



Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2015



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2015



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Boletín de Estabilidad Financiera
Primer Semestre de 2015

ISSN 1668-3978
Edición electrónica

Fecha de publicación | Abril 2015

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 de Sistemas de Pago | Gerencia de Gestión de la Información | Gerencia de Aplicaciones de Banca Central | Gerencia de Coordinación de Supervisión | Gerencia de Investigación y Planificación Normativa

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

Prefacio

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 de este 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. El **Boletín de Estabilidad Financiera (BEF)** presenta una evaluación semestral del comportamiento 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, 13 de Abril de 2015

Contenido

Pág. 7 | Síntesis Ejecutiva

Pág. 15 | I. Contexto Internacional

Pág. 23 | Apartado 1 / Colocaciones de Deuda Corporativa de Emergentes en los Mercados de Capitales y Apalancamiento

Pág. 29 | II. Contexto Local

Pág. 40 | Apartado 2 / Colocaciones de Obligaciones Negociables del Sector Financiero

Pág. 43 | Apartado 3 / Financiamiento a PyME a través del Mercado de Capitales

Pág. 47 | III. Situación de Deudores

Pág. 57 | IV. Sector Financiero

Pág. 61 | Apartado 4 / Políticas Activas del BCRA a Favor de las MiPyMEs: la Línea de Créditos para la Inversión Productiva

Pág. 75 | V. Riesgos del Sistema Financiero

Pág. 82 | Apartado 5 / Sendero Local hacia Basilea III

Pág. 88 | Apartado 6 / Avances Locales en Términos de Transparencia: Identificación de Entidades Financieras con Códigos LEI

Pág. 91 | VI. Sistema de Pagos

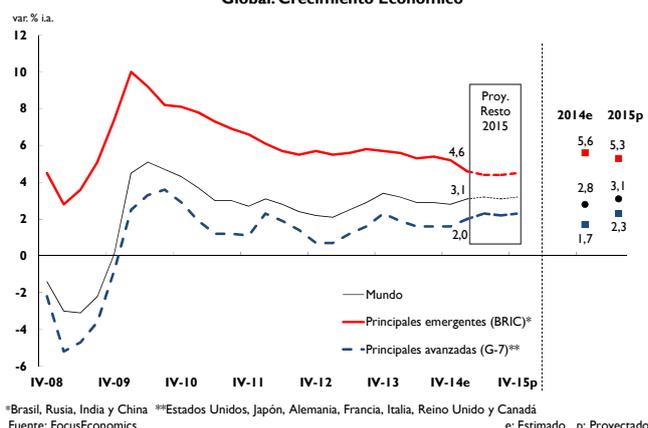
Pág. 95 | Anexo Estadístico

Pág. 99 | Glosario de Abreviaturas y Siglas

Pág. 101 | Índice de Gráficos y Tablas

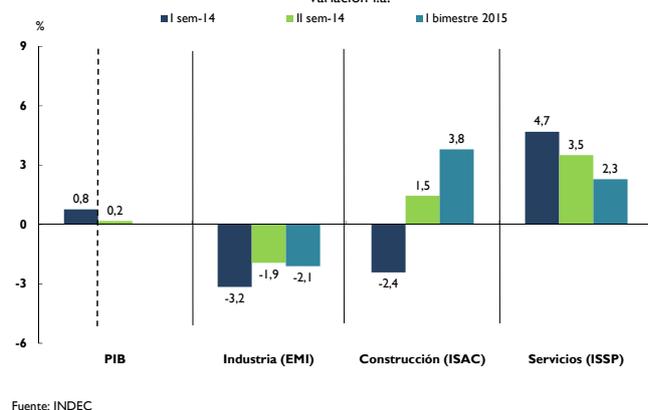
Síntesis Ejecutiva

Gráfico 1
Global. Crecimiento Económico



En los últimos meses la economía global siguió enfrentando debilidades estructurales que limitaron la reactivación de la demanda agregada y así el crecimiento. En la segunda parte de 2014 la actividad económica mundial y las transacciones comerciales internacionales se incrementaron, si bien mostrando tasas de expansión inferiores a las observadas antes de 2008. Manteniendo una importante heterogeneidad, el nivel de actividad de las principales economías desarrolladas recuperó cierto impulso, mientras que los países en desarrollo mostraron un menor dinamismo dando lugar a una amplia diversidad en términos de implementación de políticas monetarias, financieras, fiscales y cambiarias —en este último sentido, en varios casos con significativas depreciaciones en sus monedas—. A este escenario se sumaron tensiones en países específicos (como en Grecia, Rusia, Ucrania y Turquía), y una mayor volatilidad financiera asociada al impacto de la caída de los precios internacionales de las materias primas (especialmente del petróleo), y las expectativas de mayores tasas reales de interés en los Estados Unidos, fenómenos que tienen como contracara a la apreciación generalizada del dólar.

Gráfico 2
Indicadores de Actividad
Variación i.a.



Como resultado, los pronósticos de crecimiento para 2015 se corrigieron a la baja, tanto para las principales economías avanzadas como emergentes. Así, la economía mundial se expandiría 3,1% este año, ligeramente por encima del ritmo exhibido en 2014. La oportunidad y dimensión del sesgo contractivo que adopte la política monetaria de EEUU en relación a otras economías avanzadas seguirá siendo una cuestión central en el resto de 2015. En el mismo sentido, la volatilidad de los precios de los *commodities*, los focos de tensión en diversos países y la evolución del endeudamiento de emergentes en los mercados de capitales (ver Apartado 1), serán algunos de los principales factores a monitorear dadas sus implicancias tanto sobre las condiciones de estabilidad financiera agregada, como por su potencial impacto en el dinamismo de la actividad económica global.

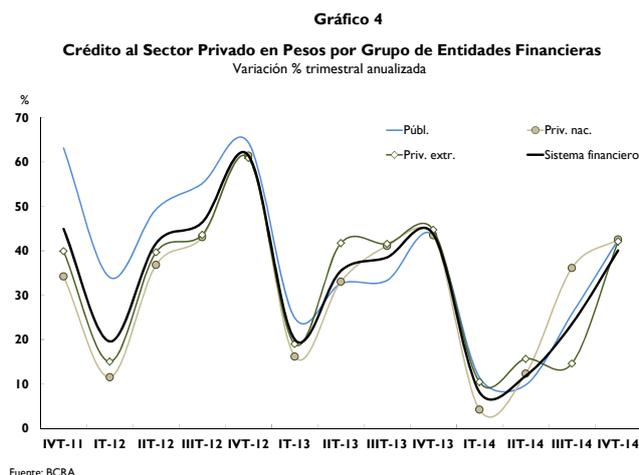
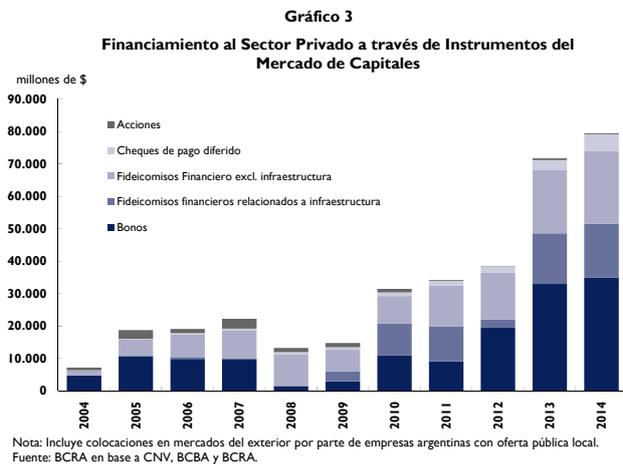
En este escenario internacional aún incierto, la actividad económica a nivel local disminuyó su tasa de expansión en términos interanuales en el segundo tramo de 2014, llevando a que el PIB se expandiera un 0,5% en el promedio de 2014 respecto del año anterior. Tanto la debilidad de la demanda externa —especialmente de Brasil— como el menor gasto interno explicaron esta evolución. La actividad industrial fue la más afectada, cuya retracción fue contrarrestada por el aumento de la producción agrícola y del sector financiero. El

resto de los sectores relacionados a la prestación de servicios continuaron creciendo, aunque desacelerándose en el margen. Estas tendencias se habrían mantenido en el comienzo de 2015.

Los distintos índices de precios locales moderaron sus tasas de incremento a lo largo de la segunda mitad de 2014 e inicios de 2015. Se destaca el menor ritmo de aumento de los valores de la canasta de consumo de las familias, tendencia favorecida tanto por los acuerdos de precios fomentados por el Gobierno, las bajas en las cotizaciones internacionales de las materias primas, la menor volatilidad cambiaria, la política monetaria y las medidas de estímulo crediticio implementadas por el BCRA destinadas a ampliar la oferta de bienes y servicios, todo en un contexto de moderación del crecimiento de la actividad económica. Cabe considerar que la menor volatilidad cambiaria se logró a partir del uso coordinado de los instrumentos de política financiera que permitió ir disipando las expectativas negativas y llegar a fin de año con un panorama financiero estabilizado. Más aún, en julio pasado el BCRA firmó con el Banco Central de la República Popular de China un nuevo acuerdo de swap de monedas locales por un monto equivalente a US\$11.000 millones de dólares y por 3 años de plazo, con el objetivo de mejorar las condiciones financieras para promover el desarrollo económico y el comercio.

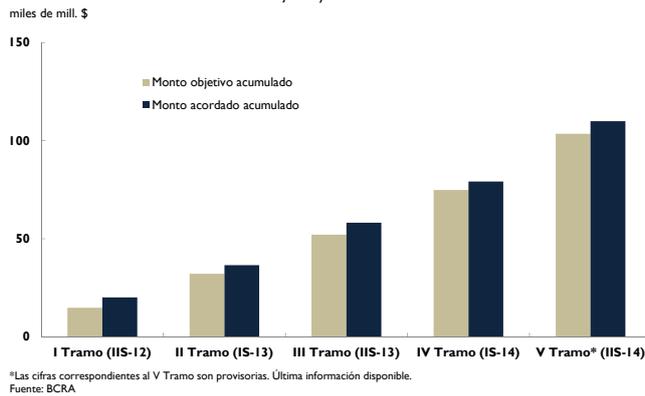
En 2014 los precios de los instrumentos financieros argentinos tuvieron un comportamiento positivo en líneas generales, a pesar del comportamiento cambiante observado a lo largo del año que recogió factores internacionales y domésticos, incluyendo por ejemplo el litigio aún vigente con los fondos butre en los tribunales de Nueva York. La evolución general favorable se mantuvo a principios de 2015. El financiamiento a través de los mercados de capitales también evidenció un incremento en 2014 (ver Apartados 2 y 3).

La actividad de intermediación del conjunto de entidades financieras que actúan en el mercado local siguió creciendo en términos nominales en los últimos meses, si bien a un ritmo más moderado en comparación con años anteriores. El crédito bancario total a empresas y familias mostró un incremento nominal de 20,2% i.a. en el cierre de 2014, impulsado mayormente por las líneas en pesos. Debe señalarse que en el cierre de 2014, en el marco del conjunto de medidas oficiales implementadas para fomentar el financiamiento en condiciones más favorables, la actividad de intermediación de los bancos fue recobrando en parte su dinamismo.



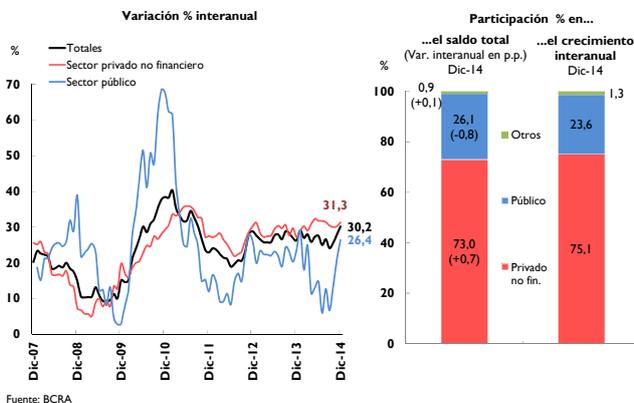
El crédito canalizado a las empresas acumuló un aumento nominal de 18,8% i.a. en 2014, mientras que el financiamiento bancario a las familias se incrementó 22,2% i.a. en igual período. En particular, en el último trimestre de 2014 los préstamos a los hogares mostraron una aceleración en su ritmo de crecimiento, producto principalmente de la implementación de diversas políticas oficiales como la regulación de las tasas de interés para los préstamos personales y prendarios para personas físicas; la implementación del Programa de Crédito Automotriz (PRO.CRE.AUTO) y del Programa AHORA 12.

Gráfico 5
Línea de Créditos para la Inversión Productiva
 Monto objetivo y acordado acumulados



El BCRA sigue promoviendo el otorgamiento de crédito bancario con fines productivos, principalmente a través de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP). Por medio de esta herramienta, desde el momento de su implementación —en el segundo semestre de 2012— hasta fines de 2014 se acordaron préstamos por un monto bruto que alcanzó más de \$110.000 millones, superando los montos objetivos fijados para las cinco primeras etapas en conjunto. Ante el buen desempeño que viene mostrando la LCIP —en términos de proveer financiamiento productivo de mediano y largo plazo, especialmente a las empresas que enfrentan mayores dificultades crediticias como las MiPyMEs—, sobre el cierre de 2014 el BCRA dispuso un nuevo tramo para el primer semestre de 2015 (ver Apartado 4). En esta nueva etapa el monto total a asignar alcanzaría unos \$37.400 millones, 34% más que el establecido para el segundo semestre de 2014. La tasa de interés de referencia se reduce a 19% (0,5 p.p. menor que la vigente en la segunda parte de 2014), siendo fija durante los primeros tres años como mínimo. A diferencia de las etapas precedentes, en este nuevo tramo se incorpora un mecanismo especial tendiente a privilegiar el financiamiento a empresas de menor tamaño relativo entre las MiPyMEs y a promover la regionalización del crédito, favoreciendo la disponibilidad de recursos financieros en regiones con menor desarrollo económico.

Gráfico 6
Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero
 Incluye depósitos en pesos y en moneda extranjera



Los depósitos totales del sector privado se incrementaron 31,3% i.a. en el cierre de 2014, superando en más de 4 p.p. a la variación nominal registrada el año anterior. De esta manera, a lo largo del año estas colocaciones continuaron siendo la fuente de recursos más relevante del conjunto de entidades financieras, representando 55,2% del fondeo total (pasivo más patrimonio neto) en diciembre de 2014, levemente por encima del valor observado un año atrás. El desempeño positivo que mostraron los depósitos del sector privado en el año fue en parte explicado por una serie de medidas impulsadas por esta Institución con el objetivo de alentar el uso de instrumentos de ahorro bancario. En espe-

cial, en octubre de 2014 el BCRA estableció un nivel mínimo para las tasas de interés de aquellos depósitos a plazo fijo de las personas físicas, en la medida que el total colocado a plazo no supere el importe de la cobertura del seguro de garantía de los depósitos, el cual se elevó de \$120.000 a \$350.000 por titular. Adicionalmente, a comienzos de 2015 se ajustó el margen máximo a ser percibido por las entidades financieras que suscriban LEBAC en dólares, buscando alentar a los bancos a captar depósitos en igual denominación.

Con el fin de impulsar el uso de medios de pago alternativos al efectivo, recientemente esta Institución amplió a \$50.000 el límite diario de transferencias electrónicas a realizarse sin costo y extendió su gratuidad a aquellas efectuadas por ventanilla (con igual monto máximo). Adicionalmente, se incluyó a las transferencias en dólares a dicho esquema de costos.

Durante el segundo semestre de 2014 y comienzos de 2015 el sistema financiero mostró una mejora en el mapa de riesgos intrínsecos a su actividad. En un marco de consolidación de los indicadores de solvencia, se observaron cambios relativamente favorables en términos de riesgo de crédito, de liquidez y de descalce de moneda extranjera. Así, a pesar del escenario de menor dinamismo de la actividad económica, la posición del sistema financiero frente al riesgo de crédito no presentó cambios de magnitud en la segunda mitad de 2014. En el período cayó ligeramente la exposición bruta del conjunto de entidades al sector privado y la irregularidad de la cartera permaneció estable en niveles bajos. Adicionalmente, los préstamos en mora en el balance agregado de los bancos siguen estando cubiertos de forma excedentaria con provisiones contables. Cabe destacar que tanto el sector empresarial como las familias mantuvieron niveles moderados de deuda con una carga financiera acotada, lo que colaboró a la baja materialización del riesgo de crédito en el año.

Analizando el riesgo de liquidez desde una perspectiva sistémica, el conjunto de entidades financieras incrementó los indicadores de cobertura a partir de las mayores tenencias de LEBAC lo largo de 2014, en un contexto en el que hubo pocos cambios en los ratios de exposición. Por un lado, a lo largo de 2014 los pasivos de corto plazo redujeron ligeramente su peso en el fondo agregado y, por otro lado, la concentración de los depósitos no se vio alterada de forma relevante. Desde enero de 2015 el BCRA introdujo entre las relaciones técnicas para los bancos de mayor tamaño, el ratio de cobertura de liquidez —*LCR Liquidity Coverage Ratio*—, dando cumplimiento a los compromisos asumidos al formar parte del G20 (ver Apartado 5). Estos bancos

Gráfico 7
Transferencias Inmediatas por Canal

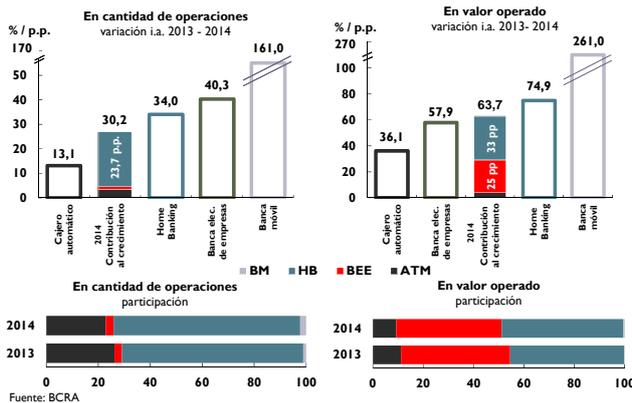
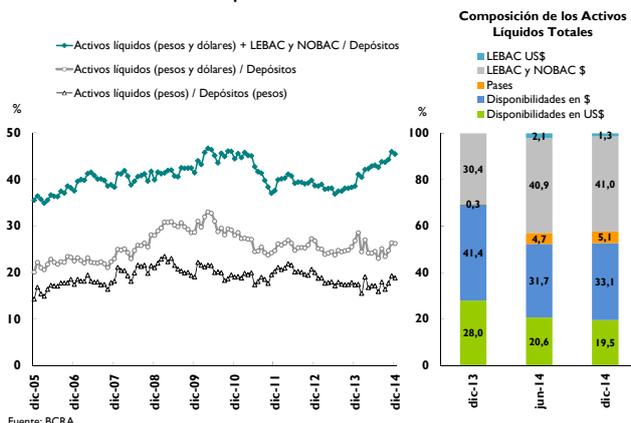
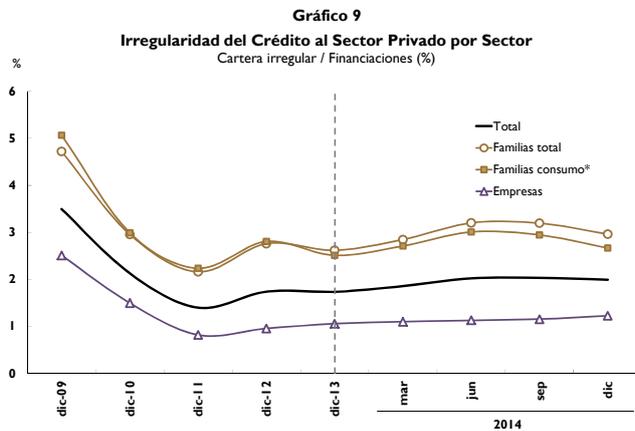


Gráfico 8
Liquidez del Sistema Financiero



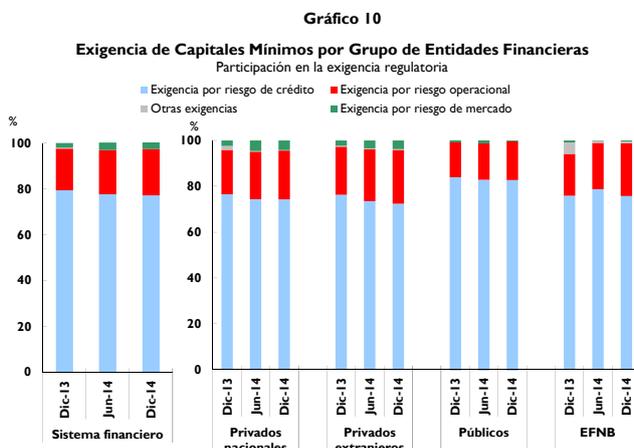


*Nota: incluye personales y tarjetas de crédito.
Fuente: BCRA

deberán contar con cierta cantidad de activos de alta calidad y libre disponibilidad para ser capaces de enfrentar *shocks* de corto plazo. A los fines de la puesta en práctica, se dispuso un esquema de cumplimiento paulatino hasta 2019.

Durante 2014 —fundamentalmente en los primeros meses del año—, el conjunto de bancos redujo de forma marcada su exposición al riesgo de moneda extranjera. Esto se produjo a partir de las medidas instrumentadas por el BCRA para atemperar el descalce de moneda de las entidades, siguiendo un enfoque de monitoreo macroprudencial. Adicionalmente, a partir de las acciones de supervisión integral llevadas a cabo en el último trimestre del año y de la mejora en el rendimiento de los plazos fijo para pequeños ahorristas, se redujo sensiblemente la volatilidad cambiaria, colaborando así para mantener un acotado riesgo de moneda para el sector.

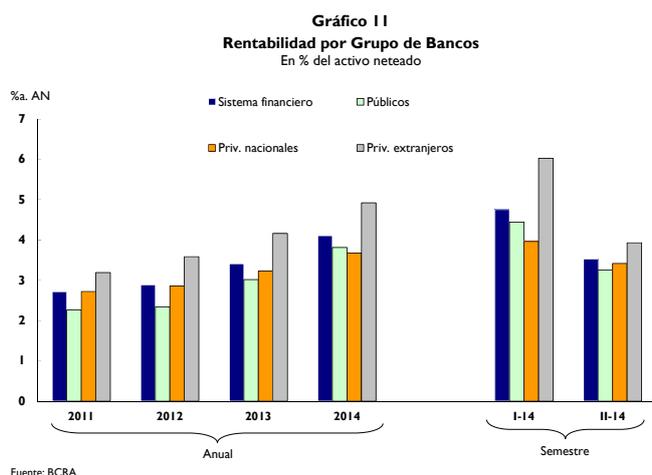
En 2014 aumentó el monto que informan las entidades financieras de los eventos de riesgo operacional. Este incremento fue explicado por las líneas de negocio asociadas a la ejecución, gestión y finalización de procesos y al fraude externo. En el año la exigencia de capital mínimo por riesgo operacional cobró mayor importancia entre los requisitos de capital. El cronograma de cumplimiento gradual que se había estipulado oportunamente para esta obligación normativa tiene plena vigencia desde marzo de 2015.



Nota: La exigencia se ajusta por franquicias y por los efectos de la Com. "A" 5396. Fuente: BCRA

El riesgo de que las fluctuaciones de mercado tengan un efecto patrimonial sobre el sistema financiero siguió ocupando un lugar de baja relevancia en el balance de riesgos del sector. La exposición a tal riesgo continuó siendo baja, con títulos públicos y LEBAC valuados con cotización que representaron sólo 6,8% del activo neto de los bancos en el cierre del año. Desde estos niveles reducidos, en 2014 aumentó la exigencia regulatoria de capital por riesgo de mercado para las entidades, fundamentalmente por el incremento del valor a riesgo de los bonos nacionales en pesos de menor plazo relativo.

Desde niveles moderados, en el segundo semestre del año pasado se incrementó la exposición al riesgo de tasa de interés que asumen los bancos. La *duration* de la cartera activa neta de los pasivos en moneda nacional del *banking book* se incrementó desde mediados de año fundamentalmente por la mayor sensibilidad de la cartera activa ante cambios en las tasas. Desde 2013 el abordaje del riesgo de tasa de interés que enfrentan las entidades pasó a conformar parte del proceso de examen del supervisor (Pilar II) a nivel local.



