2013 se destacaron por su incidencia en el crecimiento aquellas cursadas por *homebanking*, tanto en cantidad (31,7 p.p. de 40,6%) como en valor (37,6 p.p. de 74%) (ver Gráfico VI.5). Por su parte, las transferencias realizadas mediante caje-

¹¹⁹ Excluye pagos de sueldos, a proveedores, asignaciones familiares, pagos previsionales y embargos sobre haberes.

¹²⁰ A partir de abril de 2011 el BCRA dispuso que los bancos ofrezcan a sus clientes la posibilidad de realizar transferencias con acreditación inmediata (ver Comunicación "A" 5194).

¹²¹ Ver Comunicación "A" 5473.

ros automáticos mostraron un crecimiento relativamente menor al del total de inmediatas —tanto en cantidad como en valor— perdiendo participación en comparación con 2012. Finalmente, si bien todavía mantiene una participación minoritaria —1,1% en cantidad y 0,4% en monto— la modalidad de banca móvil mostró un importante crecimiento durante 2013 (192% en cantidad y 271% en monto).

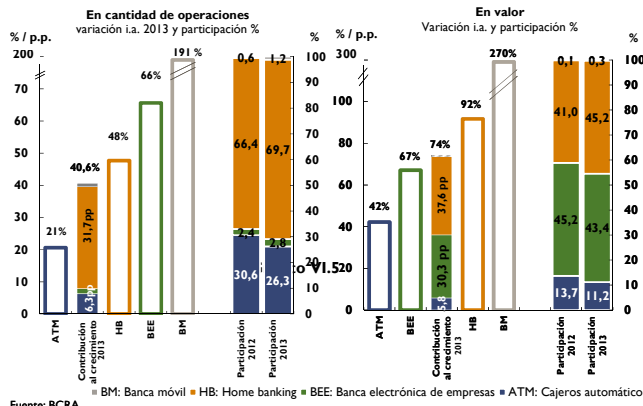
En 2013 el uso de cheques mostró un crecimiento del 24,2% en términos del valor total compensado y se mantuvo sin variaciones de magnitud en cantidad total de documentos utilizados (ver Gráfico VI.6), con un comportamiento trimestral heterogéneo. Por su parte, durante el primer trimestre de 2014 el uso de este instrumento de pago mostró un crecimiento de 1,6% i.a. en cantidad de documentos. En términos del PIB el valor de cheques compensados evidenció un leve incremento en 2013, tendencia que continuó en el primer trimestre de 2014.

Analizando la evolución comparativa de los principales medios de pago distintos al efectivo se puede observar el importante crecimiento relativo de los instrumentos impulsados por esta Institución —las transferencias electrónicas inmediatas—, que por un efecto sustitución estaría influyendo en los menores niveles de incremento de otros instrumentos como los cheques y las transferencias a terceros no inmediatas (tanto en valor operado como en cantidad de transacciones mensuales) (ver Gráfico VI.1). Una comparación de mediano plazo indica que, para fines de 2013, mientras que las transferencias inmediatas casi se quintuplicaron con respecto a su valor medio mensual de 2011 (166% en operaciones), el monto mensual de cheques compensados creció 50% (reducción de 4,1% en cantidad) y las transferencias no inmediatas aumentaron 86% (15% en número).

Como señal de la progresiva diversificación de los instrumentos de pago, la cantidad de tarjetas (crédito y débito) continuó creciendo a lo largo de 2013, aunque con una leve desaceleración con respecto al ritmo exhibido en años anteriores (ver Gráfico VI.2). El incremento total en el año fue de 9,3%, impulsado por las tarjetas de débito que aumentaron 11,2% y explicaron 58,4% de la variación total, mientras que las tarjetas de crédito redujeron su expansión con un crecimiento interanual de 7,6%. En cuanto al tipo de entidad emisora, fueron nuevamente los bancos privados los que más crecieron relativamente (8,6% crédito y 12,7% débito) manteniendo así su participación mayoritaria en la cantidad de tarjetas en circulación (73,2% en el total, 80% en crédito y en 66,2% débito). La proporción de tarjetas de crédito con respecto a la población continuó aumentando en el año hasta alcanzar 0,73 por habitante —al igual que la de