En el transcurso de 2014 el sistema financiero continuó presentando elevados indicadores de solvencia. El apalancamiento del sector se redujo en el año, ubicándose por debajo de los valores observados en otras economías de la región y desarrolladas. La integración de capital regulatorio se ubicó en 14,7% de los activos ponderados por riesgo totales en diciembre, por encima del nivel registrado el mismo mes del año anterior, fundamentalmente por las ganancias devengadas en el período. El conjunto de entidades financieras mostró un exceso de integración equivalente al 90% del total de la exigencia normativa —posición de capital— en el cierre de 2014.

En línea con lo dispuesto por los líderes del G20 y con los compromisos asumidos en el seno del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), en 2014 se continuó impulsando a nivel local un rediseño de la normativa bancaria buscando fortalecer al sistema financiero. Con una perspectiva macroprudencial se estableció una exigencia de capital adicional para un conjunto de bancos considerados de importancia sistémica a nivel local (D-SIBs), definidos según un criterio que incluye factores propuestos por el BCBS, así como factores de nuestra economía (Ver Apartado 5).

En 2014 el BCRA avanzó en el diseño de un nuevo requerimiento de solvencia para las entidades: el “Coeficiente de Apalancamiento” estándar establecido por el BCBS y cuyo cumplimiento está previsto para enero de 2018. Se determinó que los bancos deben proveer a esta Institución información sobre su capital y exposiciones —existentes tanto en el balance como fuera del mismo— de forma trimestral desde septiembre de 2014 en adelante, con el fin de calcular su nivel de apalancamiento. Por otro lado, se determinaron requerimientos de publicación de esta información sobre apalancamiento desde el primer trimestre de 2015.

De cara al cierre de la primera parte del año y principios del segundo semestre, se espera que el sistema financiero sostenga, en términos generales, el balance positivo entre el conjunto de exposiciones a riesgos intrínsecos y los márgenes de cobertura de liquidez y de solvencia, mientras recupera paulatinamente sus niveles de actividad de intermediación. En particular, el desempeño del crédito a las empresas y a las familias mejoraría gradualmente en un contexto de menor volatilidad financiera y recuperación de la actividad económica, recogiendo el efecto de las políticas activas oficiales, entre las que se encuentran aquellas instrumentadas por el BCRA como la Línea de Crédito para la Inversión Productiva, los límites de tasas de interés activas para los créditos a los hogares y los incentivos al ahorro en el sistema financiero (tasas de interés mínimas para los depó-

sitos a plazo fijo en pesos de las personas físicas y relanzamiento de las LEBAC en dólares que pueden suscribir las entidades en la medida que reciban depósitos a plazo en igual denominación). Este escenario será fortalecido por las distintas iniciativas impulsadas por el BCRA destinadas a la protección de los usuarios de servicios financieros, entre las que se encuentra la metodología recientemente aprobada que define criterios técnicos y económicos para resolver las solicitudes de aumentos de comisiones de servicios y productos financieros.

I. Contexto Internacional

Síntesis

Durante el segundo semestre de 2014 la actividad económica global y las transacciones comerciales internacionales crecieron, aunque continuaron mostrando tasas de expansión inferiores a las previas a la profundización de la crisis financiera internacional de 2008. Estos desempeños sugieren que la economía global enfrenta debilidades estructurales que limitan la reactivación de la demanda agregada.

Se mantuvo la divergencia de comportamientos entre los países avanzados y los emergentes. Mientras que el agrupado de las principales economías desarrolladas recuperó algo de impulso —aunque con una marcada heterogeneidad dentro del grupo—, el conjunto de las economías en desarrollo desaceleró su ritmo de expansión. Las trayectorias económicas menos dinámicas de los principales países emergentes volvieron a reflejar una amplia diversidad en términos de políticas monetarias, cambiarias, financieras y fiscales. Se registraron importantes depreciaciones en las monedas de los países en desarrollo —frecuentemente asociadas con mayores presiones inflacionarias—. A este complejo escenario se sumaron tensiones en países específicos, como en Grecia, Rusia, Ucrania y Turquía.

Estos desarrollos se sostuvieron a inicios de 2015, en un contexto de mayor volatilidad financiera por el impacto de la caída registrada en los precios internacionales de las materias primas (especialmente del petróleo) y las expectativas de mayores tasas reales de interés en los Estados Unidos, fenómenos que tienen como contracara a la apreciación generalizada del dólar.

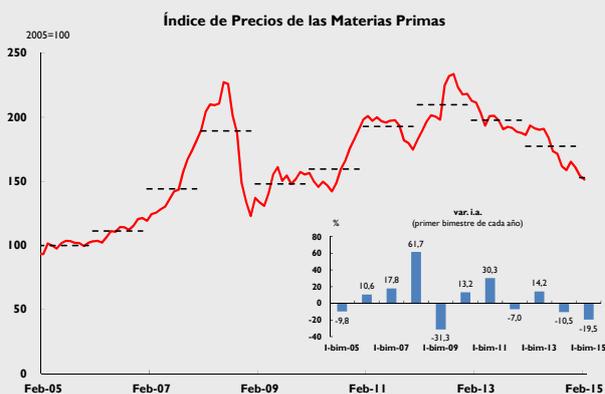
De esta forma, el contexto internacional actual, caracterizado por perspectivas de políticas monetarias menos expansivas en los Estados Unidos y condiciones extra-

ordinariamente laxas en la zona del euro y en Japón, plantea un escenario de incertidumbre. Los pronósticos de crecimiento para 2015 se corrigieron a la baja, tanto para las principales economías avanzadas como emergentes. De todas formas, la economía mundial se expandiría 3,1% este año, ligeramente por encima del ritmo exhibido en 2014.

Los mercados financieros cerraron 2014 con resultados mixtos (más favorables entre las economías desarrolladas y con sesgo más negativo entre los emergentes), al tiempo que la volatilidad esperada tendió a subir en los últimos meses. Este entorno volátil se extendió a principios de 2015, pero a partir de febrero se observó una mejora. Así, en el primer trimestre el saldo fue más bien favorable, aunque con excepciones. Se destaca que las monedas de emergentes continuaron depreciándose contra el dólar.

Hacia delante, el foco de atención continuará centrándose en la oportunidad y dimensión del sesgo contractivo que adopte la política monetaria estadounidense en contraste con otras economías avanzadas, debido a sus implicancias sobre la volatilidad en los mercados financieros, así como sobre el dinamismo de la actividad económica global. En tanto, se mantendrá el monitoreo de la evolución del endeudamiento público y privado—especialmente de las obligaciones externas de empresas privadas de países emergentes— y de los precios de los activos. Finalmente, la moderación del ritmo de actividad de ciertas economías de gran porte, la mayor volatilidad de los precios de los commodities y los focos de tensión política en diversos países se constituyen como potenciales factores de incertidumbre a nivel global.

Gráfico 1.1



Fuente: BCRA

Gráfico 1.2



Fuente: Bloomberg

Coyuntura Internacional

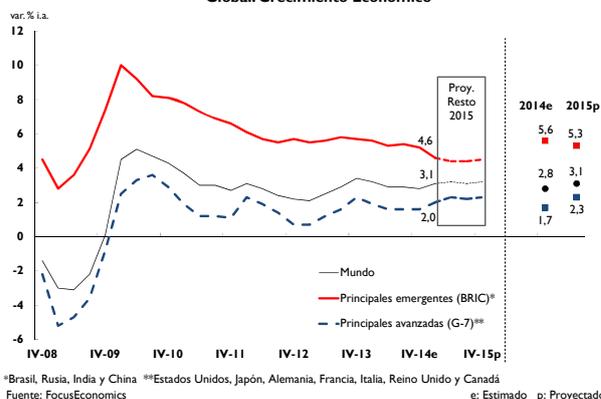
La actividad mundial continuó registrando un ritmo de crecimiento reducido. Adicionalmente, desde mediados del año pasado se fue verificando un mayor contraste entre la trayectoria de las economías avanzadas y las emergentes. El agrupado de las principales regiones desarrolladas recuperó algo de impulso, aunque con una marcada heterogeneidad dentro del grupo (destacándose las diferencias entre los Estados Unidos, por un lado, y Europa y Japón, por el otro). A su vez, las naciones en desarrollo mostraron una significativa desaceleración en su ritmo de expansión, en parte influidas por la debilidad de la demanda externa (ver Gráfico I.3).

Los volúmenes del comercio mundial evolucionaron conforme al comportamiento de la actividad económica global (ver Gráfico I.4), con un desempeño históricamente acotado aunque estable, que también refleja una mayor actividad comercial por parte de los países avanzados y un deterioro en el caso de los países en desarrollo.

El conjunto de las naciones desarrolladas habría registrado una suba de la actividad económica de 2,0% en el primer trimestre del año, reflejando cierta mejora. Teniendo en cuenta las previsiones para el resto del año, el crecimiento previsto de este conjunto de naciones para 2015 sería de 2,3%, 0,6 puntos porcentuales (p.p.) por encima del aumento de 2014.

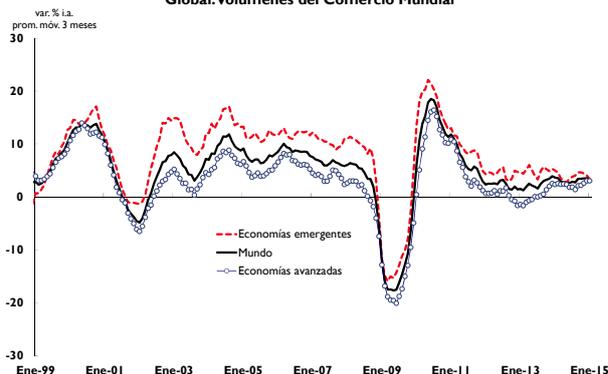
En los Estados Unidos, se continuó consolidando el crecimiento de la actividad económica, a la vez que se registraron significativos avances en la normalización del mercado de trabajo (ver Gráfico I.5). La demanda agregada siguió evidenciando un amplio sustento en el dinamismo del consumo (en un marco de importantes mejoras patrimoniales de los hogares, mayor crédito bancario y fuerte creación de empleo) y en la inversión. En este contexto, en el que además la inflación se mantiene acotada, la Fed finalizó en octubre su programa de compras de activos financieros y comenzó a dar señales respecto a su voluntad de comenzar un ciclo de suba de tasas de corto plazo en 2015, ciclo que condicionaría en forma unilateral la evolución de las economías emergentes. Si bien los pronósticos de los mismos miembros del FOMC de la Reserva Federal para los niveles de tasas de interés a fines de 2015 y los años siguientes venían siendo incrementados gradualmente, en la última reunión (marzo del corriente año) se dio una significativa revisión a la baja (ver Gráfico I.6). Asimismo, en los mercados financieros las expectativas

Gráfico I.3
Global. Crecimiento Económico



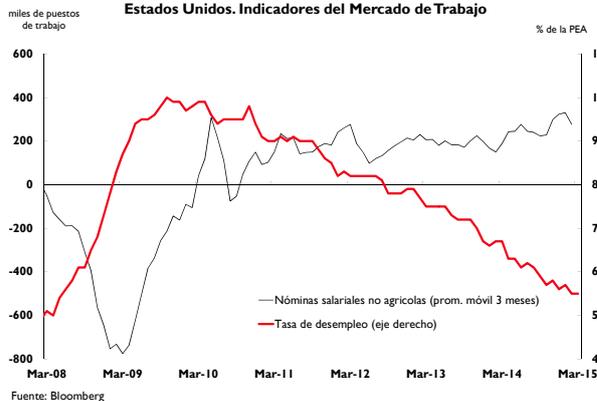
*Brasil, Rusia, India y China **Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Canadá
Fuente: FocusEconomics e: Estimado p: Proyectado

Gráfico I.4
Global. Volúmenes del Comercio Mundial



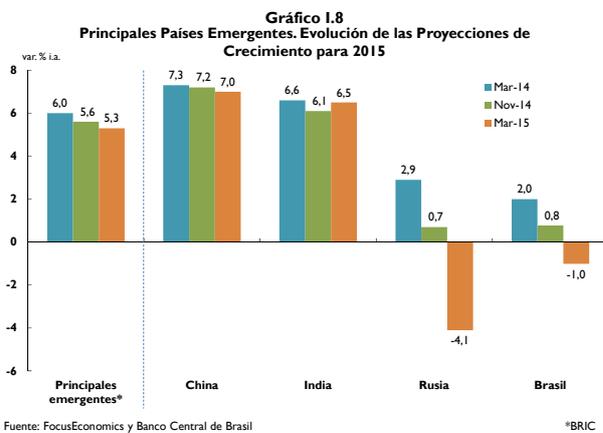
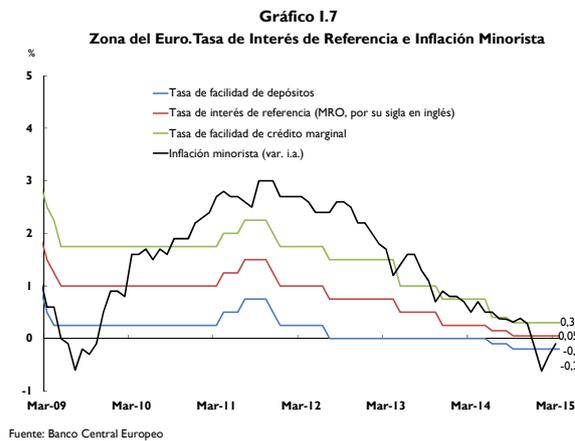
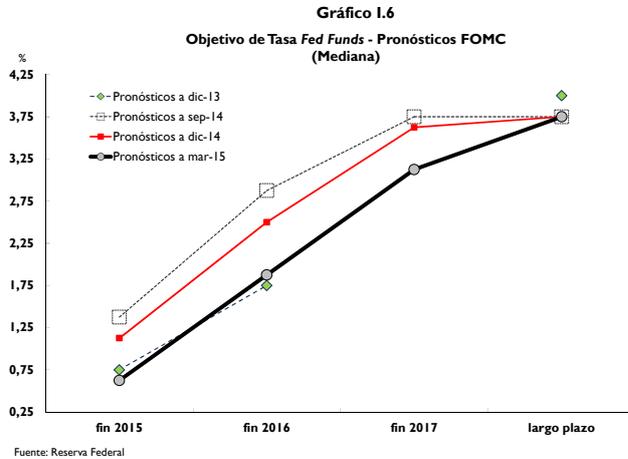
Fuente: Oficina de Análisis de Política Económica de Holanda

Gráfico I.5
Estados Unidos. Indicadores del Mercado de Trabajo



Fuente: Bloomberg

respecto al proceso de suba de tasas de *fed funds* evidenciaron un comportamiento cambiante durante el año pasado y en lo que va de 2015.



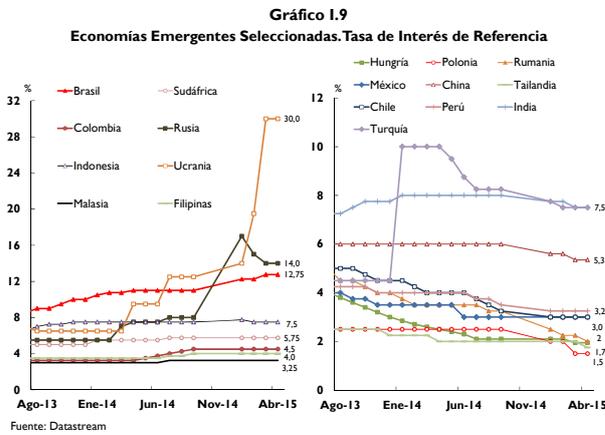
En la zona del euro el débil desempeño económico impidió una mejora significativa del aún muy deteriorado mercado laboral, al tiempo que las presiones deflacionarias cobraron fuerza —influidas también por la abrupta merma en el precio internacional del petróleo— y a pesar del debilitamiento de la moneda (ver Gráfico 1.7). En este marco, las autoridades del Banco Central Europeo (BCE), luego de llevar la tasa de interés de referencia para la política monetaria a un nivel mínimo histórico, continuaron adoptando medidas extraordinarias de estímulo monetario y financiero. En junio la entidad anunció acciones focalizadas para ampliar la liquidez en el sistema financiero (programas de compras de activos privados) y otras principalmente enfocadas a dinamizar directamente el crédito bancario (la implementación de líneas especiales de liquidez de largo plazo vinculadas a la expansión del financiamiento neto al sector privado). En los últimos meses de 2014 fueron incrementándose las expectativas vinculadas a una profundización de la política acomodaticia del BCE mediante un programa expandido de compras de activos, con adquisición de títulos soberanos. Finalmente, esta decisión fue anunciada en enero, para comenzar a efectivizarse a partir de las primeras semanas de marzo. Esto llevó a que se dieran respuestas de política en otras economías de la región¹.

En Japón, el estancamiento de la actividad económica —influido por la suba de impuestos sobre el consumo— y las presiones deflacionarias condujeron a que el Banco Central profundizara una vez más sus medidas de expansión monetaria no convencional (en línea con el sendero pautado de aumento de la base monetaria), al tiempo que se postergó el segundo tramo de la suba de impuestos sobre el consumo con el fin de evitar un efecto adverso sobre el crecimiento económico.

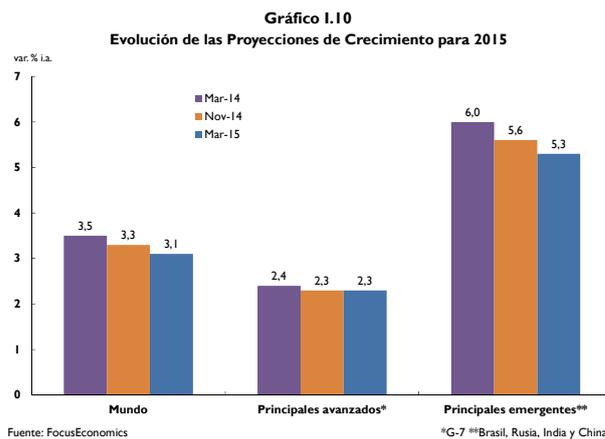
El conjunto de las principales economías emergentes habría crecido en torno a 4,6% en el primer trimestre del año, previéndose —luego de sucesivas correcciones a la baja en las estimaciones— una expansión de 5,3% para 2015, 0,3 p.p. por debajo de la variación del año previo (ver Gráfico 1.8). Si bien la moderación fue bastante generalizada —con la notable expansión de India—, se mantuvo la heterogeneidad de desempeños y de respuestas de política económica entre los países en desarrollo.

¹ Por ejemplo, Suiza abandonó el límite inferior con el que venía operando el franco suizo en relación con el euro y redujo sus tasas de interés de política monetaria a un rango entre -1,25% y 0,25%. Otro ejemplo es el de Suecia, que también fijó tasas de interés de referencia en terreno negativo y lanzó un programa de compras de títulos públicos. Ver apartado “Fases recientes de la política monetaria global” en el Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de febrero de 2015.

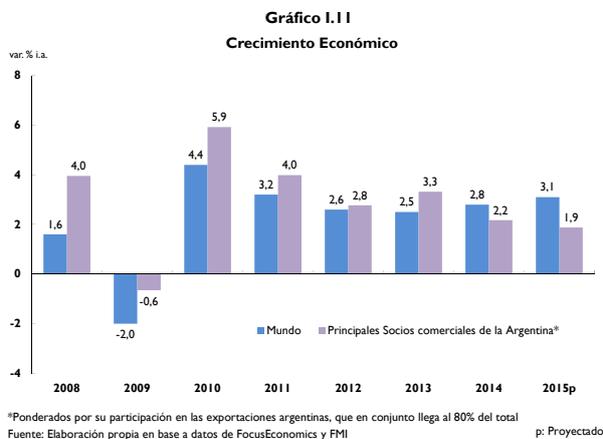
A este complejo escenario se sumaron en algunos casos ciertos eventos de crisis o tensión política, como los observados en Grecia, Rusia, Ucrania y Turquía.



En un marco de apreciación generalizada del dólar, aquellas economías emergentes más dependientes de los flujos de capitales externos mantuvieron sus tasas de interés de referencia de política monetaria por encima de los niveles de un año atrás. Con este tipo de medidas, procuraron reducir las presiones sobre el valor de sus monedas² y/o sobre los precios internos. Rusia fue una excepción, al reducir levemente sus tasas de interés de referencia, tras una fuerte suba. En el otro extremo, otros países en desarrollo implementaron nuevos recortes en sus tasas de interés de política monetaria —aprovechando el mayor espacio generado por las menores presiones inflacionarias derivadas de la caída del precio del petróleo— para estimular la actividad económica en sus países (ver Gráfico I.9).



Durante el segundo semestre de 2014 se registró una mayor volatilidad financiera asociada a los menores precios de los commodities (particularmente del petróleo³) y a las perspectivas de mayores tasas reales de interés en los Estados Unidos, fenómenos que tienen como contracara a la apreciación generalizada del dólar. La elevada incertidumbre se mantuvo a inicios de 2015. En este contexto, los pronósticos de crecimiento mundial volvieron a reducirse recientemente, principalmente para los principales países emergentes —en línea con lo que venía sucediendo—. La tasa de expansión de la economía global sería de 3,1% durante este año, ligeramente por encima de la variación de 2,8% de 2014 (ver Gráfico I.10).



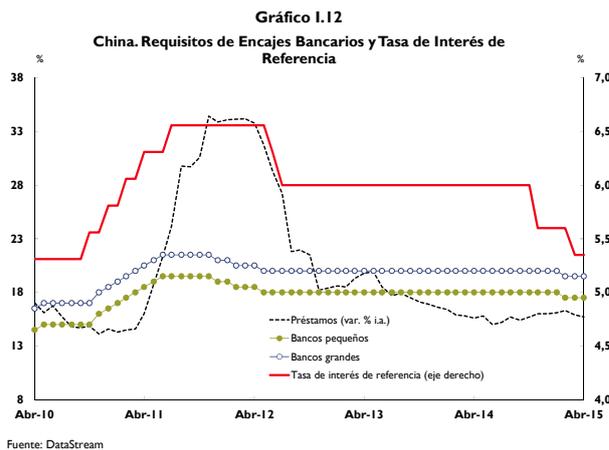
El contexto internacional actual, caracterizado por perspectivas de políticas monetarias con senderos temporalmente divergentes entre las principales economías desarrolladas, plantea un escenario de incertidumbre para la economía global. Así, los flujos de capitales de corto plazo continuaron direccionándose básicamente hacia los países avanzados y en especial hacia los Estados Unidos, contribuyendo a una significativa apreciación relativa del dólar, tendencia que seguiría profundizándose al menos durante el resto de 2015.

Los principales socios comerciales de Argentina siguieron presentando un crecimiento inferior al promedio global, destacándose la moderación del ritmo de expansión de este conjunto de países (ver Gráfico I.11).

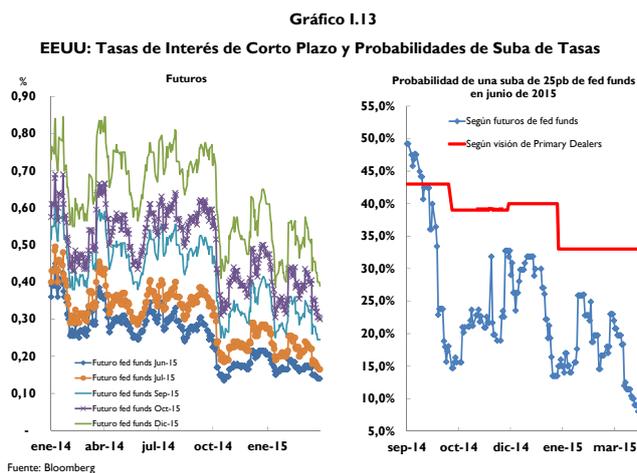
² México incrementó recientemente su intervención en el mercado cambiario al aumentar sus licitaciones de divisas.

³ Para mayor detalle, ver Apartado 1 del Informe Macroeconómico de Política Monetaria (IMPM) de febrero de 2015.

En Brasil, en un contexto de estancamiento de la economía y de deterioro de sus términos de intercambio, se verificó —al igual que en la mayoría de los principales países emergentes— una abrupta depreciación de la moneda, que condujo a su vez a una inflación superior al límite máximo de la banda objetivo del Banco Central. Como consecuencia, la autoridad monetaria siguió incrementando la tasa de interés de referencia. Asimismo, el gobierno anunció diversas medidas de ajuste de las finanzas públicas. Al escenario más adverso de financiamiento externo, se sumaron los riesgos internos vinculados a la incertidumbre sobre los suministros de agua y energía eléctrica.



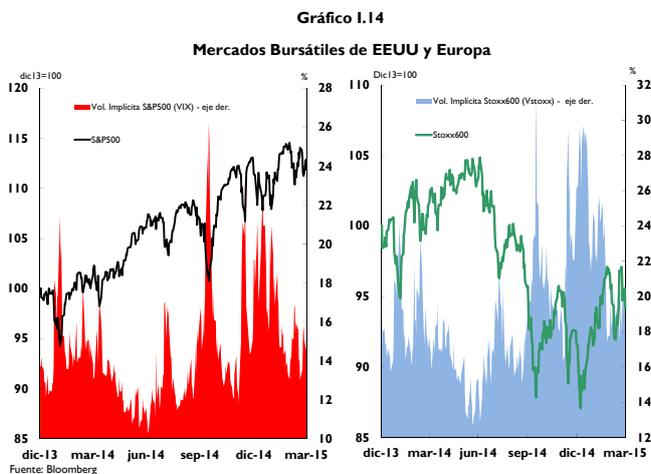
La economía china continuó creciendo a tasas inferiores a las previstas, de modo que 2014 cerró con una suba del PIB de 7,4%, tras la expansión de 7,7% registrada en 2013. Esta trayectoria habría continuado durante los primeros meses de 2015, influida entre otros factores por las medidas adoptadas por el gobierno —que se planteó una meta de expansión económica de 7% para 2015— para contener la vulnerabilidad del sistema financiero y promover un uso más eficiente de los recursos. También influyó el contexto de mayor orientación de la política económica hacia el estímulo de la demanda interna. Los esfuerzos para contener el crédito contribuyeron a eliminar presiones sobre el mercado inmobiliario —lo que a su vez impactó negativamente sobre las finanzas públicas subnacionales por su elevada dependencia de los ingresos por ventas de tierras—, acotando las perspectivas de expansión de la inversión. Cabe señalar que, desde una perspectiva internacional, el aún rápido crecimiento económico respondió en parte a las medidas de impulso a la actividad económica adoptadas por el gobierno, destacándose también las reducciones de la tasa de interés de referencia para la política monetaria y de los encajes bancarios⁴ implementadas en los últimos meses (ver Gráfico I.12).



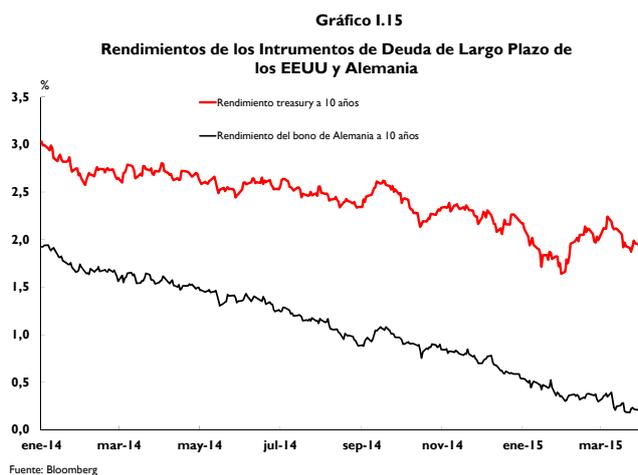
La abundante oferta global agrícola, energética y minera, el frágil desempeño de la actividad económica a nivel mundial, y particularmente el menor crecimiento de China respecto de lo previsto a inicios de 2014, en combinación con perspectivas de una política monetaria más restrictiva de la Reserva Federal de los Estados Unidos, entre otros factores, condujo a una reducción del precio de las materias primas. Estas presiones bajistas se vieron intensificadas por los movimientos de los agentes especulativos en los mercados financieros⁵. En este escenario, el Índice de Precios de Materias Primas (IPMP) con-

⁴ Las autoridades chinas implementaron una serie de estímulos fiscales y crediticios focalizados que incluyeron el apoyo a la construcción de infraestructura pública y proyectos de viviendas, exoneraciones impositivas para las pequeñas y medianas empresas, la dinamización de obras de infraestructura, y la modificación de encajes bancarios para orientar mayores créditos hacia las economías regionales y al sector rural.

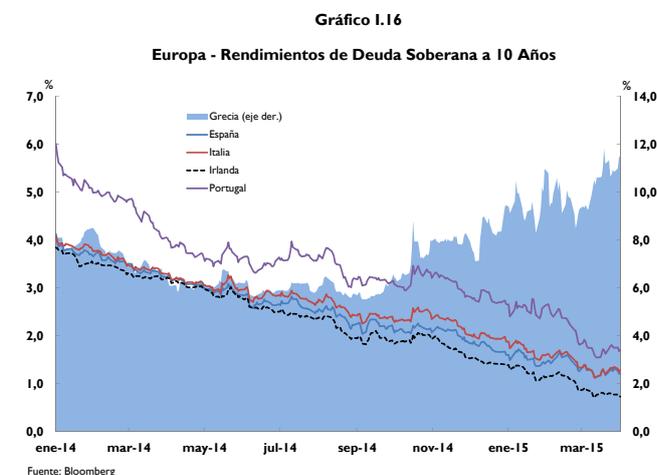
⁵ Para mayor detalle, ver Informe Macroeconómico de Política Monetaria (IMPM) de febrero de 2015.



feccionado por el BCRA —que refleja la evolución de los precios internacionales de los productos primarios más relevantes para las exportaciones argentinas— continuó mostrando mermas interanuales (-19,5% i.a. en el primer bimestre de 2015), permaneciendo de todas formas en niveles elevados en términos históricos (ver Gráfico I.1). Hacia delante, las cotizaciones de los principales granos se mantendrían en niveles similares o ligeramente superiores a los mínimos alcanzados recientemente, dependiendo a su vez de la evolución de los cultivos en las principales regiones productoras a nivel global. Por su parte, sobre las materias primas industriales influiría la evolución de la actividad económica de las principales economías consumidoras (en particular de China). Por último, para los precios de los commodities energéticos, podrían resultar relevantes las tensiones geopolíticas en diversos países (Rusia, Ucrania, Siria, Palestina y Libia).



Los mercados financieros internacionales cerraron 2014 con resultados mixtos y volatilidad esperada creciente (ver Gráfico I.2). Este comportamiento estuvo influenciado por factores ya mencionados, entre los que se destacan la evolución de las expectativas con respecto al accionar de la Reserva Federal (con énfasis en las tasas de interés de corto plazo, ver Gráfico I.13) y el sesgo con respecto a las políticas monetarias de otras economías desarrolladas. Otro factor de relevancia fue la fuerte caída en el precio del petróleo (y otras materias primas) a partir del segundo semestre. A esto se le sumó la mencionada preocupación por diferentes focos de tensión entre los emergentes y las dudas sobre el crecimiento en economías de gran porte (como la de China). Por su parte, en los últimos meses de 2014 y principios de 2015, el foco pasó a estar puesto en la situación en países como Grecia (que solicitó a las autoridades europeas y al FMI extender el paquete de asistencia financiera) y, en el caso de América latina, Brasil.



En este marco, los índices bursátiles de los principales países desarrollados cerraron 2014 con resultados positivos medidos en moneda local. El índice S&P500 de los EEUU finalizó con un avance anual de más de 11%, aunque a lo largo del año atravesó períodos de volatilidad esperada en alza y fuertes mermas en los precios, destacándose los que se dieron entre septiembre-octubre y a partir de diciembre (ver Gráfico I.14). En el caso europeo, el EuroStoxx600 subió más de 4% medido en euros en 2014, aunque en dólares cayó 8%. En el primer trimestre de 2015 el S&P500 acumuló una ligera ganancia (0,4%), mientras que —en un contexto marcado por las compras de bonos del BCE y a pesar de la incertidumbre con respecto a la situación en Grecia— el EuroStoxx600 registraba una tendencia positiva más mar-

Gráfico I.17

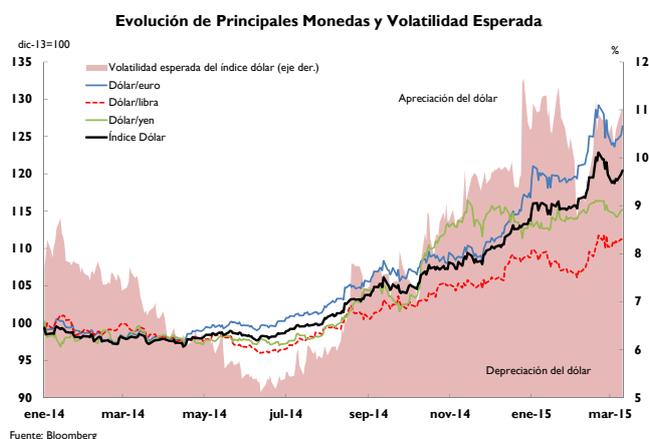


Gráfico I.18

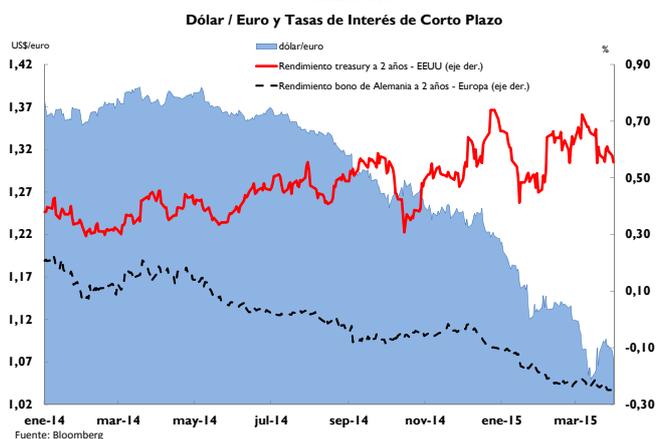
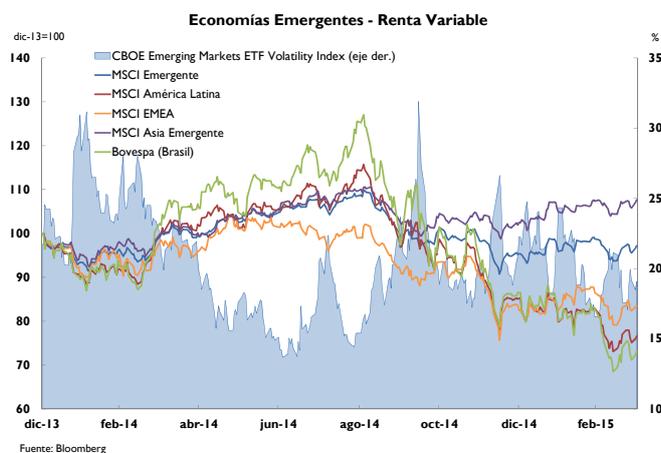


Gráfico I.19



cada, con avance de 16% en euros (2,8% en dólares). La volatilidad esperada, tanto en los EEUU y Europa, se mantuvo en niveles relativamente altos a comienzos de 2015, pero pasó a moderarse a partir de febrero.

Los rendimientos de la deuda soberana de largo plazo de los principales países desarrollados operaron con fuertes bajas a lo largo de 2014. En el caso de los instrumentos a 10 años, los retornos para la deuda de los EEUU y Alemania cayeron 90 p.b. y 140 p.b., respectivamente, en el año (ver Gráfico I.15). En Europa, esta tendencia fue acompañada por los rendimientos de la deuda de la mayor parte de otras economías de la región en situación más vulnerable (ver Gráfico I.16), en función de las expectativas con respecto a la posibilidad del anuncio de un programa de expansión cuantitativa del BCE (anunciado en enero de 2015)⁶. En el primer trimestre de 2015, los retornos de los *treasuries* a largo plazo se movieron sin tendencia definida, acumulando un recorte de 25 p.b.. Por su parte, los rendimientos de la deuda de largo plazo alemana mantuvieron una clara tendencia a la baja, con recorte de más de 35 p.b. en el trimestre.

El dólar se apreció con fuerza en 2014, principalmente en la segunda mitad del año, de cara a las expectativas divergentes con respecto a los sesgos de política monetaria en las diferentes economías (ver Gráfico I.17). Así, según el índice dólar, contra el resto de las principales monedas la divisa norteamericana se revalorizó 13% en el año⁷. Con respecto a monedas específicas, contra el euro el dólar se apreció 12% en 2014 (ver Gráfico I.18). En tanto, el dólar se apreció 14% y 6% contra el yen y la libra en 2014, respectivamente. En lo que va de 2015, el dólar se apreció más de 11% adicional contra el euro y alcanzó así a operar en US\$/€1,05, niveles que no se observaban desde fines de 2003. Por otra parte, en el primer trimestre del año la divisa norteamericana se apreció 5% contra la libra y menos de 0,5% contra el yen.

En referencia a los activos de economías emergentes, los precios de las acciones, según el índice MSCI EM, finalizaron en 2014 con un saldo negativo de más de 4% en términos agregados y medido en dólares. Este resultado, en buena parte explicado por la depreciación de las monedas emergentes, estuvo particularmente asociado a un desempeño desfavorable durante el último cuatrimestre, en un entorno de suba de la volatilidad esperada y caída de los precios de las materias primas. En términos regionales, en 2014 se registró una evolución heterogénea, con un retroceso de más 17% para EMEA⁸ (región afectada).

⁶ La excepción estuvo dada por la deuda de Grecia, cuyos rendimientos se ampliaron en 2014, tendencia que se acentuaba a principios de 2015.

⁷ Índice que promedia la paridad cambiaria de la moneda norteamericana contra una canasta de divisas con la cual la economía estadounidense sostiene un fluido intercambio (euro, la libra, el yen, el franco suizo, el dólar canadiense y la corona sueca).

⁸ Europa emergente, Oriente Medio y África.

Gráfico I.20

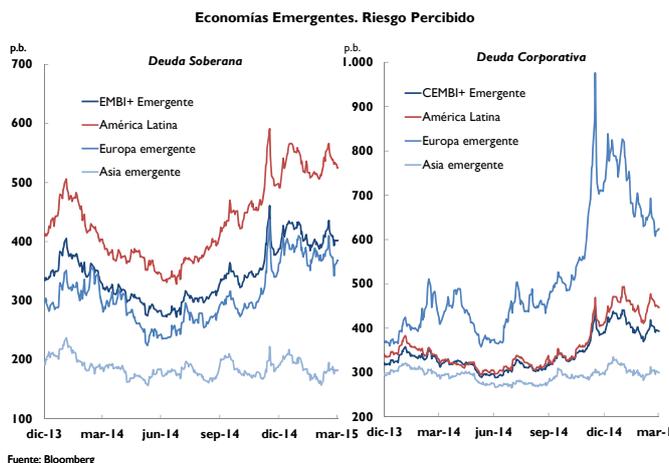


Gráfico I.21

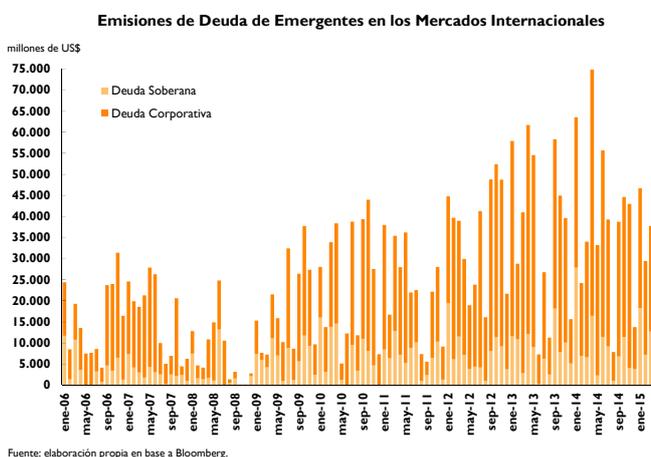
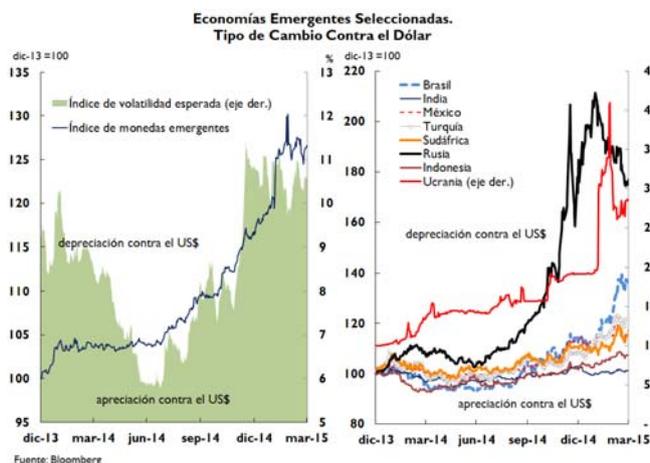


Gráfico I.22



tada por el conflicto entre Rusia y Ucrania), seguida por América Latina (con una caída de casi 15%), mientras que las acciones de firmas de Asia emergente lograron finalizar con una ganancia de 2,5%.

El comportamiento negativo del agregado del MSCI EM se revirtió en el primer trimestre de 2015, acumulando una mejora de casi 2%, al tiempo que la volatilidad esperada para los principales componentes del índice tendió a contraerse (ver Gráfico I.19). En lo que va de 2015, el subíndice para Asia emergente acumula una suba superior al 5%, secundado por EMEA (1,3%). Por el contrario, el subíndice para América Latina computa una merma de 10% en dólares, en un contexto en el que el Bovespa retrocedió más de 15% en dólares⁹.

En los mercados de bonos, en 2014 se verificó una ampliación de más de 50 p.b. de los diferenciales entre los retornos de la deuda soberana emergente y los de los instrumentos del Tesoro de los Estados Unidos (medidos por el EMBI+), aunque se mantienen en niveles históricamente bajos. A nivel regional, los spreads de la deuda de América Latina fueron los que más se ampliaron, alrededor de 80pb. En relación a los diferenciales de la deuda corporativa de emergentes, se observó un deterioro de más de 70 p.b. para el agregado en 2014. Sobresalió la ampliación de más de 360 p.b. de la deuda corporativa de Europa emergente, afectada por las tensiones entre Rusia y Ucrania. En el primer trimestre de 2015 los spreads soberanos mostraron un comportamiento cambiante, acumulando en el caso del EMBI+ una ampliación adicional de 15 p.b. hasta un nivel de más de 400 p.b. (ver Gráfico I.20). En el caso de la deuda corporativa de emergentes la suba de spreads en 2015 fue marginal.

En este contexto, los agentes de economías emergentes obtuvieron en 2014 financiamiento bruto a través de instrumentos de deuda en los mercados internacionales por un monto récord, por tercer año consecutivo (ver Gráfico I.21). Esto se dio en función de incrementos en las colocaciones tanto para deuda soberana como para deuda corporativa (ver Apartado 1). En el caso de las operaciones de deuda soberana, la región de EMEA continuó evidenciando la mayor participación sobre el flujo de deuda anual, seguida por los gobiernos de América Latina y, en menor medida, Asia emergente. Ya en 2015, las colocaciones de deuda tanto soberanas como corporativas evidenciaban mermas interanuales en

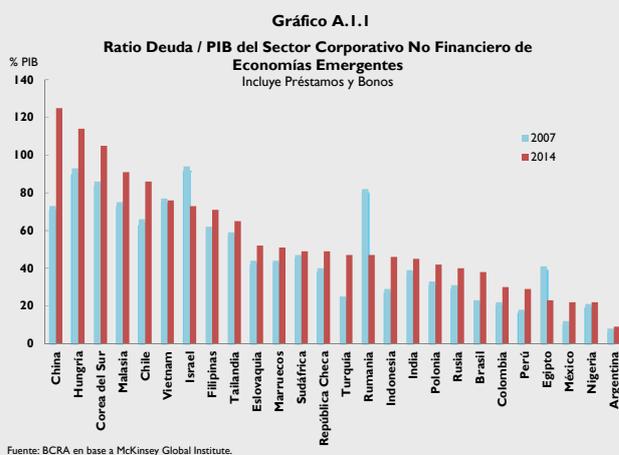
⁹ Las acciones de Petrobras perdieron en lo que va de 2015 cerca de 20% en dólares (después de retroceder más de 45% en 2014).

Apartado 1 / Colocaciones de Deuda Corporativa de Emergentes en los Mercados de Capitales y Apalancamiento

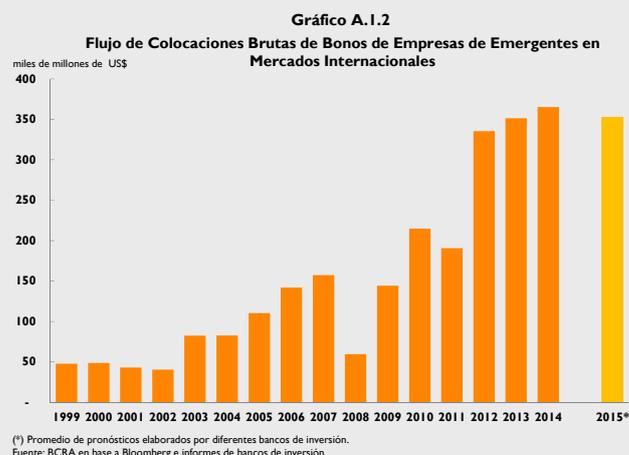
En los últimos años se observa, en general, un mayor apalancamiento entre las empresas de economías emergentes. Parte de este fenómeno está explicado por un *boom* de colocaciones de deuda en los mercados internacionales, aprovechando el contexto favorable que se verificó, principalmente, en función de las medidas de política monetaria no convencionales implementadas por bancos centrales de países desarrollados. Si bien, en perspectiva la sustentabilidad de la deuda de emergentes mejoró sustancialmente en las últimas décadas, el más reciente incremento del financiamiento de empresas en moneda extranjera, mayormente en dólares, genera cautela por los riesgos implicados en materia de estabilidad financiera, en función de factores como la apreciación de la moneda norteamericana, el efecto de la merma de los precios de las materias primas sobre empresas exportadoras y el futuro impacto de la normalización de políticas monetarias en economías desarrolladas

todavía son relativamente bajos con respecto a los registrados en las economías desarrolladas.

El mayor apalancamiento observado en los últimos años se explica en parte por el dinamismo observado en las colocaciones de deuda en el formato de bonos en los mercados internacionales, aprovechando las condiciones favorables verificadas tras el pico de la última crisis financiera internacional (2008-2009). Esto resulta consistente con un contexto marcado por la implementación de diversos programas de expansión cuantitativa por parte de los bancos centrales de varias economías desarrolladas, que propició un escenario de amplia liquidez en términos globales y rendimientos históricamente bajos para los instrumentos de deuda de largo plazo de economías desarrolladas. Por su parte, con inversores buscando mayores retornos, los *spreads* de la deuda de empresas de economías emergentes se mantuvieron en niveles acotados en los mercados secundarios.



En el marco de un crecimiento económico aun relativamente alto entre los emergentes, en los últimos años el sector corporativo en términos agregados de estos países ha evidenciado una tendencia hacia un mayor apalancamiento. El incremento en el ratio deuda total (incluyendo bonos y préstamos) sobre PIB para las empresas fue generalizado (ver Gráfico A.1.1), aunque existen excepciones, al tiempo que se registran diferencias considerables en los ratios de los sectores corporativos de los diferentes regiones. Por otra parte, debe tenerse en cuenta que, en perspectiva, la situación en materia de sustentabilidad de la deuda para el conjunto de los emergentes mejoró en forma marcada hasta la crisis financiera de 2008-2009, al tiempo que los niveles de endeudamiento



Así, a partir de 2010 comenzaron a marcarse récords históricos en los montos de colocaciones brutas de bonos de empresas de economías emergentes en los mercados internacionales. En base a datos de Bloomberg¹⁰ (e incluyendo tanto a empresas del sector financiero como no financieras), se destaca que en los últimos tres años (2012-2014) en promedio se colocó un monto anual de US\$350.000 millones en estos mercados (ver Gráfico A.1.2), muy por encima del promedio de los tres años previos (por debajo de los US\$200.000 millones) y de lo observado los tres últimos años antes de la crisis internacional (por debajo de los US\$150.000 millones en promedio por año). Por su parte, diferentes bancos de inver-

¹⁰ Los datos extraídos de Bloomberg incluyen colocaciones tanto de empresas de emergentes en los mercados internacionales como operaciones realizadas por sus filiales en el exterior.

sión esperan que en 2015 este dinamismo persista, pronosticando para este año un monto de colocaciones ligeramente por debajo del computado en 2014¹¹.