Gráfico VI.5

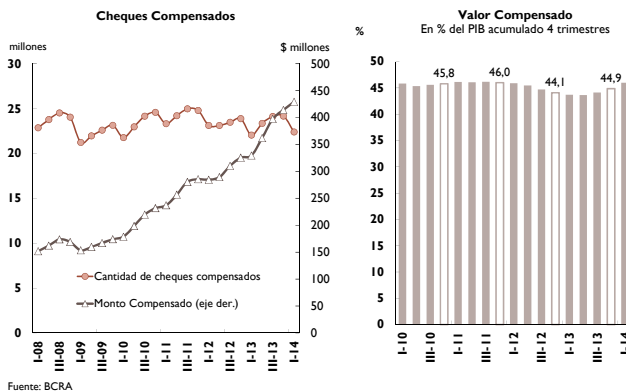
Transferencias Inmediatas por Canal



Fuente: BCRA

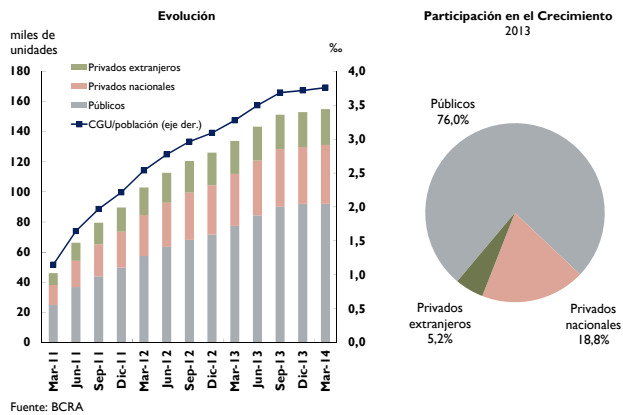
Gráfico VI.6

Cheques



Fuente: BCRA

Gráfico VI.7
Cuenta Gratuita Universal



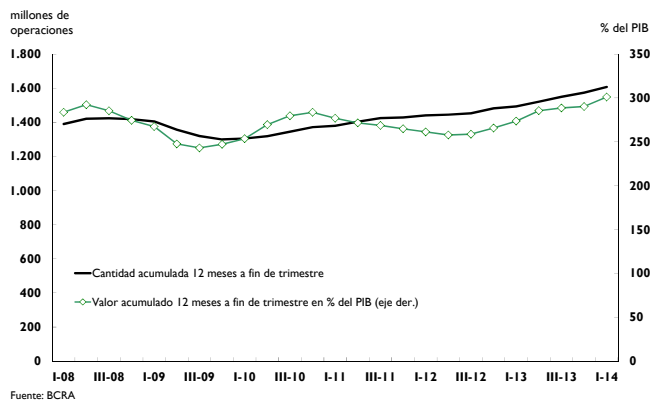
Fuente: BCRA

tarjetas de débito— en diciembre. La comparación de dicho ratio con el análogo de otras economías emergentes y desarrolladas muestra que este instrumento de pago presentaría todavía espacio para alcanzar una mayor utilización.

Otra de las herramientas desarrolladas por el Banco Central con el objetivo de profundizar el nivel de bancarización de la población es la Cuenta Gratuita Universal (CGU), introducida en septiembre de 2010. Durante 2013 continuó expandiéndose su uso, tanto en número de cuentas habilitadas como en proporción de la población, llegando a un total de casi de 153 mil en el cierre del año lo que implica un crecimiento de 21,3% i.a. (ver Gráfico VI.7). Fueron los bancos públicos quienes explicaron la mayor parte del crecimiento de dichas cuentas, originando 76% del crecimiento interanual. En el inicio de 2014 la tendencia de crecimiento continuó, alcanzando un *stock* total 155 mil cuentas a fines del primer trimestre de 2014.

En 2013 las transacciones realizadas en pesos mediante el Medio Electrónico de Pagos (MEP) —sistema de pagos de alto valor— se incrementaron 6,2% i.a. en cantidad y 31,6% i.a. Las transacciones mediante el MEP aumentaron su participación 24 p.p. alcanzando en 2013 casi tres veces el producto de la economía (ver Gráfico VI.8). Por su parte, durante principios de año este tipo de transacciones de alto valor mostró un incremento interanual de 9,4% en cantidad de operaciones y 41% en valor.

Gráfico VI.8
MEP - Transacciones Cursadas en Pesos



Fuente: BCRA

VI.2 Modernización del Sistema de Pagos

El BCRA sigue impulsando medidas que tienden a la optimización de los sistemas de pago electrónicos y el fomento de la utilización de medios de pago alternativos al efectivo, en un contexto de significativa relevancia de estas herramientas para la promoción y el impulso de la inclusión financiera en nuestro país.

Con este fin, se encuentra en análisis un marco regulatorio general que alcance al universo de las tarjetas prepagas abiertas, es decir, aquellas en las que existe un esquema de pago anticipado mediante el cual un emisor distinto del vendedor o proveedor directo del bien o servicio recibe un valor monetario que puede ser utilizado posteriormente en una red de comercios o entidades adheridos. En este marco, se autorizó la utilización de la tarjeta prepaga SUBE para el pago de peajes y como medio prepago de bajo valor en establecimientos comerciales.

Por su parte, en pos de elaborar un marco regulatorio idóneo y eficaz para el normal desarrollo de las operaciones efectuadas con dinero móvil¹²², esta Institución se encuentra trabajando en la definición de regulaciones que incluyan incentivos apropiados para los participantes, dando previsibilidad al mercado y protección a los derechos del consumidor de estos servicios.

Recientemente el BCRA alertó al público en general, mediante el Portal del Cliente Bancario, sobre los posibles riesgos que involucra el uso de las comúnmente llamadas “monedas virtuales”¹²³. En particular, se destaca que este instrumento no es emitido por los bancos centrales ni por ninguna autoridad monetaria internacional y, como resultado, no tienen curso legal ni respaldo alguno. Más aún, el precio de las monedas virtuales ha evidenciado una gran volatilidad en los últimos períodos, riesgo que es soportado exclusivamente por los usuarios. Ante este escenario, el BCRA se encuentra actualmente analizando diversos escenarios para verificar que las operaciones con estos activos no se constituyan en un riesgo para aquellos aspectos cuya vigilancia está expresamente establecida en su Carta Orgánica.

Finalmente, cabe considerar que el BCRA apunta constantemente a adecuar todos sus procedimientos a los principios básicos internacionales vigentes en materia del sistema de pagos. Al respecto, se dispuso la realización de la autoevaluación de los Principios del CPSS (Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación) y la IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores) para todas aquellas infraestructuras de mercados financieros que se encuentran bajo la órbita de operación y/o regulación del BCRA, con el fin de identificar oportunidades de mejora y formalizar a nivel local el cumplimiento de los referidos principios.

¹²² Dinero electrónico que tiene como soporte al teléfono móvil. Incluye a los monederos móviles y la banca móvil.

¹²³ <http://www.clientebancario.gov.ar/>

Anexo Estadístico* – Sistema Financiero

Cuadro 1 | Indicadores de solidez

En %	Dic 2005	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Mar 2013	Dic 2013	Mar 2014
1.- Liquidez	20,1	22,5	23,0	27,9	28,6	28,0	24,7	26,8	23,9	26,8	27,0
2.- Crédito al sector público	31,5	22,5	16,3	12,7	14,4	12,1	10,7	9,7	10,0	9,4	9,1
3.- Crédito al sector privado	25,8	31,0	38,2	39,4	38,3	39,8	47,4	49,5	50,1	50,9	47,9
4.- Irregularidad de cartera privada	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1	1,4	1,7	1,8	1,7	1,9
5.- Exposición patrimonial al sector privado	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-4,3	-3,1	-2,8	-3,5	-3,3
6.- ROA	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,8	2,7	2,9	2,8	3,4	6,2
7.- ROE	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7	24,9	29,5	49,9
8.- Eficiencia	151	167	160	167	185	179	179	190	195	206	267
9a.- Integración de capital (pos-Com. A 5369)	-	-	-	-	-	-	-	-	14,3	13,6	13,3
9b.- Integración de capital (riesgo de crédito)	15,9	16,9	16,9	16,9	18,8	17,7	15,6	17,1	-	-	-
10a.- Integración de capital Nivel I (pos-Com. A 5369)	-	-	-	-	-	-	-	-	12,9	12,5	12,4
10b.- Integración de capital Nivel I (riesgo de crédito)	14,1	14,1	14,6	14,2	14,5	13,0	11,0	11,9	-	-	-
11.- Posición de capital	169	134	93	90	100	87	69	59	66	76	74

Nota: A partir de febrero de 2013 se realiza un cambio metodológico en los indicadores 9, 10 y 11, en función de una modificación en la norma de capitales mínimos (Com. "A" 5369). Entre otros cambios, se redefinen los ponderadores de riesgo para el cálculo de la exigencia de capital, se readecuan los conceptos incluidos en los distintos segmentos que componen la integración de las entidades (RPC) y se incorporan límites mínimos en términos de los Activos Ponderados por Riesgos Totales (APR). En este particular, a partir del cambio normativo se considera una definición amplia de los APR, incluyendo no sólo los activos ponderados vinculados al riesgo de crédito, sino que además se consideran los activos ponderados vinculados al riesgo de mercado y operacional.