Con respecto a la caracterización de estas colocaciones de deuda (ver Tabla A.1.1), en 2014 más de la mitad del flujo anual correspondió a empresas de Asia Emergente (que han venido incrementando su ponderación sobre el total, en detrimento de la participación de los países de EMEA¹² y América latina). En materia de sectores, en 2014 las operaciones estuvieron lideradas por el financiero (con casi 40% del monto total, ponderación que ha ido decreciendo en los últimos años), seguidas por las de petróleo y gas (que explicaron 16%) y, con menor peso, sectores como el de comunicaciones y el inmobiliario. Se destaca que más del 80% de los montos anuales de deuda corporativa de emergentes colocados en los mercados internacionales fue, en los últimos 5 años, en dólares, mientras que la deuda en euros evidenció una ponderación en torno cercana a 10%. Para las operaciones en dólares el plazo promedio del nuevo financiamiento se ha mantenido en un rango de 9-10 años. Por último, en términos del tipo de cupón pactado, en 2010-2014 la ponderación anual de las operaciones a tasa fija estuvo en un rango de 85-95% de los montos colocados (85% en 2014).

Tabla A.1.1
Colocaciones de Bonos Corporativos de Emergentes en Mercados Internacionales
Caracterización del Flujo de Emisión de Bruta de Deuda por Año

	2010	2011	2012	2013	2014
Distribución por región (%)	100	100	100	100	100
Asia Emergente	36	36	41	42	53
EMEA	32	32	34	32	21
América Latina	32	32	25	26	26
Distribución por sectores (%)	100	100	100	100	100
Financiero	50	45	46	32	39
Petróleo / gas y compañías relacionadas	9	15	14	20	16
Comunicaciones	7	5	4	7	8
Inmobiliario	5	4	5	7	7
Materiales básico	10	6	6	6	5
Servicios públicos	5	8	6	6	6
Otros	14	18	20	22	18
Distribución por monedas (%)	100	100	100	100	100
Dólar	88	84	87	83	83
Euro	8	11	8	12	12
Otros	4	6	5	6	5
Plazo promedio ponderado (colocaciones en US\$) - años	9,0	9,5	9,9	9,3	10,2
Porcentaje del total a tasa fija (%)	94	85	92	88	85

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg.

Este auge de colocaciones en monedas duras ha generado cierta cautela, en función de los diferentes riesgos que pueden implicar para la estabilidad financiera, más allá del asociado a un mayor apalancamiento¹³. Por ejemplo,

¹¹ En el primer trimestre de 2015 las empresas de emergentes colocaron casi US\$76.000 millones de deuda en los mercados internacionales, con una merma interanual de 6%

¹² Europa Emergente, Medio Oriente y Asia, por sus siglas en inglés.

¹³ Ver, por ejemplo, "Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch" (Michael Chui, Ingo Ferner, Vladyslav Sushko) en *BIS Quarterly Review* de septiembre de 2014 o el *Global Financial Stability Review* del FMI de Abril de 2014.

escenarios de apreciación del dólar generan una mayor carga de la deuda para empresas que se hayan financiado en monedas duras pero no cuenten con ingresos en moneda extranjera (ni hayan cubierto esta exposición en los mercados financieros) o que evidencien una merma en sus ingresos en moneda extranjera (como es el caso de las empresas exportadoras de materias primas en la coyuntura actual¹⁴). Otros riesgos potenciales se dan de cara a eventuales incrementos en las tasas de interés de corto y largo plazo en los mercados internacionales, generando una mayor carga de la deuda para las empresas con alta ponderación de instrumentos colocados en los mercados internacionales a tasa variable, en el primer caso, o un incremento en el riesgo de refinanciamiento al vencimiento, en el segundo. A su vez, una mayor presión sobre el sector corporativo podría afectar el crecimiento económico y/o la situación del sector financiero (si el deterioro de la posición financiera de empresas de gran tamaño lleva a disminuir sus depósitos en los bancos o a registrar un mayor retraso en el pago de los préstamos tomados con ellos).

Esto implica que los riesgos dependerán, en cada caso, de las características del balance y la estructura de financiamiento de cada empresa, y su composición por sectores y países. En tal sentido, en el caso específico de América Latina algunos autores encuentran evidencia de que, si bien se ha dado un incremento en el apalancamiento corporativo y cierto deterioro en la capacidad de servir la deuda, la carga de la deuda no es excesiva¹⁵. Por otra parte, se destaca que el auge de colocaciones en los mercados internacionales a partir de 2010 habría estado vinculado no sólo a cubrir necesidades de financiamiento de largo plazo (en general vinculadas con procesos de inversión) sino también a re-financiar deuda pre-existente en condiciones más favorables y a aprovechar la oportunidad de crear reservas de liquidez¹⁶.

En el caso brasileño (el país de América latina que más deuda corporativa colocó en el exterior en 2014, seguido por México), según un análisis publicado recientemente

¹⁴ Por ejemplo, desde el BIS ("Global liquidity: selected indicators", publicado en febrero de 2015) se sostiene que el aumento de la deuda de petroleras en general (no sólo de economías emergentes) habría influido en la dinámica reciente del precio del petróleo, en la medida en que un alto apalancamiento podría presionar a estas empresas a mantener una alta producción o a incrementar sus ventas a futuro, para así poder encarar el servicio de la deuda.

¹⁵ "Corporate financing trends and balance sheet risks in Latin America: taking stock of the bon(d)anza" (Fabiano Rodrigues Bastos, Herman Kamil y Bennett Sutton), FMI, 2015. El trabajo analiza la situación de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Considera variables como el ratio deuda a capital y deuda a ganancias.

¹⁶ Otros autores mencionan, para la generalidad de los emergentes, la posibilidad de los fondos obtenidos se estén utilizando con fines especulativos, por ejemplo, para operaciones de carry trade (ver *BIS Quarterly Review* de septiembre de 2014).

por su Banco Central¹⁷, si bien luego de la crisis financiera internacional el endeudamiento de las empresas se ha incrementado tanto a través de nuevo financiamiento en los mercados locales como por colocación de bonos en los mercados internacionales, en términos del PIB el ratio de endeudamiento sigue siendo bajo en comparación con otros países. Por otro lado, el análisis destaca el efecto de financiamiento a plazos más largos y tasas de interés más bajas. Asimismo, el endeudamiento en moneda extranjera existente involucraría a un porcentaje mínimo de empresas (aunque de gran tamaño), al tiempo que entre estas empresas cerca de la mitad es exportadora o ha procurado cubrir con instrumentos financieros los riesgos implicados por la existencia de pasivos en moneda extranjera. Por otra parte, casi un tercio de este grupo tienen activos en el exterior o su casa matriz está en el extranjero¹⁸.

En síntesis, ante la posibilidad de un cambio en el contexto internacional, se mantiene en diferentes ámbitos de análisis la atención en el monitoreo de la evolución de la deuda de las empresas de economías emergentes, con énfasis en lo que respecta a la deuda en moneda extranjera. En tal sentido, se viene planteando una agenda de investigación a nivel internacional que permita resolver las dificultades vinculadas a las limitaciones en la información existente¹⁹ para profundizar el entendimiento del mapa de riesgos implicado por esta situación y la existencia de nichos de vulnerabilidad. En términos más generales, el monitoreo de la evolución de la deuda incluye también su composición. En la medida en que el mayor financiamiento a través de bonos se esté dando en detrimento de la intermediación financiera tradicional, esto tendría consecuencias sobre el riesgo asumido por diferentes sectores (y la comprensión y administración de dichos riesgos), la influencia de las condiciones de los mercados financieros sobre el sector corporativo y la posibilidad de que los reguladores puedan evitar un apalancamiento excesivo.

¹⁷ “Evolução do Endividamento das Empresas não Financeiras após a Crise Internacional de 2008”, en el *Relatório de Estabilidade Financeira* de septiembre de 2014.

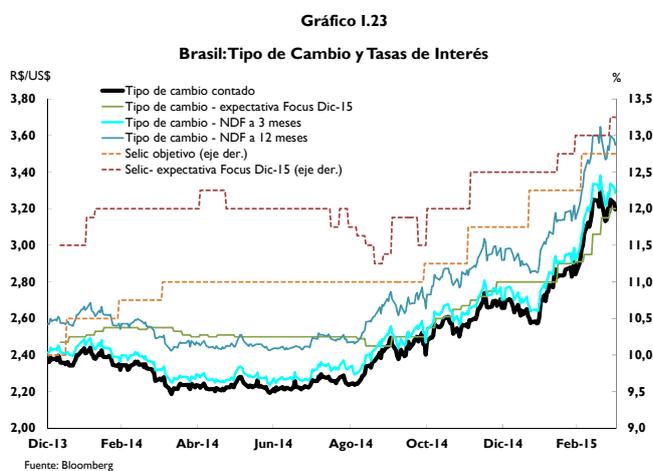
¹⁸ Así, mientras que el total de la deuda en moneda extranjera de empresas brasileñas representa un 17% del PIB, de este total la deuda de empresas que no tiene cobertura natural (exportadoras) ni a través de mercados financieros, ni activos en el exterior ni matriz en el extranjero, representa sólo 2,9% del PIB.

¹⁹ Por ejemplo, en lo que respecta a la forma en la que las empresas administran el riesgo de tipo de cambio.

un rango de 5-10%. Para todo 2015 los principales bancos de inversión esperan que se dé una caída en las operaciones de deuda tanto soberanas como de empresas, aunque los montos brutos de nuevo financiamiento se mantendrían en niveles históricamente altos.

En lo que respecta a los flujos hacia fondos que se especializan en activos de economías emergentes, en 2014 se acumularon salidas netas, tanto de fondos que invierten en renta variable, como de aquellos que lo hacen en renta fija. Esto fue consecuencia principalmente de los importantes retiros a comienzos y finales del año (entre abril y septiembre se verificaron entradas netas). En el primer trimestre del año, el saldo para los fondos especializados en activos emergentes (acciones y bonos) siguió siendo negativo, a pesar de verificarse una pausa en febrero (cuando se computaron ingresos). El desarme de posiciones en lo que va del año fue más marcado para aquellos fondos que invierten en renta variable de economías emergentes que para los que lo hacen en bonos.

Las mermas en los precios de los activos financieros de economías emergentes fueron acompañadas en 2014 por una depreciación de sus divisas contra el dólar, que fue más marcada durante la segunda mitad del año, acompañando el declive en los precios de las materias primas. El promedio de las monedas de economías emergentes computó una desvalorización frente al dólar cercana al 17% en 2014. En términos regionales, la mayor depreciación se dio en las monedas de economías de EMEA (más de 26%), consecuencia de los conflictos en Rusia y Ucrania (ver Gráfico I.22). En referencia a las monedas de América Latina, éstas se depreciaron en promedio 19% en 2014, destacándose la caída de 12,5% del real brasileño frente a perspectivas de un menor crecimiento, la volatilidad propia del proceso de elecciones presidenciales y dudas con respecto a la situación fiscal. En tanto, en lo que va de 2015 el agregado de las monedas de economías emergentes se depreció más 8% adicional contra el dólar, con 7% de desvalorización para las divisas de América Latina. El real brasileño profundizó su deterioro, con una desvalorización de 20% contra el dólar a comienzos de 2015 (ver Gráfico I.23), llegando a marcar un nivel cercano a \$R/US\$3,3, valor que no se observaba desde 2004. Se destaca que el Banco Central de Brasil decidió a fines de marzo dar por finalizado el programa de licitaciones de swaps de tipo de cambio y de repos de moneda extranjera que venía implementando desde 2013, aunque la institución seguirá realizando operaciones en la medida en que lo considere necesario²⁰.



²⁰ Sin embargo, los *swaps* existentes se irán renovando. Las licitaciones de *repos* podrán realizarse en función de cuáles sean las condiciones de mercado.

A futuro, el accionar de la Reserva Federal se mantendrá como uno de los principales factores a seguir, con inversores poniendo el acento en cuándo se iniciará el ciclo de subas en las tasas de interés de corto plazo y cuál será su ritmo, lo que podría afectar el dinamismo económico global. En este sentido, particularmente relevante resultan los aspectos comunicacionales vinculados al accionar de la Fed. Otro factor importante está dado por el desempeño macroeconómico en Europa —y, en particular, de algunas economías vulnerables de la zona del euro, como Grecia— y en Japón, en función de la implementación de las políticas extraordinarias de estímulo ya anunciadas (y del impacto de la divergencia de políticas en relación con los EEUU sobre los mercados de monedas). Un tercer factor de relevancia seguirá siendo la evolución de los precios de las materias primas, tras las mermas registradas a fines de 2014 y principios de 2015. Con respecto a las economías emergentes, se mantienen ciertos focos de riesgo geopolítico (Ucrania y Rusia, Medio Oriente, entre otros), mientras que en la región cobra particular importancia la evolución de la situación en Brasil.

II. Contexto Local

Síntesis

La actividad económica disminuyó su tasa de crecimiento en términos interanuales en la segunda parte de 2014, de modo que el PIB se expandió en el promedio del año un 0,5% respecto de 2013 (ver Gráfico II.1). Esto reflejó la persistente debilidad de la demanda externa —particularmente de Brasil— y el menor gasto interno. Entre los sectores productores de bienes uno de los más afectados fue la actividad industrial, cuya retracción fue contrarrestada por el aumento de la producción agrícola y del sector financiero. El resto de los sectores relacionados a la prestación de servicios continuaron creciendo, aunque a un menor ritmo. En líneas generales, estas tendencias se habrían mantenido en el comienzo de 2015. En este contexto, la tasa de desempleo se ubicó en 6,9% de la PEA en el último trimestre de 2014, con un aumento de 0,5 p.p. respecto del nivel de un año atrás.

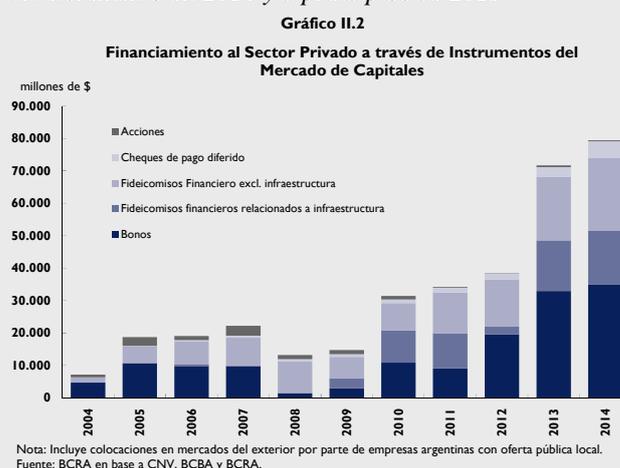
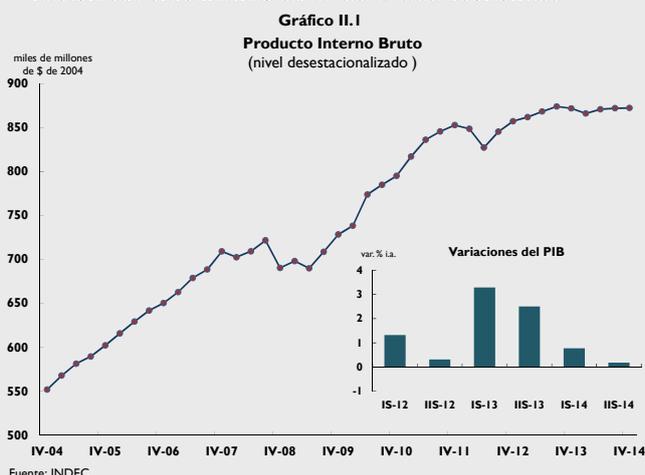
En términos del comercio, las exportaciones de bienes profundizaron su tendencia decreciente hacia fines de 2014 y comienzos de 2015, del mismo modo que las importaciones, aunque estas últimas lo hicieron en mayor cuantía que las primeras. Consecuentemente, mejoró el resultado comercial en relación a igual período del año anterior, apuntalando el saldo de la cuenta corriente.

Los distintos índices de precios moderaron sus tasas de incremento a lo largo de la segunda mitad de 2014 e inicios de 2015. Se destaca el menor ritmo de aumento de los precios de la canasta de consumo de las familias, favorecido por los acuerdos de precios fomentados por el Gobierno, las bajas en las cotizaciones internacionales de las materias primas, la menor volatilidad cambiaria, la política monetaria y el estímulo crediticio promovido por el BCRA destinado a ampliar la oferta de bienes y servicios, todo ello en un contexto de moderación del crecimiento de la actividad económica.

La menor volatilidad cambiaria se logró a partir del uso coordinado de los instrumentos de política financiera que permitió ir disipando las expectativas negativas y llegar a fin de año con un panorama financiero estabilizado. A ello contribuyó, en una parte, la puesta en marcha de una supervisión integral, coordinada con otros organismos públicos que dio mayor transparencia al mercado cambiario y propició una significativa baja en el tipo de cambio en los mercados marginales. En julio el BCRA firmó con el Banco Central de la República Popular de China un nuevo acuerdo de swap de monedas locales por un monto equivalente a US\$11.000 millones de dólares y por 3 años de plazo, con el objetivo de mejorar las condiciones financieras para promover el desarrollo económico y el comercio.

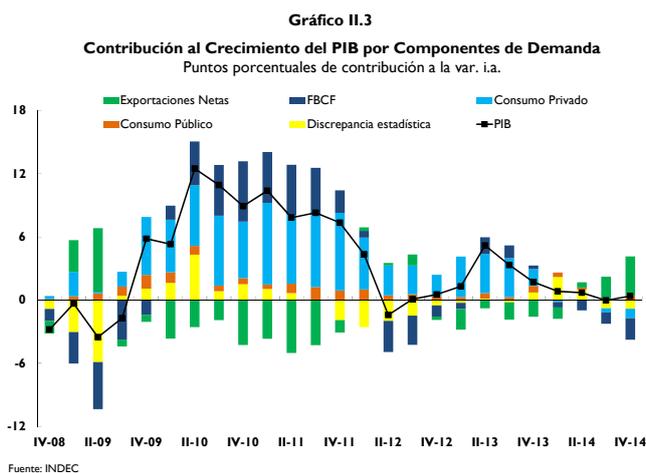
Las reservas internacionales finalizaron el año en US\$31.443 millones, lo que representó un crecimiento en el semestre de US\$2.164 millones. Entre los factores que explicaron dicho aumento se destacaron las compras de divisas del Banco Central, la activación de tres tramos del acuerdo de swap de monedas locales con el Banco Central de la República Popular de China así como el aumento registrado principalmente en diciembre de las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades en el Banco Central, producto del aumento en los depósitos en dólares.

En 2014 los precios de los instrumentos financieros argentinos tuvieron un saldo mayormente positivo, comportamiento que se mantuvo a principios de 2015. El resultado de 2014 se dio a pesar del comportamiento cambiante observado en el año, reflejando factores tanto internacionales como domésticos que incluyen, por ejemplo, el litigio aún vigente con los fondos buitre en los tribunales de Nueva York. El financiamiento a través de los mercados de capitales también evidenció un incremento en 2014 y a principios de 2015.

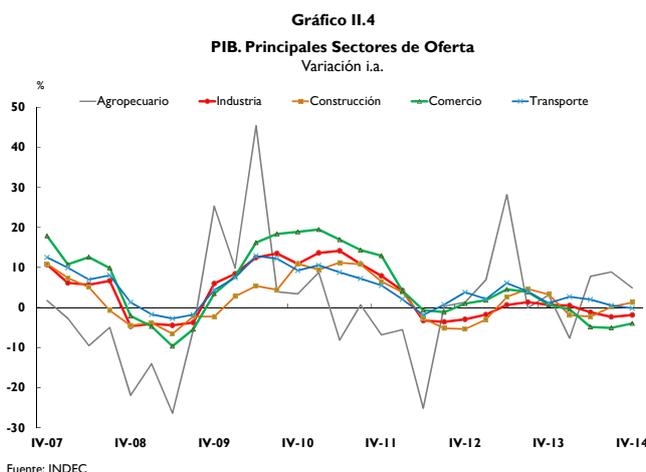


II.1 Coyuntura macroeconómica

La producción de bienes y servicios aminoró su tasa de aumento en términos interanuales (i.a.) en la segunda mitad de 2014, y se ubicó en el promedio del año un 0,5% por encima de sus niveles de 2013. El menor crecimiento de la actividad económica en relación al año anterior se explicó tanto por el desempeño de la demanda externa como por el gasto interno (ver Gráfico II.3). En términos del producto, la Formación Bruta de Capital Fijo (FBCF) pasó de 21,3% en el cuarto trimestre de 2013 a 19,2% un año después, básicamente como consecuencia de la fuerte disminución del gasto en equipo de transporte, tanto de origen nacional como importado. Desde el punto de vista de la oferta, los sectores con mayor retracción de la actividad fueron la industria y el comercio, que en conjunto restaron cerca de 1 punto porcentual a la variación interanual del PIB en 2014 (ver Gráfico II.4).



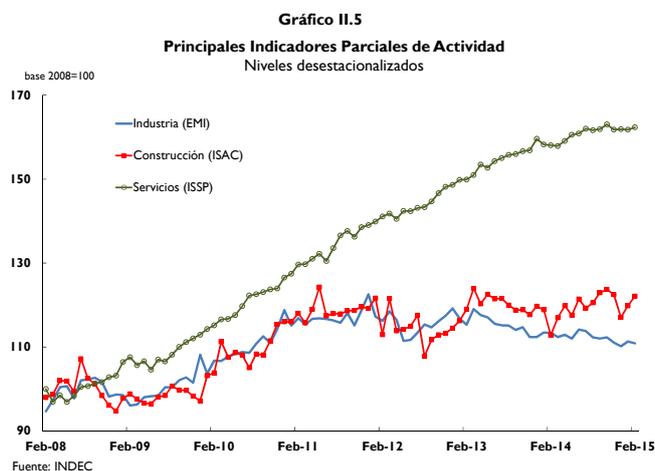
Los indicadores parciales disponibles muestran para el comienzo de este año una tendencia similar de la oferta. En cuanto a la producción de bienes, según el Estimador Mensual de la Industria (EMI), la actividad manufacturera disminuyó 2,1% i.a. en el primer bimestre, en línea con la evolución del segundo semestre de 2014, mientras que el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) aceleró la expansión del segundo semestre de 2014 a un crecimiento interanual promedio de 3,8% entre enero y febrero, debido en parte a una baja base de comparación. Los servicios —capturados por el Indicador Sintético de los Servicios Públicos (ISSP)— se desaceleraron a 2,3% i.a. en los primeros dos meses del año, nuevamente en respuesta al desempeño del comercio y al transporte. Una vez ajustados los efectos estacionales, la demanda de servicios permanece en niveles muy similares a los de octubre pasado (ver Gráfico II.5).



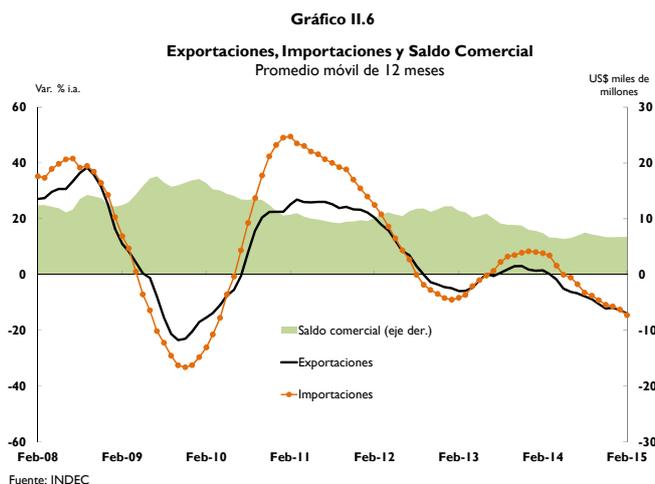
El mercado de trabajo reflejó la moderación en la actividad durante el segundo semestre de 2014. Según la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del cuarto trimestre del año pasado, el desempleo se ubicó en 6,9% de la Población Económicamente Activa (PEA)²¹ con un aumento de 0,5 puntos porcentuales (p.p.) respecto de igual período del año previo. Este incremento se dio en un marco de caída de 0,6 p.p. i.a. en la tasa de empleo, hasta alcanzar el 42,1% de la población, acompañada de una retracción en la participación laboral (-0,4 p.p. i.a. hasta 45,2% de la población).

En lo que respecta al comercio exterior, las exportaciones profundizaron su ritmo de disminución hasta 13,8% i.a. entre julio y diciembre de 2014 y 21,3% i.a. en el primer bimestre de 2015, principalmente debido a las menores

²¹ Sobre la base de 31 aglomerados relevados.