Fuente: BCRA

Nota metodológica:

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 LEBAC ni NOBAC + Préstamos al sector público + Compensación a recibir + Títulos de deuda y Certificados de participación en fideicomisos financieros con título público de subyacente + Créditos diversos al sector público) / 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; 9a.- Integración de capital (RPC) / Activos ponderados por riesgos totales según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos (Com. "A" 5369). Incluye franquicias; 9b.- Integración de capital (RPC) / Activos ponderados por riesgo de crédito. Incluye franquicias; 10a.- Integración de capital Nivel I (Patrimonio neto básico – Cuentas deducibles del patrimonio neto básico) / Activos ponderados por riesgos totales según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos (Com. "A" 5369); 10b.- Integración de capital Nivel I (Patrimonio neto básico – Cuentas deducibles totales) / Activos ponderados por riesgo de crédito; 11.- (Integración de capital - Exigencia de capital) / Exigencia de capital. Incluye franquicias.

* Datos disponibles en formato Excel en www.bcra.gov.ar

Anexo Estadístico* – Sistema Financiero (cont.)

Cuadro 2 | Situación patrimonial

En millones de pesos corrientes	Dic 08	Dic 09	Dic 10	Dic 11	Dic 12	Mar 13	Dic 13	Mar 14	Variaciones (en %)	
									IT-14	Últimos 12 meses
Activo	346.762	387.381	510.304	628.381	790.026	812.195	1.004.892	1.099.941	9,5	35,4
Disponibilidades ¹	58.676	71.067	93.085	104.389	148.254	142.926	200.925	186.612	-7,1	30,6
Títulos públicos	65.255	86.318	117.951	112.906	123.491	135.720	141.494	199.640	41,1	47,1
LEBAC/NOBAC	37.093	43.867	76.948	71.050	84.057	92.167	89.641	145.753	62,6	58,1
Tenencia por cartera propia	25.652	34.748	61.855	59.664	70.569	86.197	88.091	118.964	35,0	38,0
Por operaciones de pase activo ²	11.442	9.119	15.093	11.386	13.488	5.971	1.550	26.789	1.628,5	348,7
Títulos privados	203	307	209	212	251	285	434	601	38,6	111,3
Préstamos	154.719	169.868	230.127	332.317	433.925	450.016	563.344	578.724	2,7	28,6
Sector público	17.083	20.570	25.907	31.346	39.951	40.270	48.438	49.252	1,7	22,3
Sector privado	132.844	145.247	199.202	291.708	383.674	399.497	501.857	517.023	3,0	29,4
Sector financiero	4.793	4.052	5.018	9.263	10.299	10.249	13.049	12.449	-4,6	21,5