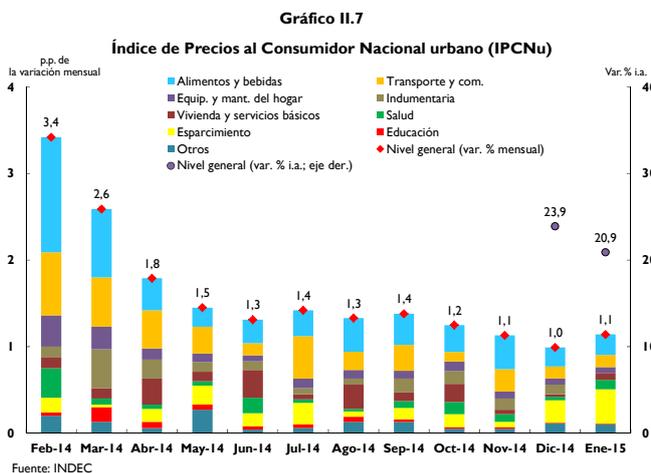


cantidades embarcadas. Dicho comportamiento, si bien fue generalizado, se explicó fundamentalmente por la retracción de las ventas de manufacturas industriales, particularmente de material de transporte con destino a Brasil, seguidas por las menores ventas de derivados de la soja que influyeron en gran medida el comportamiento de las exportaciones de manufacturas agropecuarias. A diferencia de lo ocurrido en la primera parte de 2014, las compras externas disminuyeron en mayor magnitud que las exportaciones, debido a las menores cantidades adquiridas. Todos los usos de importación se redujeron en términos interanuales con excepción de los bienes de capital. El desempeño conjunto de las exportaciones y de las importaciones resultó en un superávit comercial acumulado en el segundo semestre de 2014 de US\$3.002 millones y de US\$126 millones en los primeros dos meses del presente año, en ambos casos por encima del registro correspondiente a igual lapso del año previo; mientras que 2014 cerró con un superávit de US\$6.687 millones (-US\$1.317 millones respecto a 2013) (ver Gráfico II.6).



Los índices de precios presentaron cierta desaceleración en la segunda mitad del año pasado y en el inicio de 2015. El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB mostró una variación de 27,2% i.a. en el cuarto trimestre de 2014, tras crecer 30,1% i.a. en el tercero. En tanto, según el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), los precios minoristas acumularon una suba de 7,7% en el segundo semestre de 2014, luego de mostrar un alza de 15% durante los primeros seis meses del año. Influyeron sobre este comportamiento el programa oficial de Precios Cuidados, los menores valores internacionales de las materias primas y las distintas medidas públicas de estímulo al crédito bancario destinadas a ampliar la oferta de bienes y servicios. A su vez fueron relevantes la política monetaria y la menor volatilidad cambiaria, en un contexto de moderación del crecimiento de la actividad económica (ver Gráfico II.7). Con todo, el IPCNU finalizó 2014 con un alza de 23,9% i.a., que se desaceleró hasta alcanzar el 18% i.a. en febrero de este año.

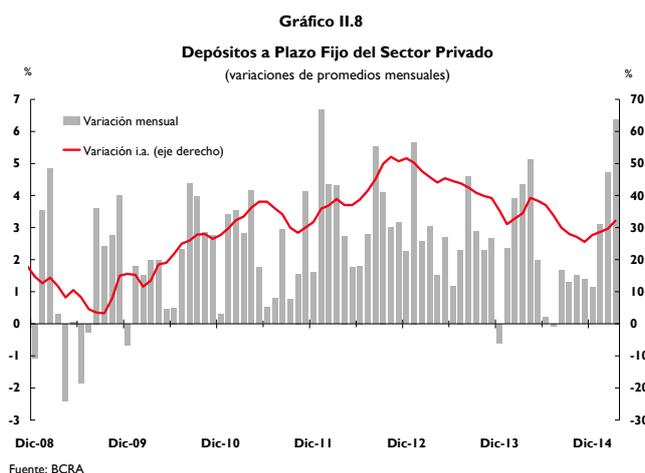
Con respecto a las remuneraciones, según el Índice de Salarios elaborado por el INDEC, el nivel general aceleró su ritmo de suba a 34,6% i.a. en la segunda mitad de 2014, frente a un aumento promedio de 30,9% i.a. en la primera parte. El segmento registrado presentó un ajuste salarial del 33% i.a. en el segundo semestre, por encima del 29,7% i.a. en los seis meses previos, en línea con la actualización del Salario Mínimo, Vital y Móvil. Por su parte, el haber mínimo jubilatorio pasó de crecer 27,3% i.a. en junio a 30,5% i.a. seis meses después. La información disponible para 2015 confirmó la tendencia a la recuperación de los ingresos nominales de las familias.



El Banco Central continuó implementando políticas de estímulo al crédito productivo. En junio de 2014 finalizó la cuarta etapa de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP). Debido a su impacto positivo sobre el crédito, para el segundo semestre de 2014 se estableció un nuevo cupo para la LCIP (ver Apartado 4). Sumado a ello, en junio del año pasado se lanzó el Programa de Crédito Automotriz (PRO.CRE.AUTO), orientado a promover la venta de autos de producción nacional mediante una línea de crédito del Banco de la Nación Argentina que financia la adquisición de automóviles nuevos de fabricación interna. A fines de diciembre último este programa llevaba otorgados préstamos por alrededor de \$2.800 millones, con un total aproximado de 27.500 operaciones. Asimismo, a partir de septiembre de 2014 se implementó el programa “AHORA 12” para la compra de bienes y servicios en 12 cuotas sin interés, con el objetivo de fomentar el consumo, el comercio, el empleo y la producción nacional.

II.2 Coyuntura monetaria

Con el objetivo de favorecer los instrumentos de ahorro en moneda nacional, el Banco Central estableció en octubre un nivel mínimo para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo que realicen las personas físicas²². Las tasas de interés mínimas se establecieron como una proporción de la tasa de interés de corte predeterminada de la LEBAC de plazo más próximo a los 90 días²³. A su vez, con el objetivo de ampliar la protección de los ahorristas, se elevó el importe de la cobertura de garantía de los depósitos, por titular, de \$120.000 a \$350.000²⁴.



En este marco de mayores rendimientos, los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado evidenciaron un significativo dinamismo en el año (ver Gráfico II.8). Este incremento de las imposiciones se dio en un contexto donde los depósitos minoristas concentraron casi el 70% del aumento observado en el último bimestre de 2014. Así, el segmento de menos de \$1 millón finalizó el año con una tasa de crecimiento de 32% i.a., superando la que presentaron los depósitos a plazo de más de \$1 millón (24% i.a.). Esta evolución positiva se mantuvo durante los primeros meses de 2015, de modo tal que en marzo el incremento interanual de las colocaciones de menor monto se ubicó cerca del 38%.

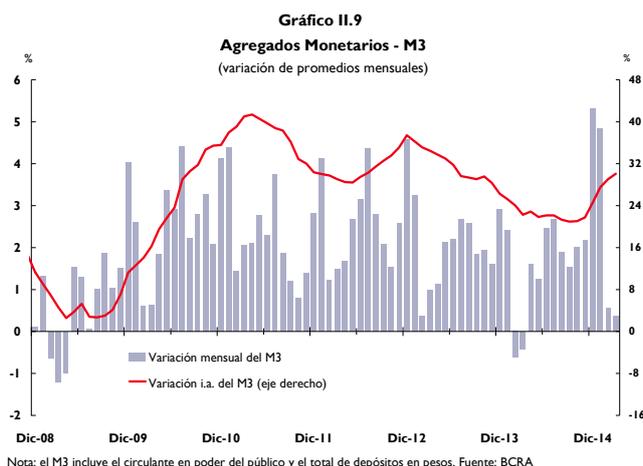
Luego de mantener estable su ritmo de expansión durante la mayor parte de 2014, los agregados monetarios mostraron una aceleración durante los últimos dos meses del año

²² Ver la Comunicación “A” 5640.

²³ Para determinar la tasa de interés de referencia se considera el promedio simple de las tasas de corte del segundo mes inmediato anterior al de captación de las imposiciones.

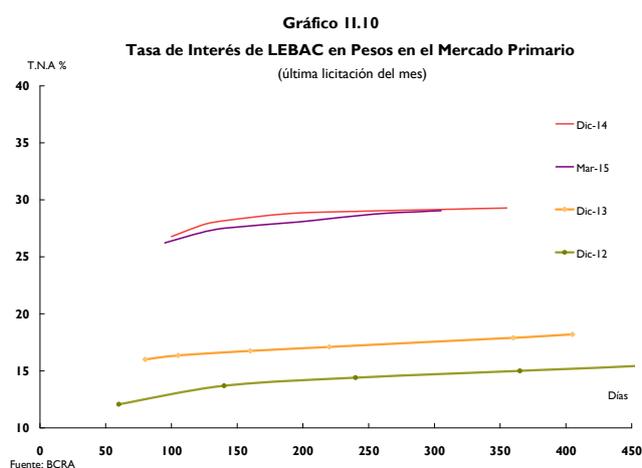
²⁴ Ver la Comunicación “A” 5641 y Comunicación “A” 5651.

propiciada por el mencionado mayor dinamismo de las colocaciones a plazo fijo y por el comportamiento de los medios de pago. El agregado en pesos más amplio (M3²⁵) presentó en diciembre una variación interanual de 24,4%, mientras que el M3 privado²⁶ registró en los últimos doce meses un crecimiento de 26,3%, 2,2 p.p. y 1 p.p. por encima de los niveles de 6 meses atrás, respectivamente (ver Gráfico II.9).



El saldo promedio de la base monetaria de diciembre presentó un incremento de 21% (\$76.800 millones) respecto al promedio de junio. El aumento estuvo impulsado tanto por el comportamiento del circulante en poder del público como por el de las reservas bancarias (integradas por el efectivo en entidades financieras y los saldos de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA). De esta forma, a fin de diciembre la base monetaria registró una tasa de variación interanual de 22,5%, que resultó la menor desde comienzos de 2010.

No obstante, en el segundo mes de 2015 se verificó una aceleración en la variación interanual de la base monetaria que se explicó fundamentalmente por la base de comparación. En efecto, la base monetaria de febrero de 2014 había registrado un nivel extraordinariamente bajo, originado tanto en el comportamiento del circulante en poder del público (que en un contexto de incertidumbre cambiaria había iniciado una tendencia levemente decreciente), como en el de las cuentas corrientes de las entidades en el BCRA (que dada la mayor flexibilidad que brinda la posición trimestral Diciembre-Febrero de Efectivo Mínimo, habían registrado una integración menor durante febrero).



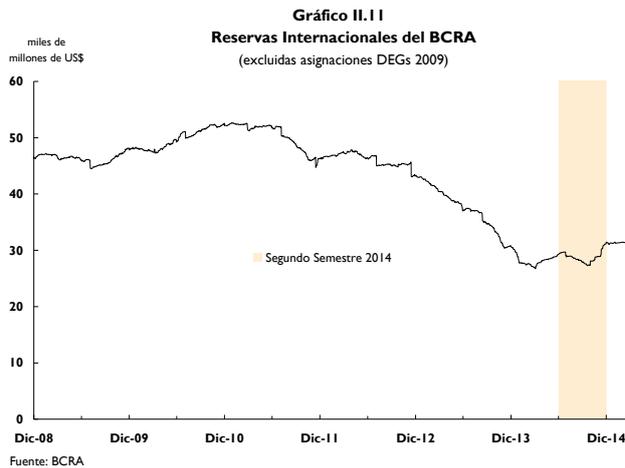
Por su parte, a partir de enero de 2015 en un contexto de estabilidad cambiaria y holgados niveles de liquidez del sistema financiero, el BCRA decidió impulsar leves bajas en las tasas de interés de corto plazo de las LEBAC que semanalmente licita (ver Gráfico II.10). Además, en febrero el BCRA ajustó el margen que perciben las entidades financieras que suscriben LEBAC en dólares y se resolvió aumentar las tasas de interés mínimas que recibirán los depositantes por sus colocaciones a plazo en moneda extranjera, con el objetivo de estimular el mantenimiento de los ahorros en dólares dentro del sistema financiero²⁷. Para ello el BCRA comenzó a ofrecer LEBAC en dólares en dos segmentos. En el segmento “V”, las entidades financieras pueden suscribir LEBAC por los depósitos a plazo en dólares del sector privado que hayan captado (incluyendo renovaciones). En este tramo, el margen máximo entre la tasa de interés pagada al depositante y la tasa de

²⁵ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos en pesos de los sectores privado y público no financieros.

²⁶ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos en pesos del sector privado no financiero.

²⁷ Ver la Comunicación “A” 5711.

interés suscripta por la entidad financiera es 0,8 p.p. anual. En el otro segmento, denominado “N”, sólo pueden suscribir LEBAC aquellas entidades que hayan experimentado un aumento en el saldo de las colocaciones a plazo (neto de reducciones del saldo de depósitos a la vista del sector privado), y en este caso aquel margen es mayor, de 1,3 p.p.

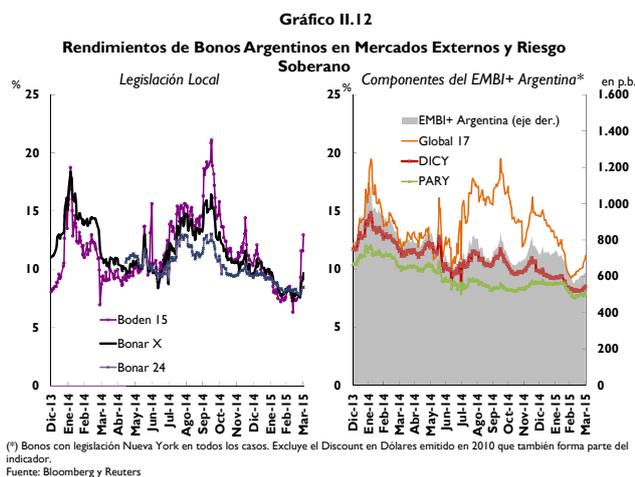


En septiembre se redujo nuevamente el límite a la posición global neta (PGN) en moneda extranjera de las entidades financieras al 20% de los recursos propios líquidos, o la responsabilidad patrimonial computable (RPC), lo que fuese menor. Esto contribuyó, al igual que con la reducción de febrero de 2014, a incrementar la oferta de divisas en el mercado cambiario. Sumado a ello, en julio el BCRA firmó con el Banco Central de la República Popular de China un nuevo acuerdo de *swap* de monedas locales por un monto equivalente a US\$11.000 millones y por 3 años de plazo, con el objetivo de mejorar las condiciones financieras para promover el desarrollo económico y el comercio entre ambos países.

En este contexto, las reservas internacionales finalizaron el año en US\$31.443 millones, lo que representó un crecimiento en el semestre de US\$2.164 millones (ver Gráfico II.11). Entre los factores que explicaron dicho aumento se destacaron las compras de divisas del Banco Central y la activación de tres tramos del acuerdo de *swap* de monedas locales con el Banco Central de la República Popular de China. Adicionalmente, también contribuyó al incremento de las reservas internacionales el aumento registrado principalmente en diciembre de las cuentas corrientes en moneda extranjera de las entidades en el Banco Central, producto del aumento en los depósitos en dólares, así como los ingresos financieros originados en ciertos sectores productivos (por ejemplo, los ingresos provenientes de las telefónicas para la suscripción de las bandas de 3G y 4G).

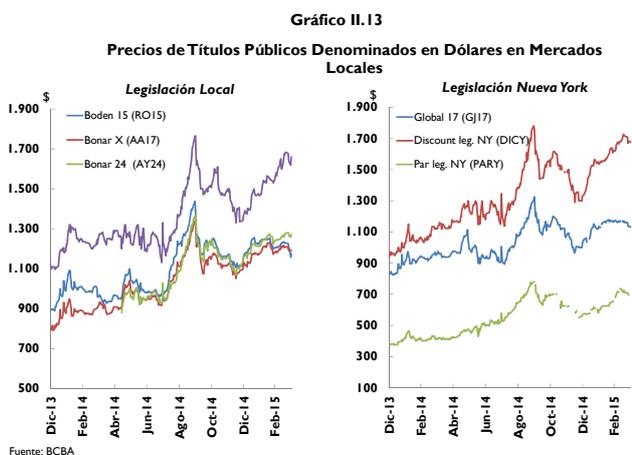
II.3 Mercado de Capitales

Las cotizaciones de los principales activos financieros argentinos finalizaron 2014 mayormente con avances, a pesar de haber mostrado un comportamiento cambiante en el año. Este comportamiento se dio en función de diversos factores, que incluyen tanto el efecto de la coyuntura de los mercados externos, como factores de carácter mixto vinculados a Argentina. Entre estos últimos, se encuentran el acuerdo con el Club de París, la compensación a Repsol por la expropiación de sus tenencias de acciones de YPF y el lanzamiento del nuevo índice de precios IPCNu, además de la evolución del litigio con los fondos buitres en los tribunales de Nueva York. En los primeros tres meses de 2015 los precios de activos financieros ar-



gentinos continuaron con su tendencia positiva. En términos del financiamiento a través de los mercados de capitales, 2014 cerró con un incremento en los montos agregados, un resultado en parte explicado por operaciones puntuales de gran tamaño de deuda privada y fideicomisos financieros vinculados a infraestructura y vivienda. En lo que va de 2015 el monto de colocaciones registra un leve avance interanual.

En septiembre de 2014 se promulgó la Ley 26.984 de Pago Soberano, que estableció instrumentos legales para permitir el cobro de los servicios correspondientes al cien por ciento de los títulos emitidos en el marco de la reestructuración de deuda soberana 2005-2010 en salvaguarda de los tenedores que adhirieron a dichas reestructuraciones²⁸. Posteriormente en febrero de 2015 y en el marco de un reclamo realizado por tenedores de deuda al agente fiduciario Bank of New York (BONY), un tribunal británico determinó que en tanto los títulos reestructurados emitidos en euros y el contrato de fideicomiso suscripto en 2005 y enmendado en 2010 entre la República Argentina y el BONY, en lo que es materia de esos títulos, se encuentran gobernados por la ley inglesa, los fondos pagados por la República y mantenidos en la cuenta del fiduciario se rigen por tal legislación al igual que las obligaciones del fiduciario derivadas de ese contrato. Más recientemente, el juez Griesa rechazó el pedido de Citibank de realizar el pago de los servicios de los bonos en dólares estadounidenses emitidos bajo legislación argentina. La República Argentina notificó su decisión de apelar dicha resolución.



A pesar de los vaivenes vinculados al litigio con los fondos buitre, los precios de los títulos públicos en dólares cerraron 2014 mayormente con subas, tanto para las especies con legislación doméstica como para aquellas con legislación extranjera (aunque en algunos casos se dieron ligeras mermas). En un escenario de retornos de los bonos del tesoro norteamericano operando en baja y con menores rendimientos requeridos por los inversores para posicionarse en bonos soberanos de Argentina en dólares con legislación Nueva York, en 2014 se dio un recorte de unos 90 p.b. en el *spread* del EMBI+ argentino. En los primeros tres meses de 2015 las cotizaciones de los instrumentos en dólares con legislación extranjera registraban mejoras generalizadas en los mercados del exterior (con avances de más de 10%), lo que se tradujo en un recorte adicional del *spread* del EMBI+ hasta un nivel cercano a 630 p.b. (ver Gráfico II.12). En el caso de las especies en dólares con legislación local (de menor plazo) se observaban cambios de precios mixtos en el primer trimestre.

En la plaza local, los bonos denominados en dólares, que cotizan en pesos para las transacciones más representati-

²⁸ Para más detalles sobre la mencionada ley y la evolución previa del litigio con los fondos buitre, ver Boletín de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2014.

Gráfico II.14
Rendimientos de Nuevos Bonos Denominados en Dólares y Pagaderos en Pesos

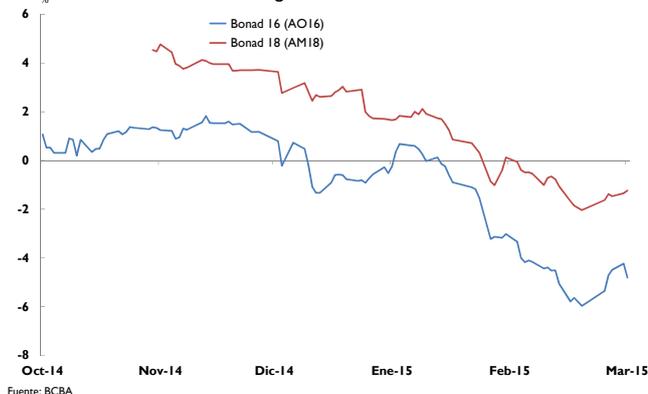


Gráfico II.15

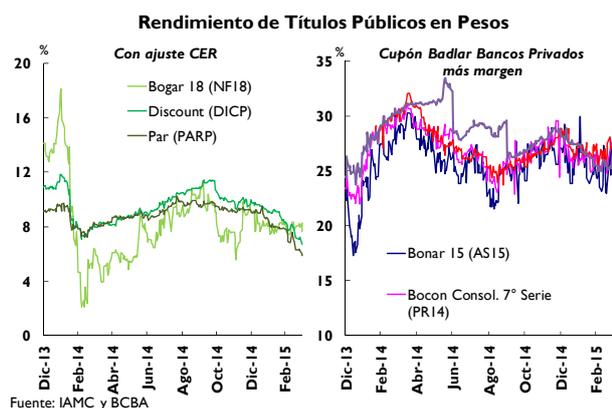
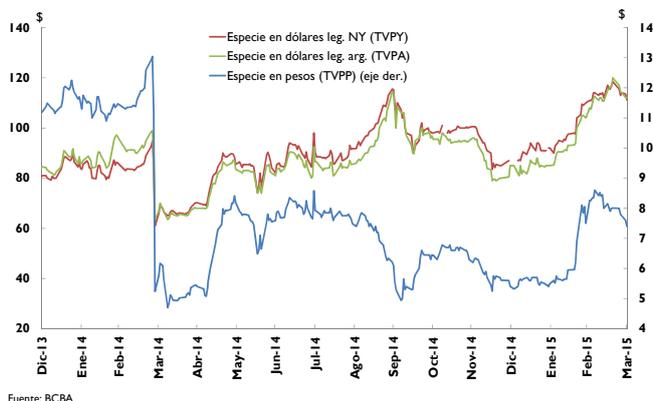


Gráfico II.16

Cotización de Unidades Vinculadas al PIB



vas, finalizaron 2014 con avances de hasta 45% para las especies más líquidas, como el Boden 15 y el Bonar X, aunque dicha evolución fue cambiante en el año (Gráfico II.13). Así, si bien los precios subieron de forma sostenida hasta mitad de octubre (con subas más pronunciadas entre agosto y septiembre) posteriormente esta tendencia se re-vertió, en un contexto de menor volatilidad en el tipo de cambio. Sin embargo, el movimiento alcista recomenzó a fin de 2014 y se mantuvo en lo que va de 2015, acumulando mejoras en lo que va del corriente año de casi 1,5% para el Boden 15, 5% para el Bonar X y casi 10% para el Bonar 24²⁹.

Con respecto a los bonos del Gobierno Nacional denominados en dólares y pagaderos en pesos (*dollar-linked*) colocados en el último trimestre de 2014, Bonad 16 y Bonad 18, los precios avanzaron 11% y 15% (medidos en pesos, en la plaza local). Esto implicó una contracción en sus rendimientos, que pasaron a estar en terreno negativo (Gráfico II.14).

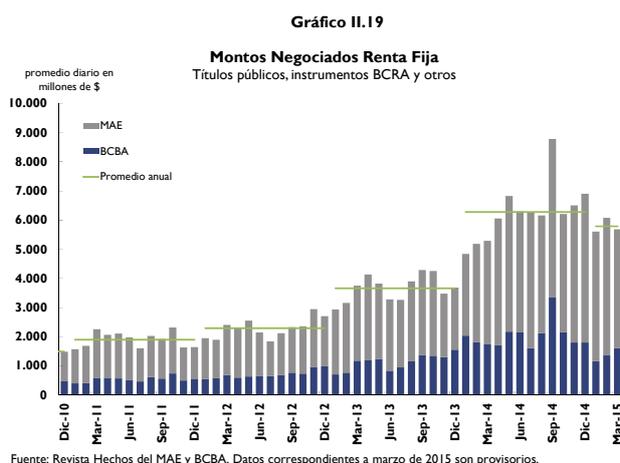
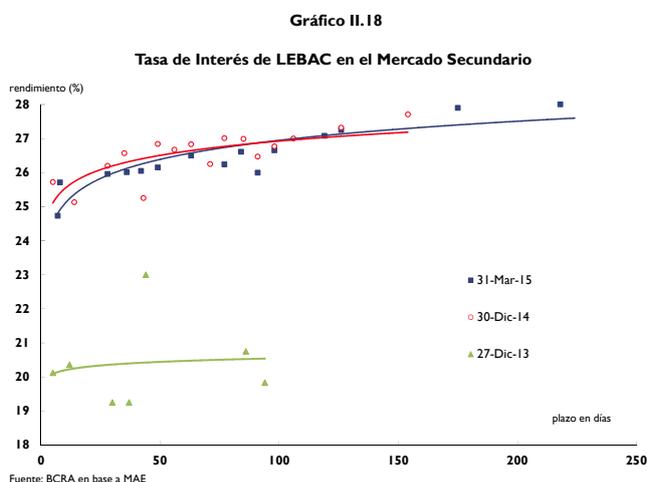
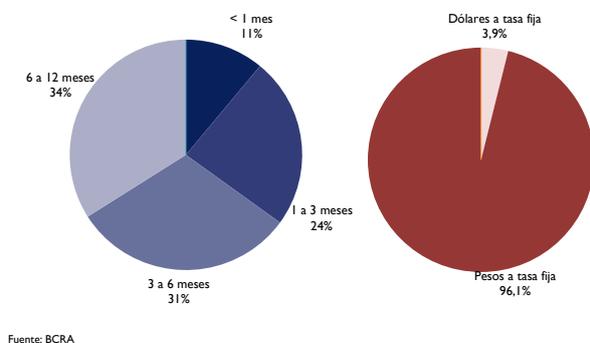
Los precios de los títulos públicos en pesos con ajuste por CER tuvieron un saldo positivo en 2014 (con mermas anuales en sus rendimientos), en buena medida impulsado por el efecto del reemplazo del índice de precios que se toma como base de cálculo (IPC-NU) anunciado en febrero. Este efecto fue en parte erosionado por una tendencia menos favorable en materia de precios hasta los últimos meses del año, cuando las cotizaciones volvieron a mostrar un sesgo alcista. Las mejoras se extendían en los primeros meses de 2015, destacándose que los precios de los bonos largos (Descuento y Par) subieron en promedio casi 50%, implicando recortes en los retornos de más de 300 p.b. (ver Gráfico II.15). En el caso de los bonos en pesos nominales, en cambio, los rendimientos se ampliaron unos 450 p.b. en promedio en 2014, acompañando a la Badlar Bancos Privados, que se toma como base para el cálculo de los cupones. Ya en 2015 pasaban a contraerse, con una merma promedio de 150 p.b. en sus retornos.

Las cotizaciones de las Unidades Vinculadas al PIB presentaron una elevada volatilidad en la plaza local, finalizando 2014 con resultados disímiles. Las especies en dólares computaron mejoras de precio (expresados en pesos), mientras que la especie en pesos tuvo una merma de más de 50%. En lo transcurrido de 2015 las unidades registran marcadas subas en sus cotizaciones. Los incrementos fueron en promedio de 30% para las especies en dólares y casi 40% para la especie en pesos (ver Gráfico II.16).

En lo que respecta a los instrumentos del BCRA, el saldo en circulación de letras en pesos siguió creciendo en 2014

²⁹ Especie emitida en ocasión del acuerdo con Repsol y posteriormente para la operación de administración de pasivos y licitación pública realizada por el Gobierno Nacional en diciembre de 2014. En este último caso se ofreció la cancelación anticipada de Boden 15 (que totalizó Valor Nominal Original US\$185,5 millones) y el canje de Boden 15 por Bonar 2024 (con ofertas que ascendieron a Valor Nominal Original US\$376,7 millones, aceptadas en su totalidad). La suscripción de Bonar 2024 se completó por US\$285,6 millones (siendo el total de las ofertas).

Gráfico II.17
Composición del Saldo de Instrumentos del BCRA en Circulación
 Por moneda y plazo, información al 1-Abr-15



y en lo transcurrido de 2015. A fines de marzo de 2015 el saldo de las letras en pesos se ubicó en \$310.697 millones³⁰. En términos de los depósitos totales, el saldo de las letras en pesos alcanzó un nivel cercano a 32%, pero aún se sitúa por debajo de los máximos alcanzados históricamente. En lo que respecta al segmento en dólares, el saldo de letras se ubicaba a fines del primer trimestre de 2015 en US\$1.417 millones, representado el 3,9% del total de instrumentos del BCRA en circulación medido en pesos (ver Gráfico II.17).

El crecimiento del saldo de instrumentos del BCRA en pesos fue acompañado de una ampliación de las tasas de descuento en el mercado primario en 2014. Los rendimientos a lo largo de la curva de las letras se incrementaron más de 1.100 p.b. entre puntas del año pasado. Sin embargo, a comienzo de 2015 el BCRA comenzó a recortar las tasas de interés. Así, a fines de marzo las tasas de interés de las letras que se colocan a tasa predeterminada se ubicaron en 26,22% y 27,04%, respectivamente; mientras que la tasa de interés de la especie adjudicada con mayor madurez, unos 301 días de plazo, fue de 29,05%. Por su parte, el plazo promedio ponderado por monto de las licitaciones en pesos continuó reduciéndose: pasó desde 360 días en diciembre de 2013 a 250 días para fines del año pasado, mientras que a fines de marzo de 2015 era cercano a 180 días residuales.

En línea con el comportamiento registrado en las licitaciones, en el mercado secundario los rendimientos exigidos para las letras se ampliaron unos 500 p.b. durante 2014, mientras que en 2015 comenzaron a disminuir. Los recortes durante el primer trimestre del corriente año fueron más marcados para instrumentos de hasta 90 días de plazo, al tiempo que se ampliaron los plazos negociados (ver Gráfico II.18).

Con respecto al volumen de operaciones en los mercados secundarios de instrumentos de renta fija a nivel local³¹, el promedio diario en 2014 fue cercano a \$6.300 millones, con un incremento interanual de 70% (Gráfico II.19). Cerca de 60% de la operatoria se explica por los títulos públicos del Gobierno Nacional y otros (con elevada participación de los bonos denominados en dólares, como el Boden 15, Bonar X y Boden 24, en ese orden), al tiempo que las letras del Banco Central explicaron casi la totalidad del monto restante. En lo transcurrido de 2015 el volumen diario en instrumentos de renta fija se ubica en unos \$5.800 millones en promedio.

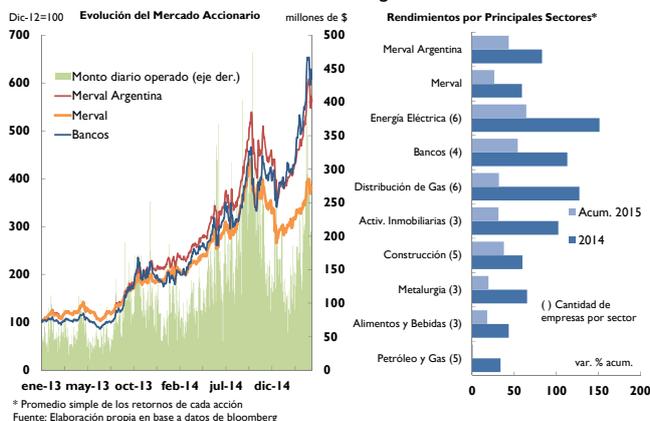
En el mercado de acciones, el índice Merval acumuló una ganancia de 59% en moneda doméstica durante 2014³²,

³⁰ A comienzos de noviembre venció la última especie a tasa variable en circulación.

³¹ En base a montos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado Abierto Electrónico (MAE). Incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, LEBAC y NOBAC, títulos provinciales, obligaciones negociables y otros.

³² 21% si se lo mide en dólares usando el tipo de cambio mayorista. Por su parte el índice M.AR (que considera exclusivamente a empresas de capital nacional) se incrementó 83% en moneda local en 2014, mientras que a principios de 2015 subía con más fuerza que el Merval.

Gráfico II.20
Mercado Bursátil Argentino



tras avanzar 89% el año anterior. Este resultado no estuvo exento de comportamientos cambiantes a lo largo del año, destacándose las fuertes subas registradas hasta fines de septiembre (con registro de nuevos máximos históricos en moneda local y altos volúmenes operados), tendencia que pasó a revertirse a partir de octubre. Sin embargo, a comienzos de 2015 se retomaba la tendencia alcista, con el Merval acumulando una suba de 26% en el primer trimestre (ver Gráfico II.20).

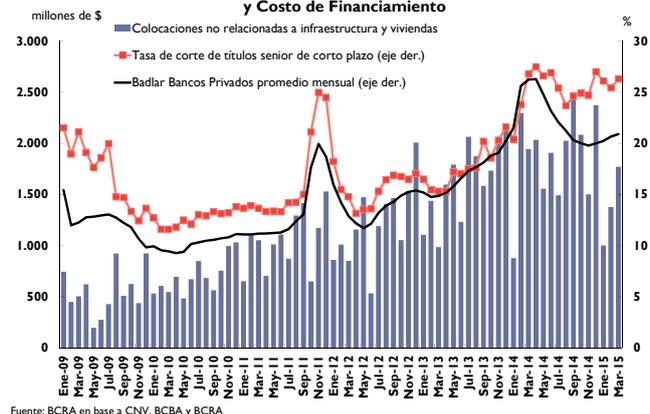
En 2014 se destacaron las subas en las acciones vinculadas a los sectores de energía eléctrica, distribución de gas, bancos y actividad inmobiliaria, con avances entre 100% y 150%. Esta tendencia se extendió en los primeros meses de 2015, con ganancias entre 30%-65% en dichos sectores. En sentido opuesto, los papeles vinculados al sector petrolero y gasífero continuaron siendo los de peor performance en términos relativos, afectados en general por la merma en los precios del crudo³³.

El año pasado el volumen operado en acciones ascendió a un promedio diario de \$160 millones, más que duplicando el valor de 2013. Por su parte, en lo que va de 2015 el monto se incrementó a \$168 millones por día.

El monto bruto de financiamiento al sector privado y para obras de infraestructura y viviendas a través de instrumentos del mercado de capitales fue de unos \$79.500 millones en 2014. Esto implicó una suba de 11% con respecto al año anterior (ver Gráfico II.2). Esta mejora nominal estuvo explicada en buena parte por operaciones puntuales de gran tamaño. Más recientemente, en el primer trimestre de 2015 se registró una suba interanual de 2% en los montos agregados³⁴.

Las financiaciones vía fideicomisos financieros sumaron \$39.200 millones en 2014 (11% más que en 2013), de los cuales más \$16.600 millones corresponden a tres series relacionadas a obras de infraestructura y viviendas³⁵ (6% por encima del volumen del año anterior). Las securitizaciones de préstamos personales y de cupones de tarjetas de crédito representaron cerca de 2/3 del total de financiamiento a través de fideicomisos financieros en 2014. Entre enero y marzo de 2015 el volumen se contrajo; hubo menos de \$3.900 millones colocados (con una operación de infraestructura y vivienda por \$83 millones), contra \$7.700 millones del primer trimestre de 2014 (con unos \$2.600 millones relacionados a infraestructura y vivienda). En térmi-

Gráfico II.21
Colocación de Fideicomisos Financieros y Costo de Financiamiento



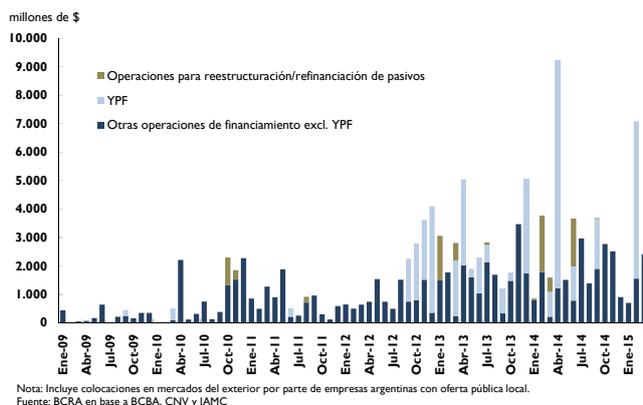
Fuente: BCRA en base a CNV, BCBA y BCRA

³³ En particular sobresale la fuerte merma en la cotización de las acciones de Petrobras Brasil.

³⁴ Sin contar las emisiones de fideicomisos para infraestructura y viviendas, el monto de financiamiento en 2014 sumó \$62.900 millones, contra \$56.100 millones de 2013. En el primer trimestre de 2015 el monto ascendió a \$15.100 millones contra \$12.200 millones de enero-marzo de 2014.

³⁵ Este monto se alcanzó a partir de una nueva colocación en diciembre, por un total de \$14.000 millones (no totalmente integrado), del Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR), que promueve la entrega de créditos hipotecarios para la construcción, ampliación, terminación y refacción de viviendas, como así también para adquirir unidades nuevas construidas por desarrollos urbanísticos. El Tesoro nacional realizó un aporte inicial para la conformación del patrimonio del fondo fiduciario PRO.CRE.AR, y garantiza todas las emisiones posteriores de deuda del mismo. El fideicomiso, por su parte, emite valores representativos de deuda y certificados de participación.

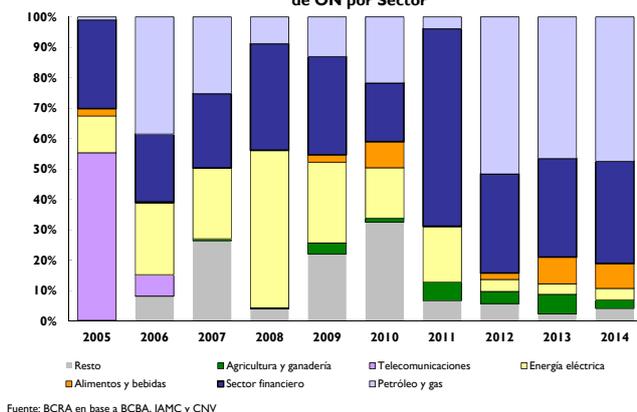
Gráfico II.22
Colocación de Obligaciones Negociables



nos del costo de financiamiento, las tasas de corte de los valores representativos de mayor calidad crediticia en titulaciones de créditos y con fiduciantes de primera línea, siguieron la dinámica de la Badlar Bancos Privados a lo largo de 2014 hasta el último cuatrimestre (ver Gráfico II.21). Posteriormente se dio cierta suba de la tasa de corte, en un contexto de tendencia bajista de la BADLAR Bancos Privados, lo que llevó el *spread* entre ambas a un máximo en 5 años. En el primer bimestre de 2015, dicho *spread* se redujo a partir de una tendencia opuesta entre ambas tasas (baja de la tasa de corte de fideicomisos y suba de la BADLAR Bancos Privados), para luego volver a crecer en marzo.

Las colocaciones de obligaciones negociables acumularon un monto cercano a los \$35.000 millones el año pasado (un crecimiento nominal de 6% respecto de 2013). Este volumen incluyó colocaciones puntuales por montos destacados, vinculados a operaciones de YPF (una de ellas en el exterior, por US\$1.000 millones) y a refinanciaciones de pasivos de otras firmas (ver Gráfico II.22). Excluyendo las emisiones de YPF (unos \$11.800 millones en 2014) y las operaciones de gestión de pasivos (casi \$4.300 millones en el mismo año), el volumen anual pasó a observar una merma de casi 2% en 2014. Entre enero y marzo de 2015, se acumularon colocaciones de obligaciones negociables por más de \$10.200 millones³⁶, que incluyen dos operaciones internacionales de YPF y otras de la misma empresa en el mercado doméstico por un total equivalente a más de \$5.500 millones. Entre enero y marzo de 2014 se habían colocado \$6.230 millones (con transacciones de YPF por \$880 millones y \$2.550 millones por operaciones de gestión de pasivos de otras compañías).

Gráfico II.23
Composición del Flujo Anual de Colocaciones Brutas de ON por Sector



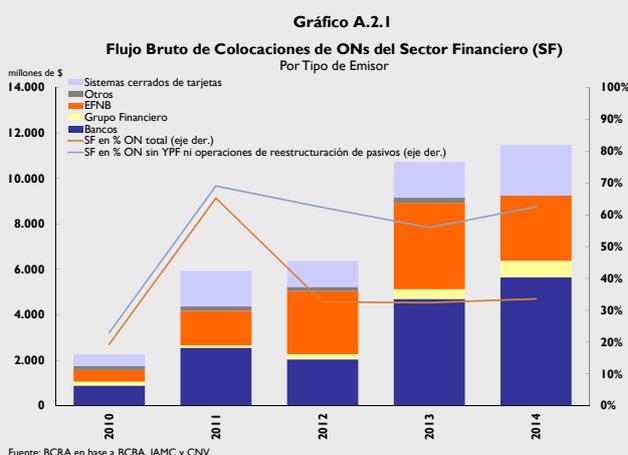
En cuanto a las empresas emisoras de ON, el año pasado el sector petrolero representó casi la mitad del volumen total (ver Gráfico II.23), mientras que las colocaciones del sector financiero explicaron cerca de un tercio del monto (ver Apartado 2). Sin embargo en cantidad predominaron las operaciones de bancos y compañías financieras. Ya en 2015, las operaciones del sector petrolero pasaban a concentrar casi tres cuartas partes del volumen del trimestre (también debido a las colocaciones de YPF), mientras que aquellas del sector financiero explicaron un 18% del total.

Para las obligaciones negociables en 2014 predominaron las emisiones en pesos (60% del monto colocado en el año). Las transacciones en dólares explicaron poco más de un tercio, a partir de la operación de YPF en el mercado internacional y por las transacciones vinculadas a administración de pasivos de otras empresas. Por otro lado, el año pasado cayó la cantidad de operaciones *dollar-linked* y su ponderación sobre el flujo total se contrajo de 20% en 2013 a 6% en 2014. En 2015, la mayoría de las

³⁶ Hubo una operación de refinanciamiento de pasivos (que no implica financiamiento genuino) por el equivalente a cerca de \$22 millones.

Apartado 2 / Colocaciones de Obligaciones Negociables del Sector Financiero

El flujo de colocaciones de instrumentos de deuda del sector financiero en el mercado de capitales en 2014 superó levemente el contabilizado durante 2013 y mantuvo las características observadas en los últimos años. La mayor parte de este financiamiento fue en pesos, predominando los instrumentos a tasa variable, con la Badlar Bancos Privados como principal tasa de referencia, y con plazos promedio cercanos a los 20 meses. A principios de 2015, en cambio, se observaron plazos de colocación más cortos y una creciente ponderación de las estructuras a tasa fija, además de la aparición de instrumentos con esquema mixto de tasa de interés, en el marco de una ralentización anual en los montos colocados. En perspectiva, se destaca que la ponderación de las obligaciones negociables como fuente de fondeo ha mostrado una ligera tendencia positiva para el agregado del sistema financiero en los últimos años, aunque su aporte fue acotado (salvo para las entidades financieras no bancarias)



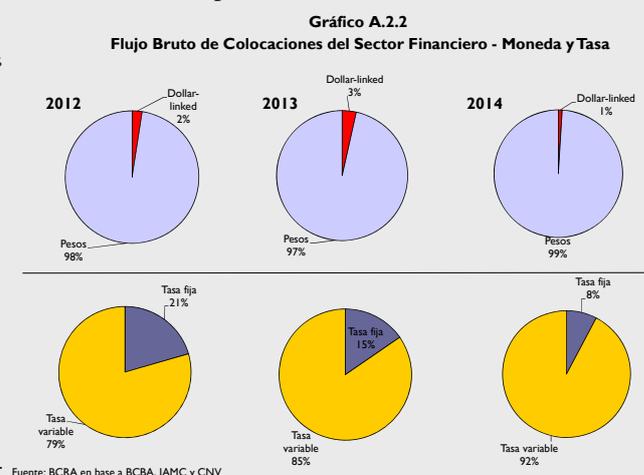
El sector financiero en sentido amplio –incluyendo bancos y entidades financieras no bancarias (EFNB) reguladas por el BCRA, grupos financieros, circuitos cerrados de tarjetas de crédito y otros³⁷— continuó siendo uno de los principales colocadores de obligaciones negociables (ONs) en 2014, después del sector de petróleo y gas³⁸. El sector financiero, obtuvo en el año financiamiento por más de \$11.700 millones, lo que implica un incremento nominal de 10% con respecto a 2013 en el flujo de colocaciones, con una tasa de crecimiento menos marcada que la del año previo (ver Gráfico A.2.1). Este aumento

³⁷ Compañías de *leasing*, cooperativas de crédito, casas de cambio, etc.

³⁸ En cada uno de los últimos tres años el sector financiero explicó cerca de un tercio del flujo total de colocaciones de ONs por parte de empresas argentinas.

en el flujo bruto de deuda para el sector durante 2014 estuvo liderado por las operaciones de bancos (los principales colocadores del segmento, que explican casi la mitad del monto obtenido por el sector en el año) y circuitos cerrados de tarjetas, al tiempo que las operaciones de EFNB evidenciaron una merma en los montos obtenidos a través de ONs³⁹. Más recientemente, en el primer trimestre de 2015 el sector financiero colocó nueva deuda por casi \$1.900 millones, por debajo de los casi \$2.200 millones colocados en igual período de 2014.

En línea con lo que se observó en años anteriores, en 2014 las colocaciones de deuda del sector financiero siguieron siendo casi en su totalidad en moneda local (ver Gráfico A.2.2), con una ponderación marginal de las transacciones denominadas en dólares pero pagaderas en pesos, formato conocido como *dollar-linked*. Este sector no coloca deuda en dólares desde el primer semestre de 2011⁴⁰. En el primer trimestre de 2015 todas las operaciones fueron en pesos.

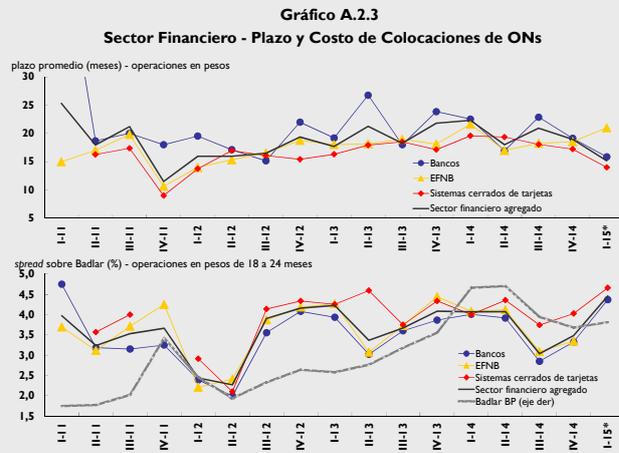


El plazo promedio ponderado para las operaciones en pesos se mantuvo en 2014 en torno a los 20 meses, sin mayores cambios con respecto a 2013. Si bien este promedio resultó representativo para los bancos, en el caso de los grupos financieros fue mayor (25 meses), mientras que para las EFNB y los sistemas cerrados de tarjetas el promedio estuvo en un rango de 18-19 meses. Ya en 2015, sin embargo, el plazo tendió a contraerse para el

³⁹ En el caso de las EFNB que colocan deuda en el mercado de capitales, la mayoría son financieras vinculadas a automotrices, aunque algunas se dedican al financiamiento del consumo.

⁴⁰ Las operaciones en dólares se volvieron esporádicas después de la crisis financiera internacional de 2008-2009. Previo a la crisis, su ponderación sobre los flujos de colocaciones anuales llegó a ser significativa.

agregado del sector financiero, cayendo a cerca de 15 meses en promedio ponderado durante el primer trimestre (ver Gráfico A.2.3).



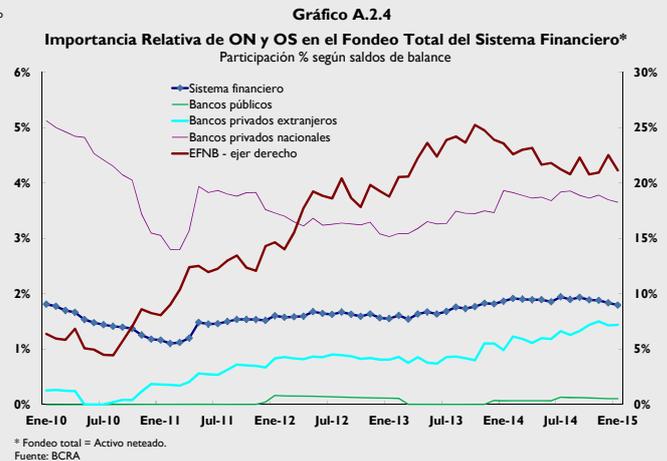
Fuente: BCRA en base a BCBA, IAMC y CNV. (*) primer trimestre del año

La mayor parte de los montos colocados por el sector financiero en 2014 fueron a tasa variable, con ponderación cada vez más baja para las operaciones a tasa fija (8%), en general vinculadas a plazos más cortos de colocación. Esta tendencia mostraba un cambio a principios de 2015 cuando, en un contexto de plazos de colocación más bajos, la ponderación colocada a tasa fija subía a más de la mitad de los montos obtenidos en enero-marzo, al tiempo que 17% pasaba a estar explicado por estructuras mixtas (con tasa fija inicial y un segundo período a tasa variable).