Previsiones por préstamos	-4.744	-5.824	-6.232	-7.173	-9.596	-10.102	-12.388	-13.596	9,8	34,6
Otros créditos por intermediación financiera	38.152	33.498	39.009	40.805	38.769	34.652	42.435	71.937	69,5	107,6
ON y OS	912	1.146	1.433	1.657	2.255	2.183	5.421	5.675	4,7	159,9
Fideicomisos sin cotización	5.714	5.942	6.824	7.967	10.822	11.541	12.656	13.822	9,2	19,8
Bienes en locación financiera (<i>leasing</i>)	3.935	2.933	3.936	6.222	7.203	7.294	9.460	9.572	1,2	31,2
Participación en otras sociedades	7.236	6.711	7.921	9.123	11.682	12.463	15.205	16.648	9,5	33,6
Bienes de uso y diversos	7.903	8.239	9.071	10.111	11.251	11.468	14.226	15.041	5,7	31,1
Filiales en el exterior	3.153	3.926	3.283	3.525	4.354	4.540	5.611	6.918	23,3	52,4
Otros activos	12.275	10.337	11.943	15.944	20.441	22.937	24.933	28.579	14,6	24,6
Pasivo	305.382	339.047	452.752	558.264	699.205	714.415	883.889	962.470	8,9	34,7
Depósitos	236.217	271.853	376.344	462.517	595.764	616.098	752.422	788.348	4,8	28,0
Sector público ³	67.151	69.143	115.954	129.885	163.691	165.556	202.434	206.850	2,2	24,9
Sector privado ³	166.378	199.278	257.595	328.463	427.857	445.299	544.332	574.498	5,5	29,0
Cuenta corriente	39.619	45.752	61.306	76.804	103.192	101.696	125.237	123.799	-1,1	21,7
Caja de ahorros	50.966	62.807	82.575	103.636	125.210	126.087	158.523	154.995	-2,2	22,9
Plazo fijo	69.484	83.967	104.492	135.082	183.736	202.492	241.281	276.066	14,4	36,3
Otras obligaciones por intermediación financiera	57.662	52.114	60.029	76.038	75.106	67.141	92.634	125.197	35,2	86,5
Obligaciones interfinancieras	3.895	3.251	4.201	7.947	8.329	8.075	10.596	9.927	-6,3	22,9
Obligaciones con el BCRA	1.885	270	262	1.920	3.535	3.927	4.693	4.776	1,8	21,6
Obligaciones negociables	5.984	5.033	3.432	6.856	9.101	9.551	14.198	15.749	10,9	64,9
Líneas de préstamos del exterior	4.541	3.369	3.897	6.467	4.992	4.485	6.328	8.278	30,8	84,5
Diversos	13.974	14.891	17.426	24.137	26.280	23.724	41.345	42.068	1,7	77,3
Obligaciones subordinadas	1.763	1.922	2.165	2.065	2.647	2.462	3.425	3.971	15,9	61,3
Otros pasivos	9.740	13.159	14.213	17.644	25.688	28.669	35.407	44.860	26,7	56,5
Patrimonio neto	41.380	48.335	57.552	70.117	90.820	97.505	121.800	138.171	13,4	41,7
Memo										
Activo neteado	321.075	364.726	482.532	601.380	767.744	795.317	990.614	1.057.919	6,8	33,0
Activo neteado consolidado	312.002	357.118	472.934	586.805	750.598	778.015	969.247	1.036.701	7,0	33,2