En lo que respecta al costo de financiamiento, para las estructuras más representativas (colocaciones en pesos a plazos entre 18 y 24 meses con tasa variable) en 2014 los *spreads* de colocación fueron variando, pero en forma menos marcada que la tasa de interés Badlar Bancos Privados. De esta manera, el costo de financiamiento evidenció un incremento en el primer trimestre de 2014, ligera tendencia positiva en el segundo y sesgo bajista cada vez más suave en los dos trimestres siguientes, hasta comenzar a mostrar una leve suba más recientemente⁴¹. Así, mientras que la Badlar Bancos Privados pasó de un promedio de casi 17% en 2013 a uno de 22,5% en 2014, el costo promedio para colocaciones del sector financiero a tasa variable con plazo entre 18 y 24 meses pasó de un promedio de casi 21% a uno mayor a 26%. Por otra parte, se destaca que –en promedio ponderado y para este rango de plazos *benchmark*– en 2014 los bancos colocaron con *spread* de casi 350pb sobre Badlar⁴², un nivel poco más bajo que el obtenido por

resto de los subgrupos que componen al sector. La diferencia más marcada es con los grupos cerrados de tarjetas, que en promedio y para plazos representativos, colocaron con sobre-tasa de 400 p.b. por encima de la Badlar Bancos Privados en 2014.

Se estima que el saldo de instrumentos de deuda (ONs y obligaciones subordinadas) emitidos por el sector financiero ascendía a fines de 2014 a casi \$29.000 millones, con un incremento anual cercano a 5%. De este total, poco menos de dos tercios corresponderían a bancos y un 16% a EFNB, con una ponderación similar a la de los circuitos cerrados de tarjetas. Por otro lado, poco más del 60% del saldo total estaría denominado en pesos, mientras que más de un tercio sería en moneda extranjera (la ponderación de los instrumentos *dollar-linked* sobre el saldo es marginal).



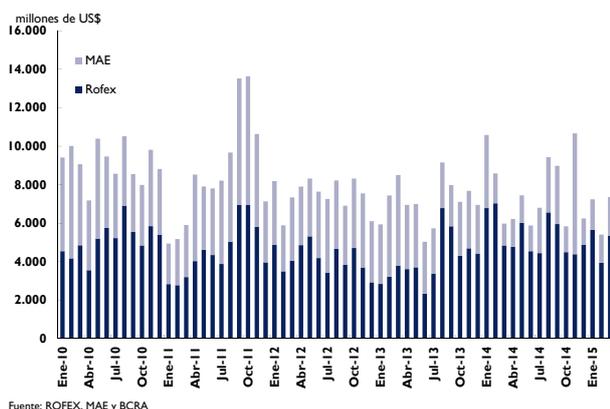
* Fondo total = Activo netado.
Fuente: BCRA

En el caso de las entidades que son reguladas por el BCRA (bancos y EFNB), las ONs constituyen una alternativa de fondeo de mayor plazo que la base tradicional de depósitos. En perspectiva, pese a que la ponderación de las ON y las obligaciones subordinadas sobre el total del fondeo de los bancos ha sido ligeramente creciente en los últimos dos años (ver Gráfico A.2.4), se mantiene en niveles bajos; entre este tipo de entidades la mayor ponderación se da para las privadas nacionales (4%). En el caso de las EFNB el peso de las ON sobre el fondeo total es más preponderante (en un rango de 20-25% en los últimos meses), tras el importante crecimiento observado desde mediados de 2010 hasta fines de 2013, si bien posteriormente tendió a caer.

⁴¹ En este caso el costo de financiamiento se calcula superponiendo los *spreads* al momento de colocación a los valores de Badlar observados.

⁴² Aunque en todo 2014 en los plazos mencionados (18 a 24 meses) hubo operaciones de bancos con *spread* sobre Badlar Bancos Privados en un rango de 200-500 p.b., considerando operaciones de entidades con diferente calificación de riesgo.

Gráfico II.24
Negociación de Futuros de Dólar



operaciones fueron en pesos aunque la magnitud de las dos colocaciones en dólares de YPF llevó a que estas representen 43% del monto en el primer trimestre.

Durante 2014 el plazo promedio ponderado por monto de las operaciones en pesos se ubicó en 23 meses⁴³, con oscilaciones relativamente acotadas durante los doce meses (exceptuando a mitad de año, cuando el plazo cayó por debajo de los 20 meses). Ya en 2015, si bien en enero y febrero el plazo promedio se redujo, en marzo repuntó, de forma que en promedio ponderado se mantuvo en 23 meses. En relación al costo de financiamiento de las operaciones en pesos, se verifica en lo que va del corriente año cierto aumento siguiendo la tendencia iniciada en los últimos meses de 2014, y en un contexto de alza gradual de la Badlar Bancos Privados. A su vez, en las últimas semanas algunas empresas han colocado títulos bajo una estructura mixta de tasas (primer tramo de hasta 12 meses a tasa fija y segundo tramo posterior a Badlar Bancos Privados más un margen).

El volumen de cheques de pago diferido, principal instrumento de financiación a través del mercado de capitales por parte de las PyMes (ver Apartado 3), creció casi 70% en 2014 hasta \$5.120 millones, aunque comenzó a observarse un menor volumen mensual a partir de octubre, tendencia que continuaba en los primeros meses de 2015, en parte debido a factores estacionales.

El financiamiento mediante suscripción de acciones fue reducido en 2014, con menos de \$320 millones en tres operaciones. No obstante, todas involucraron nuevo financiamiento (una de ellas fue una oferta pública inicial), a diferencia de lo observado en 2013 (cuando hubo una operación por reestructuración y emisión de nuevas acciones por un total de unos \$550 millones). En lo que va de 2015 no se colocaron nuevas acciones.

El monto negociado en derivados de tipo de cambio aumentó 8% en 2014, a partir de un volumen elevado en algunos meses puntuales (ver Gráfico II.24). Esta evolución habría estado en parte asociada a modificaciones regulatorias vinculadas a la posición global neta de moneda extranjera de las entidades financieras⁴⁴. Al comienzo de 2015 se verifica una caída interanual, aunque con volumen más próximo al observado a fines de 2014. Las tasas implícitas en las operaciones de contratos de futuros de dólar descendieron en los últimos meses.

En perspectiva, se espera que las cotizaciones de los activos argentinos mantengan el sesgo positivo mostrado a comienzos de 2015. Sin embargo, el comportamiento de estos instrumentos seguiría estando condicionado por diversos factores, como la posibilidad de un cambio en el

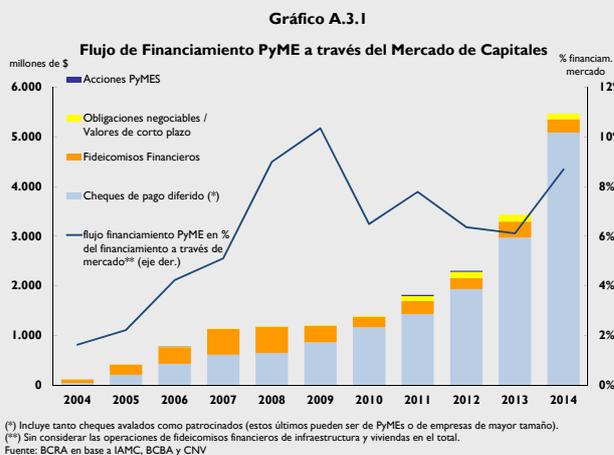
⁴³ Excluyendo las operaciones de YPF (debido a la magnitud y particularidades de las mismas).

⁴⁴ Com. "A" 5536 y 5627.

Apartado 3 / Financiamiento a PyME a través del Mercado de Capitales

El financiamiento a las PyMEs a través de los mercados de capitales locales siguió creciendo en 2014. Esta dinámica estuvo fundamentalmente explicada por la evolución de la negociación de cheques de pago diferido, al tiempo que otros instrumentos a mayor plazo, como los las obligaciones negociables y los fideicomisos financieros evidenciaron un flujo decreciente en el año. En 2014 menos del 10% del financiamiento a través de mercados fue destinado a PyMEs, por lo que se mantiene un importante potencial de crecimiento como fuente complementaria al fondeo a través de bancos

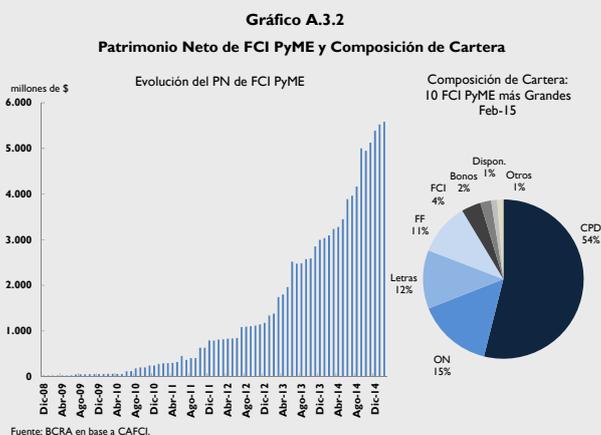
Las PyMEs pueden acceder al mercado de capitales doméstico a través de una serie de instrumentos con diferentes características, que incluyen —entre las principales alternativas— a los Cheques de Pago Diferido (CPD), los fideicomisos financieros (FF), las obligaciones negociables (ON) y las acciones. En 2014 el flujo de financiamiento a PyMES a través de estos instrumentos ascendió a casi \$5.500 millones, con un incremento interanual cercano al 60%.



Los montos obtenidos a través de los mercados se dinamizaron en los últimos dos años, con tasas de crecimiento que casi duplican a la de los dos años previos (ver Gráfico A.3.1). Entre los diferentes factores que habrían influido en este comportamiento, se encuentran la ampliación en 2013 de los parámetros para que una empresa pueda ser considerada MIPyME⁴⁵ y el creciente posicionamiento de inversores institucionales (como el FGS y

⁴⁵ Estos parámetros ya se habían ampliado en 2010. Para más información sobre factores que ayudan a explicar el crecimiento de los instrumentos PyME en 2003-2012 ver Apartado “Financiamiento a PyMEs a través del mercado de capitales doméstico” en el Boletín de Estabilidad Financiera del Primer Semestre de 2013.

las compañías de seguros⁴⁶) en instrumentos de este segmento a través de los fondos comunes de inversión (FCI) especializados en PyMEs. El saldo de estos FCI era de casi \$5.400 millones a fines de 2014, con un incremento de casi 80% en el año⁴⁷ (ver Gráfico A.3.2). Por otra parte, debe tenerse en cuenta que a fines de 2012 se promulgó la Nueva Ley de Mercado de Capitales (Ley. 26.831) que, entre sus objetivos, incluyó la promoción del acceso de las PyMEs a los mercados de capitales⁴⁸.



En términos de instrumentos, la dinámica del financiamiento PyME a través de los mercados en los últimos años está principalmente explicada por la evolución de los CPD, segmento que ya en 2010 pasaba a explicar más del 80% del flujo anual de financiamiento, y que en 2014 explicó un 93% del total. El monto total transado de CPD aumentó más de 70% en 2014, en contraposición con los flujos de colocaciones de FF y ONs PyME (con operaciones más esporádicas), que cayeron 17% y 15%, respectivamente. Por último, desde 2013 que no hay operaciones de colocación de acciones del segmento PyME.

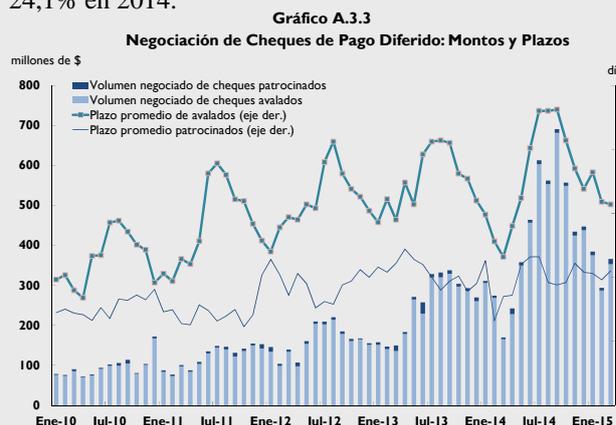
En 2014 las PyME obtuvieron financiamiento por casi \$5.100 millones a través de la negociación de CPD, una

⁴⁶ En 2013 entró en vigencia el piso de inversiones en proyectos productivos para las compañías de seguros (Circular 37.163 de la Superintendencia de Seguros de la Nación). Entre las inversiones productivas aprobadas hay instrumentos PyME y FCI PyME.

⁴⁷ Más de la mitad de la cartera de estos FCI está invertida en CPD, y la ponderación de ON y FF en forma conjunta es de casi un cuarto del total. Estos FCI también tienen parte de su cartera en inversiones líquidas no vinculadas a financiamiento PyME. Según la última presentación del FGS ante la Comisión Bicameral del Congreso, a octubre de 2014 el FGS tenía el 43% del patrimonio de estos FCI.

⁴⁸ Para más información sobre la mencionada Ley, ver Apartado “Nueva Ley de Mercado de Capitales y Reglamentación” en el Boletín de Estabilidad Financiera del Segundo Semestre de 2013.

operatoria que es en pesos y con plazo máximo de un año. El grueso de los volúmenes siguió estando explicado por los cheques avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR), mientras que los patrocinados⁴⁹ continuaron representando una porción marginal (ver Gráfico A.3.3). En 2014 se destaca que en el segmento avalado se dio un incremento de 56% en el monto promedio ponderado de cada operación (hasta más de \$72.000) y que el plazo promedio mensual marcó nuevos máximos, llegando a superar los siete meses y medio en el período julio-septiembre, aunque posteriormente tendía a contraerse⁵⁰. Con respecto al costo de financiamiento, si bien a comienzos de año la tasa de descuento de los cheques avalados acompañó al comportamiento de la Badlar Bancos Privados (con suba en el primer bimestre y posterior tendencia bajista), a partir de agosto la tasa de los CPD pasó a mostrar un comportamiento alcista, pese a que la Badlar se mantuvo en torno a 20% (ver Gráfico A.3.4). En este contexto cambiante, la tasa de descuento promedio para los cheques avalados pasó de 18,6% en 2013 a 24,1% en 2014.



Fuente: IAMC

Más recientemente, en el primer trimestre de 2015 la negociación de CPD mostró una caída de 27% con respecto al último trimestre de 2014 (aunque se incrementaba 38% interanualmente), una evolución que en parte respondería a factores estacionales⁵¹. Esto se dio en un contexto de merma en los plazos operados e incrementos en las tasas de descuento en el caso de los cheques avalados.

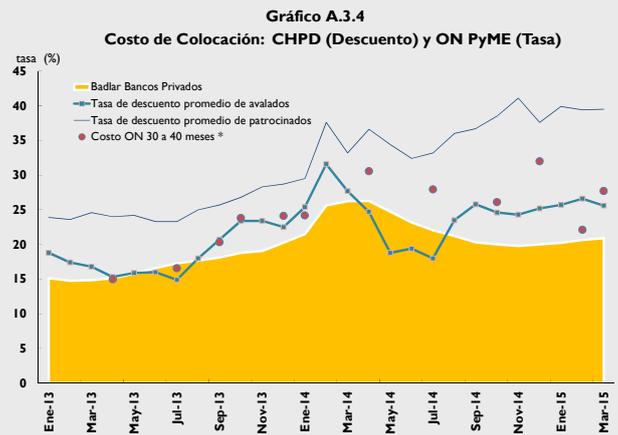
En el caso de los fideicomisos, en 2014 se colocaron FF PyME por más de \$266 millones. Hubo seis operaciones, tres colectivas y tres individuales, y casi la totalidad de las transacciones estuvieron vinculadas, como es usual,

⁴⁹ Colocados directamente por la empresa que emite el cheque.

⁵⁰ En todo el año el plazo promedio ponderado para los cheques avalados fue cercano a seis meses y medio, contra seis meses en 2013.

⁵¹ En los 5 años previos en promedio el volumen de financiamiento a través de este instrumento durante el primer trimestre del año fue más de 10% menor al de los tres meses previos (y sólo en un año se registró una variación positiva).

con el sector agropecuario. Con respecto a las características de las colocaciones el 55% del monto conseguido a través de este tipo de instrumentos fue en pesos y el resto fue denominado en dólares pero pagadero en pesos. En este segmento se observó una importante heterogeneidad en materia de montos (por ejemplo, las operaciones individuales estuvieron en un rango de \$10-100 millones) y plazos (para todas las operaciones, en un rango que va de menos de un año a 6,5 años).



(* Para operaciones a tasa variable se suma el spread pactado a última Badlar conocida antes de la operación. Fuente: elaboración propia en base a IAMC, BCBA y CNV.

En 2014 hubo operaciones de ON de PyMEs en el mercado primario por un monto total de \$117 millones. Los instrumentos de empresas dedicadas a servicios financieros explicaron 42% de este monto anual, seguidas por las textiles (21%) y por operaciones con menor peso de diferentes sectores (agricultura y ganadería, salud y construcción, entre otros). Con respecto a las características de las colocaciones, en 2014 la totalidad de las operaciones fueron en pesos⁵², con un tamaño promedio por operación de casi \$10 millones (levemente por debajo del de 2013). El plazo promedio ponderado de colocación fue de 37 meses en 2014, casi 3 meses menos que para las transacciones en pesos en 2013. Con respecto al costo de emisión, las operaciones a tasa variable con plazos entre 30 y 40 meses se hicieron con *spread* sobre Badlar Bancos Privados de 675 p.b. en promedio ponderado (con un rango de 410-1.200 p.b.).

Otro instrumento disponible es el pagaré, que pasó a ser contemplado como valor negociable a partir de la Nueva Ley de Mercado de Capitales. El pagaré bursátil, con rango de plazos mayor a los del CPD (hasta 5 años) y posibilidad de ser avalado por una SGR, fue formalmente lanzado a fines de 2013, cuando la CNV aprobó su comercialización y el Merval la habilitó, si bien en la práctica su uso ha sido muy acotado. En tal sentido, recién

⁵² El año previo hubo una sola operación denominada en dólares y pagadera en pesos. Las operaciones *dollar-linked* tuvieron una ponderación predominante en 2008-2010.

temente se anunció que se enviará al Congreso un proyecto de ley para facilitar el uso de este mecanismo.

En 2014 el financiamiento a PyMEs representó menos del 10% del total obtenido a través de los mercados de capitales. Aunque dicho porcentaje es todavía bajo, su evolución resulta positiva en comparación con los valores de casi 2% observados a comienzos de la década pasada⁵³. En tal sentido, estos instrumentos mantienen un considerable potencial de crecimiento (como complemento del financiamiento bancario a las empresas de mayor tamaño), en particular aquellos que permiten el acceso a fondos a mayor plazo y por montos considerables.

⁵³ Para más información ver Apartado “Financiamiento a PyMes a través del mercado de capitales doméstico” en el Boletín de Estabilidad Financiera del Primer Semestre de 2013.

apetito por activos de riesgo en los mercados financieros internacionales (en un contexto desafiante para los activos emergentes) y la evolución del litigio con fondos buitre, entre otros.

III. Situación de Deudores

Síntesis

La actividad del sector corporativo presentó un comportamiento mixto a lo largo de 2014, con un crecimiento de los servicios —a un menor ritmo que en períodos previos— y cierta estabilidad en la producción de bienes —donde el desempeño negativo del sector automotor y de las industrias relacionadas como caucho y plástico fue compensado por el crecimiento de otras ramas industriales, de la construcción y del sector agropecuario—. Estas tendencias se habrían mantenido en términos generales en el inicio de 2015. Esto se dio en un contexto de leve crecimiento del nivel de endeudamiento sectorial estimado, que totalizó, a fines de 2014, 18,7% del producto. En el acumulado del año se verificó una pequeña disminución de la deuda asumida con el sistema financiero local en términos del producto, registrándose un ligero aumento del nivel de endeudamiento externo medido en moneda nacional como resultado de la evolución del tipo de cambio peso-dólar a lo largo del año.

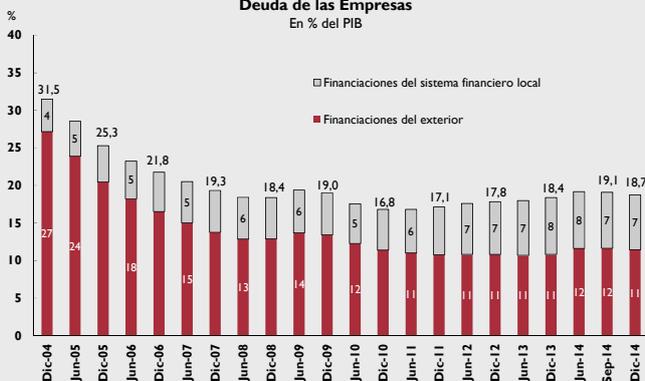
Los ratios de endeudamiento de los distintos segmentos del sector corporativo no presentaron cambios de magnitud en el período, manteniéndose en niveles bajos si se los compara internacionalmente. De esta manera, en general permanece relativamente estable la posición financiera de las firmas, acotando potenciales desafíos que pudiera presentar el comportamiento de los niveles de actividad sectoriales. En este sentido también con-

tribuyen las políticas públicas que permiten al sector contar con recursos financieros en condiciones de tasa de interés y plazo ventajosas (entre las que se encuentra la Línea de Créditos para la Inversión Productiva del BCRA) al tiempo de buscar influir sobre la demanda (Programa “Ahora 12”, SUBEneficio, entre otros).

El nivel de endeudamiento estimado del agregado de los hogares evidenció una gradual caída en los últimos meses en términos de la masa salarial, en un escenario de sostenido crecimiento de los ingresos nominales del sector. La deuda de los hogares se ubicó en 20% de la masa salarial —neta de aportes y contribuciones— en el cierre de 2014, verificando una reducción interanual de 2 p.p. Por su parte, la carga financiera de las familias se mantiene en niveles moderados (12,7% de la masa salarial), contribuyendo a sostener la capacidad de pago del sector.

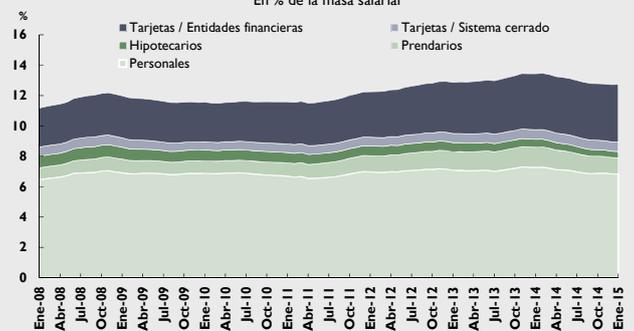
Considerando la trayectoria de los ingresos y gastos del Sector Público Nacional no Financiero, los resultados primario y financiero en los últimos 12 meses acumulados a enero de 2015 representaron aproximadamente -0,9% y -2,7% del PIB, respectivamente. La Deuda Pública Nacional que se encuentra en manos de acreedores privados, en especial la denominada en moneda extranjera, medida en términos del PIB, se mantiene en niveles relativos significativamente bajos.

Gráfico III.1
Deuda de las Empresas
En % del PIB



Nota: Se considera el promedio móvil de cuatro trimestres de financiamientos en el numerador, así como el promedio móvil de cuatro trimestres de producto en el denominador. Los datos están sujetos a posteriores rectificaciones.
Fuente: BCRA e INDEC

Gráfico III.2
Indicador de Carga Financiera de las Familias
En % de la masa salarial

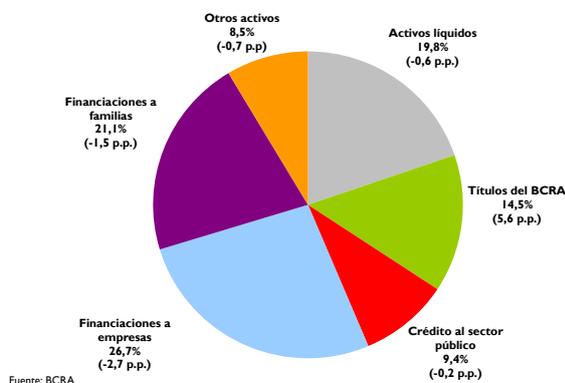


Nota: En el cálculo se consideran los servicios mensuales estimados por préstamos (capital e intereses), en términos de la masa salarial mensual estimada.
Fuente: BCRA

Gráfico III.3

Cartera Activa del Sistema Financiero

% del activo neteado a diciembre de 2014 - Entre paréntesis var. en el acumulado de 2014 en p.p.