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

Fuente: BCRA

Anexo Estadístico* – Sistema Financiero (cont.)

Cuadro 3 | Rentabilidad

Montos en millones de pesos	Anual						Semestre		Últimos
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	I-13	II-13	12 meses*
Margen financiero	20.462	28.937	35.490	43.670	61.667	88.509	36.638	51.870	108.391
Resultado por intereses	9.573	14.488	17.963	24.903	38.365	50.336	23.152	27.184	54.372
Ajustes CER y CVS	2.822	1.196	2.434	1.725	2.080	2.153	1.068	1.085	2.876
Diferencias de cotización	2.307	2.588	2.100	3.025	4.127	11.287	3.454	7.833	19.854
Resultado por títulos valores	4.398	11.004	13.449	14.228	17.356	22.280	9.057	13.223	24.548
Otros resultados financieros	1.362	-339	-457	-211	-261	2.454	-91	2.545	6.740
Resultado por servicios	10.870	13.052	16.089	21.391	28.172	36.503	17.133	19.370	38.875
Cargos por incobrabilidad	-2.839	-3.814	-3.267	-3.736	-6.127	-9.349	-3.979	-5.370	-10.316
Gastos de administración	-18.767	-22.710	-28.756	-36.365	-47.318	-60.722	-28.703	-32.019	-65.384
Cargas impositivas	-2.318	-3.272	-4.120	-6.047	-8.981	-13.916	-6.140	-7.776	-15.706
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ¹	-1.757	-262	-214	-336	-338	-377	-182	-196	-534
Amortización de amparos	-994	-703	-635	-290	-274	-128	-60	-68	-109
Diversos	1.441	918	2.079	2.963	2.475	2.576	1.721	855	2.919
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ²	6.100	12.145	16.665	21.251	29.276	43.094	16.428	26.666	58.136
Impuesto a las ganancias	-1.342	-4.226	-4.904	-6.531	-9.861	-13.951	-5.637	-8.314	-18.456
Resultado total²	4.757	7.920	11.761	14.720	19.415	29.143	10.791	18.352	39.680
Resultado ajustado ³	7.508	8.885	12.610	15.345	20.027	29.649	11.033	18.615	40.322
<i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>									
Margen financiero	6,7	8,6	8,5	8,0	9,2	10,3	9,2	11,4	11,8
Resultado por intereses	3,1	4,3	4,3	4,6	5,7	5,9	5,8	6,0	5,9
Ajustes CER y CVS	0,9	0,4	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3
Diferencias de cotización	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	1,3	0,9	1,7	2,2
Resultado por títulos valores	1,4	3,3	3,2	2,6	2,6	2,6	2,3	2,9	2,7
Otros resultados financieros	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,0	0,6	0,7
Resultado por servicios	3,6	3,9	3,8	3,9	4,2	4,3	4,3	4,3	4,2
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-1,1	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,2	-1,1
Gastos de administración	-6,1	-6,7	-6,9	-6,7	-7,0	-7,1	-7,2	-7,0	-7,1
Cargas impositivas	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	-1,6	-1,5	-1,7	-1,7
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ¹	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
Amortización de amparos	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diversos	0,5	0,3	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,2	0,3
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ²	2,0	3,6	4,0	3,9	4,3	5,0	4,1	5,9	6,3
Impuesto a las ganancias	-0,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,5	-1,6	-1,4	-1,8	-2,0
Resultado total²	1,6	2,3	2,8	2,7	2,9	3,4	2,7	4,0	4,3
Resultado ajustado ³	2,5	2,6	3,0	2,8	3,0	3,5	2,8	4,1	4,4
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias / Patrimonio neto	17,2	29,5	34,5	36,5	38,8	43,7	35,8	50,5	53,5
Resultado total / Patrimonio neto ²	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7	29,5	23,5	34,7	36,5

(1) 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".

(2) 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.

(3) Al resultado total se le excluyen la amortización de amparos y los efectos de la Com. "A" 3911 y 4084.

* a marzo 2014

Fuente: BCRA

Cuadro 4 | Calidad de cartera

En porcentaje	Dic 05	Dic 06	Dic 07	Dic 08	Dic 09	Dic 10	Dic 11	Dic 12	Mar 13	Dic 13	Mar 14
Cartera irregular total	5,2	3,4	2,7	2,7	3,0	1,8	1,2	1,5	1,6	1,5	1,6
Previsiones / Cartera irregular	115	108	115	117	115	148	176	144	140	150	149
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	-2,6	-0,9	-1,6	-1,8	-1,7	-3,6	-4,6	-3,4	-3,1	-3,7	-3,5
Al sector privado no financiero	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1	1,4	1,7	1,8	1,7	1,9
Previsiones / Cartera irregular	115	108	114	116	112	143	171	141	137	148	147
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	-1,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-4,3	-3,1	-2,8	-3,5	-3,3

Fuente: BCRA

Glosario de Abreviaturas y Siglas

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

Índice de Gráficos y Tablas

Índice de Gráficos

1	Evolución de las Proyecciones de Crecimiento para 2014.....	7
2	Evolución del Tipo de Cambio Real Multilateral y Socios Seleccionados.....	7
3	LEBAC y NOBAC y Depósitos.....	8
4	Crédito al Sector Privado.....	8
5	Intermediación Financiera.....	9
6	Línea de Créditos para la Inversión Productiva.....	9
7	Liquidez del Sistema Financiero.....	10
8	Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado.....	10
9	Descalce de Moneda Extranjera por Grupo de Bancos.....	11
10	Activo, Patrimonio Neto y Apalancamiento.....	11
11	Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición).....	12
I.1	Rendimientos del Tesoro de los EEUU y Expectativas.....	13
I.2	Global. Actividad Económica y PMI.....	13
I.3	Global. Crecimiento Económico.....	14
I.4	Global. Volúmenes de Comercio Mundial.....	14
I.5	Zona del Euro. Economías Seleccionadas. Rendimiento de Bonos a 10 años.....	15
I.6	Evolución de las Proyecciones de Crecimiento para 2014.....	15
I.7	Emergentes Seleccionados. Tasa de Interés de Referencia para la Política Monetaria.....	16
I.8	Crecimiento Económico.....	16
I.9	Precios de Materias Primas.....	16
I.10	Índice de Precios de las Materias Primas.....	17
I.11	Mercados Bursátiles de EEUU y Europa.....	17
I.12	Dólar / Euro y Volatilidad Esperada.....	18
I.13	Índices Bursátiles Regionales de Mercados Emergentes y Volatilidad Esperada.....	18
I.14	Economías Emergentes. Riesgo Percibido de Deuda Soberana (EMBI+).....	19
A.1.1	Activo de la Reserva Federal y Objetivo de Tasa de <i>Fed Funds</i>	20
A.1.2	Evolución de las Compras Mensuales de Activos por Parte de la <i>Fed</i>	20
A.1.3	Objetivo de Tasa <i>Fed Funds</i> – Pronósticos FOMC (Mediana).....	21
A.1.4	Expectativas de Objetivo de <i>Fed Funds</i> y Futuros de Tasas.....	22
I.15	Emisiones de Deuda de Economías Emergentes en los Mercados Internacionales.....	23
I.16	Evolución de Principales Monedas Emergentes y Volatilidad.....	23
II.1	Indicadores de Actividad.....	25
II.2	Financiamiento al Sector Privado a través de Obligaciones Negociables.....	25
II.3	Contribución al Crecimiento del PIB por Componentes de la Demanda.....	26
II.4	Contribución al Crecimiento del PIB por Sectores de Oferta.....	26
II.5	Principales Indicadores del Mercado de Trabajo.....	26
II.6	Exportaciones, Importaciones y Saldo Comercial.....	27
II.7	Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU).....	27
II.8	Evolución de los Salarios Nominales.....	28
II.9	Evolución Tipo de Cambio Real Multilateral y Socios Seleccionados.....	28
II.10	Reservas Internacionales del BCRA.....	28
II.11	Agregados Monetarios – M3.....	29
II.12	Factores de Explicación de los Agregados Monetarios.....	29
II.13	Cotización de Principales Títulos Públicos Denominados en Dólares.....	30
II.14	Rendimiento de Títulos en Dólares en la Plaza Local.....	30
II.15	Rendimiento de Títulos Públicos en Pesos.....	30
II.16	Cotización de Unidades Vinculadas al PIB.....	31
II.17	Evolución de Diferenciales de Riesgo de Deuda Soberana.....	31
II.18	Mercado Primario de Lebac.....	31
II.19	Composición del Saldo de Lebac y Nobacs en Circulación.....	32
II.20	Mercado Secundario de Lebac.....	32
II.21	Montos Negociados en Instrumentos de Renta Fija.....	33
II.22	Colocación de Fideicomisos Financieros y Costo de Financiamiento.....	33
II.23	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	34
II.24	Mercado Bursátil Argentino.....	34
II.25	Negociación de Derivados Financieros.....	35
A.2.1	Flujos de Colocaciones Brutas de ONs – Últimos 5 años.....	36
A.2.2	Flujo de Colocaciones de ONs del Sector Financiero.....	37

A.2.3	ONs Sector Financiero – Plazo y Margen Sobre Badlar.....	37
A.2.4	Saldo de ONs: Evolución y Composición Estimada a Abril de 2014.....	37
III.1	Deuda de las Empresas.....	39
III.2	Deuda de las Familias.....	39
III.3	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	40
III.4	Indicadores de Actividad.....	40
III.5	Deuda de las Empresas.....	40
III.6	Estimador Mensual Industrial.....	41
III.7	Industria. Evolución Sectorial.....	41
III.8	Deuda de las Empresas – Industria y Producción Primaria.....	42
III.9	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	42
III.10	Deuda de las Empresas – Comercio, Servicios y Construcción.....	43
III.11	Indicadores de Actividad Comercial.....	43
III.12	Bloques de la Construcción.....	44
III.13	Salarios y Nivel de Empleo.....	44
III.14	Deuda de las Familias.....	45
III.15	Contribución al Crecimiento de la Recaudación Nacional por Tributo.....	45
III.16	Ingresos y Gasto Primario del Sector Público Nacional no Financiero.....	46
III.17	Resultados del Sector Público Nacional no Financiero.....	46
III.18	Deuda Pública Nacional.....	47
III.19	Coparticipación, Transferencias a Provincias y Recaudación Subnacional.....	47
IV.1	Línea de Créditos para la Inversión Productiva.....	51
IV.2	Activo, Patrimonio Neto y Apalancamiento.....	51
IV.3	Intermediación Financiera.....	52
IV.4	Crédito al Sector Privado.....	52
IV.5	Crédito al Sector Privado en Moneda de Origen.....	53
IV.6	Crédito al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras.....	53
IV.7	Tasas de Interés Activas por Operaciones en Pesos.....	53
IV.8	Financiamiento Total al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	54
IV.9	Financiamiento Total al Sector Privado por Grupo de Bancos.....	54
IV.10	Crédito a las Empresas.....	55
IV.11	Créditos Productivos del Bicentenario.....	55
IV.12	Financiaciones a las Empresas.....	56
IV.13	Financiamiento a las Familias.....	56
IV.14	Financiamiento a las Familias por Grupo de Bancos.....	57
IV.15	Depósitos del Sector Privado No Financiero en el Sistema Financiero.....	57
IV.16	Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero.....	58
IV.17	Composición Patrimonial.....	58
IV.18	Estimación del Costo de Fondeo Promedio por Depósitos en Moneda Nacional.....	59
IV.19	Evolución de la Estructura Operativa del Sistema Financiero.....	59
IV.20	Alcance Regional del Sistema Financiero.....	60
IV.21	Concentración del Sistema Financiero.....	60
IV.22	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	61
IV.23	Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición).....	61
IV.24	Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	62
IV.25	Composición del Margen Financiero.....	63
IV.26	Resultados por Servicios.....	64
IV.27	Principales Fuentes de Ingresos del Sistema Financiero.....	64
IV.28	Gastos de Administración por Grupo de Bancos.....	65
IV.29	Cargos por Incobrabilidad por Grupo de Bancos.....	65
IV.30	FGS – Proyectos Productivos y de Infraestructura.....	66
IV.31	Cartera de Inversiones de las Compañías de Seguro.....	67
IV.32	Evolución del Patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión.....	67
V.1	Activos de Mayor Liquidez en Términos de los Pasivos de Corto Plazo.....	69
V.2	Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado.....	69
V.3	Indicadores de Exposición al Riesgo de Liquidez.....	70
V.4	Liquidez del Sistema Financiero.....	70
V.5	Liquidez por Grupo de Bancos.....	70
V.6	Liquidez en Pesos.....	71
V.7	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	71
V.8	Mercado de <i>Call</i>	74
V.9	Exposición Bruta al Sector Privado No Financiero.....	74
V.10	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por sector.....	75

V.11	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Región.....	75
V.12	Cobertura de la Cartera Irregular con Provisiones por Grupo de Bancos.....	75
V.13	Crédito al Sector Privado por Moneda.....	76
V.14	Financiaciones a Empresas.....	76
V.15	Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas por Actividad.....	76
V.16	Ratio de Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas.....	77
V.17	Financiaciones a Familias.....	77
V.18	Financiaciones a las Familias por Período de Originación Estimado.....	77
V.19	Exposición al Sector Público del Sistema Financiero.....	78
V.20	Exigencia de Capitales Mínimos por Grupo de Bancos.....	78
V.21	Posición en Títulos Públicos y en Instrumentos de Regulación Monetaria en Cartera de los Bancos.....	78
V.22	Exigencia de Capitales Mínimos por Bonos Nacionales.....	79
V.23	Valor a Riesgo de Mercado.....	79
V.24	Descalce Amplio de Moneda Extranjera y Dolarización de Balances.....	80
V.25	Descalce de Moneda Extranjera por Grupo de Bancos.....	80
V.26	Composición del Descalce Amplio de Moneda Extranjera (ME).....	81
V.27	<i>Duration</i> Estimada para la Cartera en Moneda Nacional del <i>Banking Book</i>	82
VI.1	Evolución de la Utilización de Distintos Medios de Pago.....	87
VI.2	Tarjetas de Crédito y Débito.....	87
VI.3	Transferencias a Terceros por Tipo.....	88
VI.4	Transferencias Inmediatas.....	88
VI.5	Transferencias Inmediatas por Canal.....	89
VI.6	Cheques.....	89
VI.7	Cuenta Gratuita Universal.....	90
VI.8	MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....	90

Índice de Tablas y Mapas

III.1	Producción Agrícola Principales Cultivos.....	42
III.2	Principales Colocaciones de Bonos Vinculados al Dólar de Distritos Subnacionales.....	48
IV.1	Situación Patrimonial.....	52
IV.2	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	62
IV.3	Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	63
IV.4	Evolución de la Cartera de Inversiones del FGS.....	66