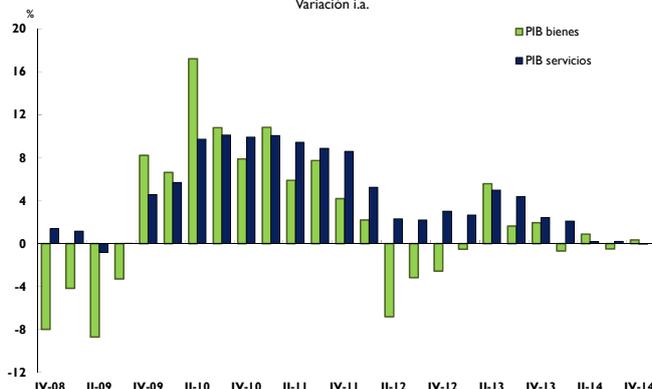


Fuente: BCRA

Gráfico III.4

PIB Bienes y Servicios

Variación i.a.

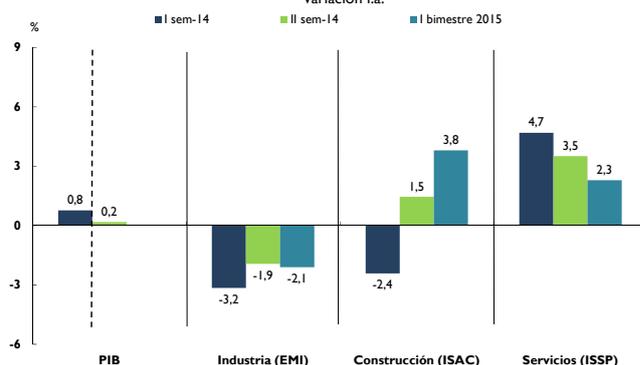


Fuente: INDEC

Gráfico III.5

Indicadores de Actividad

Variación i.a.



Fuente: INDEC

III.1 Deudores del sistema financiero

En un escenario de moderación del crecimiento de la actividad de intermediación financiera local, en el transcurso de 2014 se observó una disminución de la ponderación del financiamiento a las empresas (-2,7 p.p. hasta 26,7%) y a las familias (-1,5 p.p. hasta 21,1%) en los activos de las entidades financieras⁵⁴ (ver Gráfico III.3). La participación del financiamiento al sector público también verificó una reducción en el período (-0,2 p.p. hasta 9,4%). Como contrapartida se observó una mayor ponderación de los recursos más líquidos (agregado de activos líquidos y títulos del BCRA) en cartera de las entidades.

III.2 Empresas

En el segundo semestre de 2014 la actividad económica se incrementó levemente en términos interanuales (i.a.), por lo que el producto a precios de 2004 finalizó el año pasado con un crecimiento de 0,5% respecto de 2013. Esta dinámica fue el resultado de un crecimiento de los servicios, aunque a un menor ritmo que en períodos previos, y de cierta estabilidad en la producción de bienes (ver Gráfico III.4). Los indicadores adelantados señalan que esta tendencia se habría mantenido, en términos generales, en el inicio de 2015 (ver Gráfico III.5 y Capítulo II).

El nivel estimado de endeudamiento, medido en términos del PIB, para el sector corporativo totalizó 18,7%⁵⁵ en el cierre de 2014. Este indicador del tamaño relativo de la deuda del sector, si bien observó un ligero aumento en el año, se mantiene en niveles relativamente bajos tanto en términos históricos (ver Gráfico III.1) como en una comparación internacional (ver Gráfico III.6). En el acumulado de 2014 se verificó una pequeña caída en el endeudamiento proveniente del sistema financiero local, al tiempo que se observó un aumento del nivel de endeudamiento externo medido en moneda nacional como resultado de la evolución del tipo de cambio peso-dólar a lo largo del año⁵⁶.

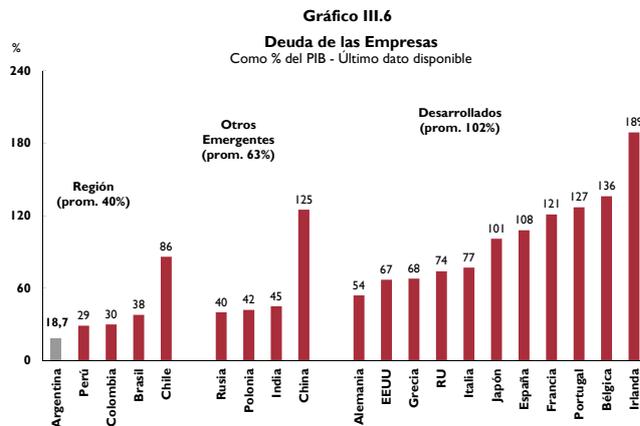
Poco más del 60% de la deuda total agregada del sector corporativo está vinculado a líneas de crédito del exterior. De este total, las líneas de tipo comercial explican el 62%⁵⁷, dentro de las cuales aproximadamente el 43% está originada en empresas del mismo grupo. Por su par-

⁵⁴ Información extraída de la Central de Deudores (comprende tanto moneda nacional como extranjera). Las financiamientos a empresas se definen aquí como aquellas otorgadas a personas jurídicas y el financiamiento comercial otorgado a personas físicas. Por su parte, se considera préstamos a familias a aquellos otorgados a personas físicas, excepto que tengan destino comercial.

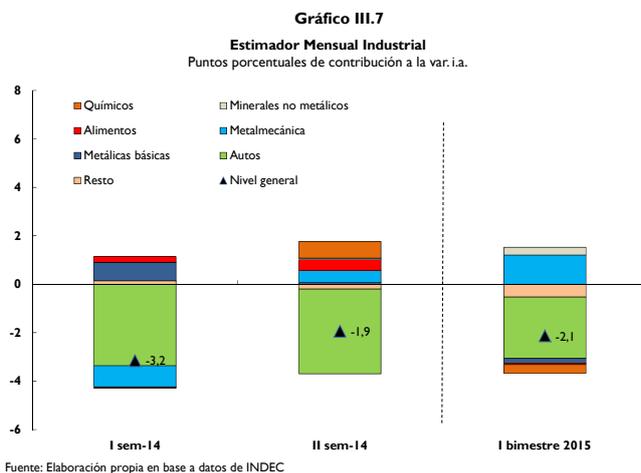
⁵⁵ Se considera el promedio móvil de cuatro trimestres de financiamientos en el numerador, así como el promedio móvil de cuatro trimestres de producto nominal en el denominador.

⁵⁶ Cabe considerar que el endeudamiento de las empresas verifica una caída en 2014 si se considera su monto en moneda de origen.

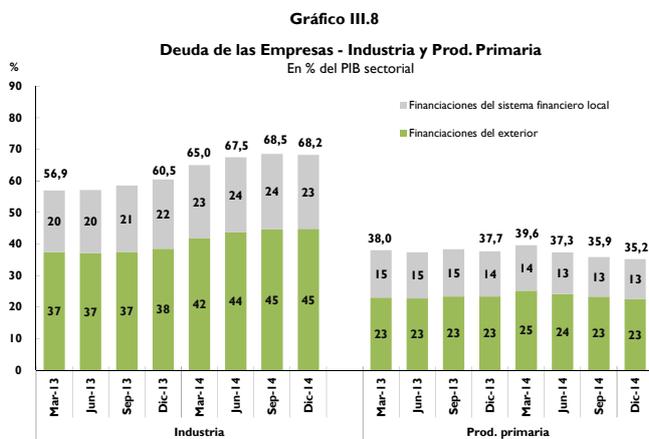
⁵⁷ Participación relativamente más alta en las empresas industriales y de servicios.



Nota: Datos de 2014. Fuente: McKinsey Global Institute (2015) y BCRA



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



Nota: Se considera el promedio móvil de cuatro trimestres de financiamientos en el numerador, así como el promedio móvil de cuatro trimestres de producto en el denominador. Los datos están sujetos a posteriores rectificaciones
Fuente: BCRA e INDEC

te, casi la mitad de la deuda financiera —con mayor participación relativa en los sectores primarios, especialmente aquellos vinculados al petróleo y la minería— está asociada a operaciones realizadas con el mismo grupo.

A lo largo de 2014 se incrementó la ponderación relativa de los recursos financieros canalizados por el sistema financiero a las empresas vinculadas a la producción primaria de bienes, al comercio y a la construcción (ver Gráfico IV.10). La industria, segmento que presentaba casi 37,4% del total del financiamiento a empresas a fines de 2014, redujo su participación en el período, lo mismo que ocurrió con el sector de servicios.

Si bien un entorno de menor crecimiento de la actividad (ingresos) en parte de los sectores productivos podría influir en el margen sobre su posición de holgura financiera, se deben ponderar los muy bajos niveles relativos de endeudamiento que aún prevalecen. En el mismo sentido, cabe considerar que las políticas públicas oportunamente impulsadas han contribuido a acotar un eventual impacto sobre la carga financiera de los deudores corporativos, en particular desde la implementación de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva que canaliza créditos con destino productivo en condiciones ventajosas (ver Capítulo IV y Apartado 4).

Sectores productivos

Industria

La actividad manufacturera disminuyó —capturada por el Estimador Mensual Industrial (EMI)— 1,9% i.a. en la segunda mitad de 2014, debido principalmente al desempeño del sector automotor y de las industrias relacionadas como caucho y plástico. También tuvieron un comportamiento desfavorable la refinación de petróleo y los textiles. Los datos disponibles sobre el inicio de 2015 dan cuenta de un retroceso de 2,1% i.a. del sector, en línea con la evolución en los meses previos. La industria automotriz, el sector de caucho y plástico, la producción de químicos y la edición e impresión fueron los principales responsables de este desempeño en el corriente año, mientras que exhibieron un alza los niveles de producción de la metalmecánica, los minerales no metálicos y la refinación de petróleo (ver Gráfico III.7).

El nivel de utilización de la capacidad instalada (UCI) del conjunto de la industria se ubicó en 72,2% en la segunda mitad de 2014 y resultó en una caída de 1,5 puntos porcentuales (p.p.) en relación a igual período del año previo. En lo que va de 2015 la UCI recortó la disminución interanual a 1,2 p.p.

Tabla III.1

Producción Agrícola Principales Cultivos

	2013/14 miles tns (e)	2014/15 miles tns (p)	Var % 2014/15 vs. 2013/14	Dif. en miles de tns 2014/15 vs. 2013/14
Cereales	52.648	52.114	-1,0	-534
Maíz	33.000	30.000	-9,1	-3.000
Trigo	9.200	13.900	51,1	4.700
Otros	10.448	8.214	-21,4	-2.234
Oleaginosas	56.695	62.286	9,9	5.590
Soja	53.400	58.000	8,6	4.600
Otros	3.295	4.286	30,1	990
Resto	1.605	1.281	-20,2	-324
Total	110.948	115.680	4,3	4.732

e: Estimado; p: Proyectado

Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

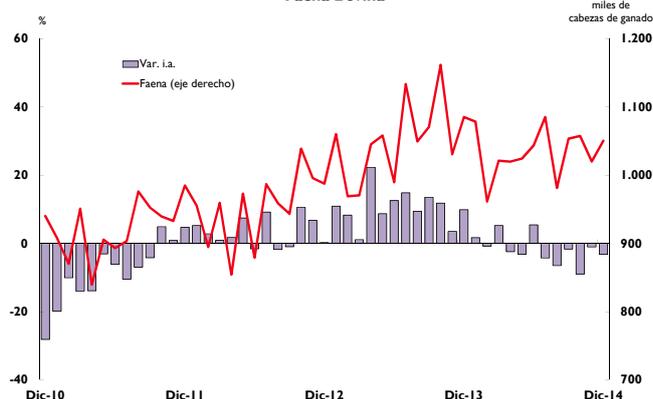
En este contexto, el ratio de endeudamiento del sector manufacturero evidenció una tendencia creciente a lo largo de 2014, principalmente de la mano de la menor actividad sectorial y del efecto de la evolución del tipo de cambio nominal peso-dólar sobre el componente externo de financiamiento. De esta manera, el nivel de deuda agregada estimada del sector industrial superó 68% del producto en el cuarto trimestre del año, casi 8 p.p. por encima del valor observado en el cierre de 2013 (ver Gráfico III.8). El financiamiento externo siguió representando dos tercios del total, encontrándose especialmente originado en líneas asociadas a la actividad comercial —vinculadas a la importación y exportación—, el resto correspondiendo a préstamos financieros o títulos de deuda, entre otros instrumentos.

Producción primaria

La actividad agropecuaria se vio favorecida por la mayor producción agrícola durante el segundo semestre de 2014, en tanto que el sector pecuario se mantuvo en baja. El crecimiento de la agricultura estuvo ligado a las tareas de la campaña 2014/15, cuya producción se elevaría un 4,3% en relación al ciclo previo y alcanzaría un nuevo máximo histórico de 115,7 millones de toneladas. El impulso provino de la cosecha de trigo, que finalizó en 13,9 millones de toneladas (+51,1%), y de la mayor siembra de soja, con una cosecha estimada en 58 millones de toneladas (+8,6%) (ver Tabla III.1). De esta manera, se prevé que la actividad agrícola siga contribuyendo a la expansión del sector, a partir del aporte que tendrán las tareas relacionadas con la cosecha de soja, que alcanzaría un récord.

Gráfico III.9

Faena Bovina

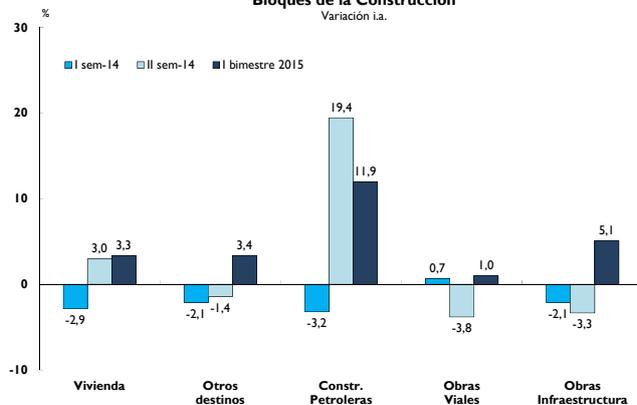


Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

La actividad ganadera experimentó una baja, con una caída de las cabezas de bovinos faenados de 4,3% i.a. entre julio y diciembre (ver Gráfico III.9). Por el contrario, la faena de aves recuperó dinamismo en dicho período, con un aumento del 2,6% i.a. de las toneladas obtenidas, que alcanzó a 4,5% i.a. en enero del corriente año. En tanto, la producción de leche, capturada por el EMI, se mantuvo en baja durante el segundo semestre de 2014 e inicios de 2015.

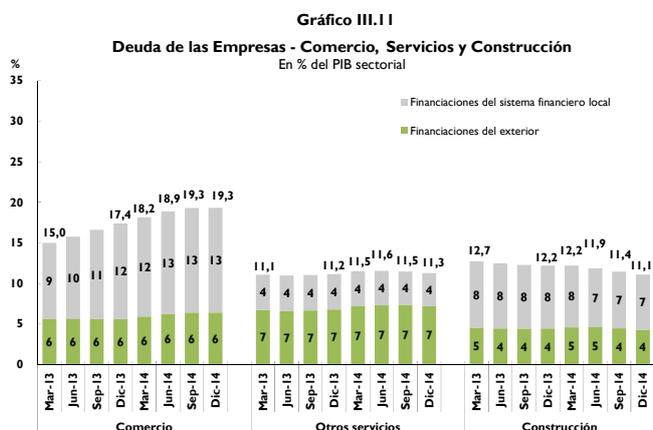
Gráfico III.10

Bloques de la Construcción

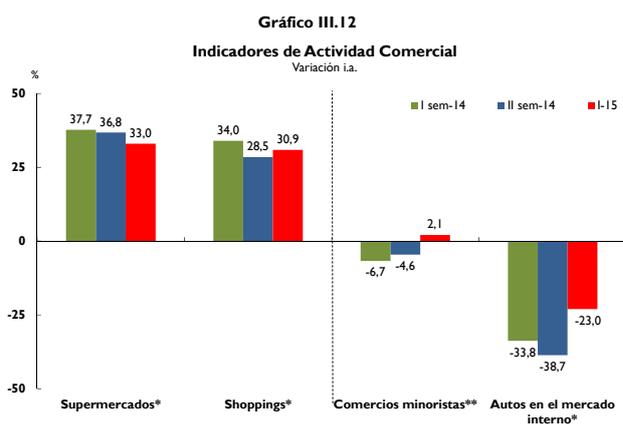


Fuente: INDEC

Otras actividades vinculadas al sector primario exhibieron un desempeño heterogéneo en el segundo semestre de 2014. En particular, según se desprende de la información de Cuentas Nacionales, la explotación de minas y canteras se incrementó 2% i.a. en la segunda mitad del año pasado, tras crecer 1,6% i.a. en la primera. En tanto, la producción de petróleo disminuyó 1,9% i.a. entre julio y diciembre, aunque recortó la caída a 1,1% i.a. en el comienzo de 2015.

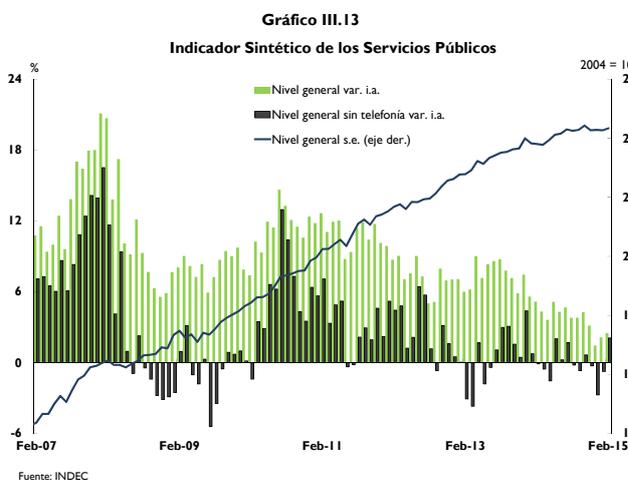


Nota: Se considera el promedio móvil de cuatro trimestres de financiamientos en el numerador, así como el promedio móvil de cuatro trimestres de producto en el denominador. Los datos están sujetos a posteriores rectificaciones
Fuente: BCRA e INDEC



Fuente: INDEC, CAME y ADEFA

* I-15 datos a febrero; ** Relevadas por CAME más de 400 comercios del país



Fuente: INDEC

Después de aumentar en el inicio de 2014, el nivel de endeudamiento estimado de las firmas vinculadas a la producción primaria disminuyó a lo largo del año, hasta totalizar un nivel de aproximadamente 35% del producto (ver Gráfico III.8). Esta tendencia estuvo originada en el crecimiento relativo de la actividad del sector, que se ubicó por encima de la evolución de sus pasivos con entidades financieras locales y con el exterior. El financiamiento externo sigue representando aproximadamente dos tercios del total, principalmente originado en los segmentos del petróleo y minería (instrumentado principalmente mediante deuda financiera).

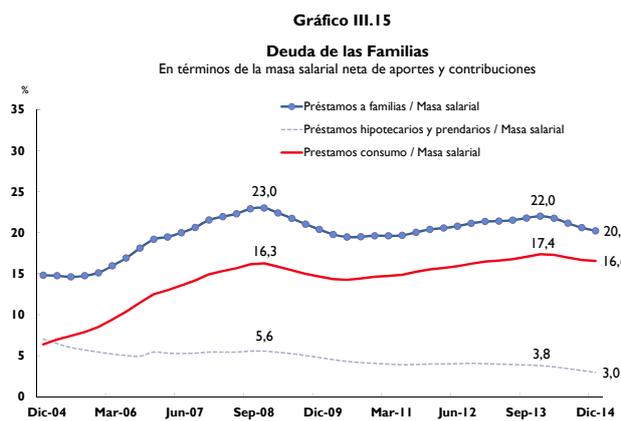
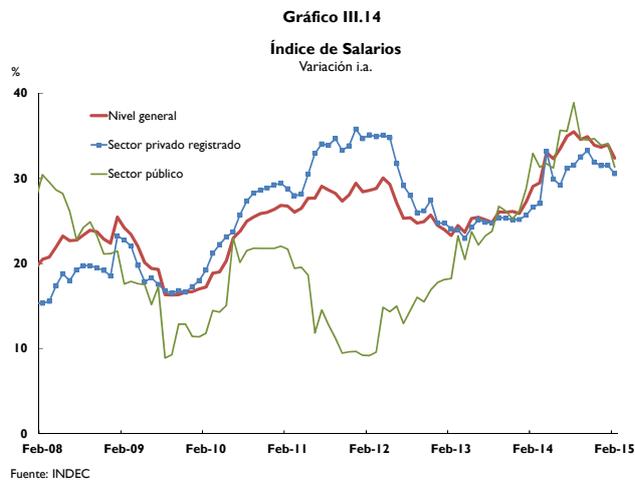
Construcción

La construcción recuperó dinamismo desde mediados del año pasado con un alza de 1,5% i.a., de acuerdo al Indicador Sintético de Actividad de la Construcción durante el segundo semestre de 2014 y de 3,8% i.a. en el primer bimestre de 2015. En los primeros meses del período bajo análisis el impulso al sector provino de las obras vinculadas fundamentalmente al ámbito privado, con un aumento de las obras petroleras y de las viviendas. Sin embargo, más recientemente las construcciones ligadas al sector público, como las viales y las de infraestructura, registraron una recuperación (ver Gráfico III.10).

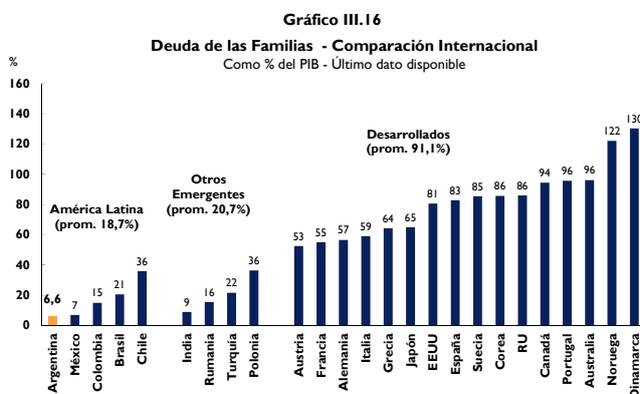
La relación entre la deuda asumida y el producto del sector se redujo gradualmente a lo largo de 2014, hasta totalizar poco más de 11% (ver Gráfico III.11). De esta forma, la construcción se mantuvo entre los sectores productivos menos endeudados de la economía local, mostrando una relativamente baja participación del financiamiento externo.

Sector comercial

La actividad comercial se redujo en la segunda mitad de 2014 en relación a un año atrás. Esta dinámica se observó en la menor cantidad comprada de bienes de consumo (-9,3% i.a.) al exterior, que disminuyó en cuantía semejante en el inicio de 2015, y en la caída de la comercialización de vehículos, tanto nacionales como importados. Las ventas en comercios minoristas relevadas por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) dan cuenta de una merma de 4,6% i.a. en el segundo tramo de 2014, con una recuperación en el primer trimestre de 2015 (+2,1% i.a.). Por otro lado, se registró un alza en la facturación en los supermercados del 36,8% i.a., tras crecer 37,7% i.a. en la primera mitad de 2014, mientras que las ventas nominales en centros de compras se elevaron 28,5% i.a. en el segundo semestre



Nota: Los préstamos a las familias incluyen el financiamiento del sistema financiero, los fideicomisos financieros que tienen como activos subyacentes créditos para consumo (tarjetas y personales) y con garantía real (hipotecarios y prendarios) y, el saldo de préstamos de las tarjetas de crédito no bancarias. Los datos están sujetos a futuras modificaciones. Se toman promedios anuales móviles tanto de la deuda de las familias como de su masa salarial. Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA, INDEC y CNV.



Nota 1: Último dato disponible de cada país.
Nota 2: En el caso de la Argentina, se incluye la deuda bancaria, los fideicomisos 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 2015), Reportes de Estabilidad Financiera y BCRA

del año pasado (vs. 34% i.a. en el primero) (ver Gráfico III.12).

Las empresas comerciales incrementaron paulatinamente su ratio de endeudamiento agregado a lo largo del año, hasta alcanzar poco más de 19% (ver Gráfico III.11). Esta evolución se encontró impulsada en partes similares entre el componente de financiamiento externo (totaliza un tercio del saldo total) y el local, en un contexto de menor crecimiento relativo de su producto sectorial.

Otros servicios

La oferta de servicios se mantuvo en alza en la segunda mitad de 2014 y en el inicio de 2015, aunque exhibió un menor ritmo de expansión que en los períodos previos. Si bien la intermediación financiera registró nuevamente un elevado crecimiento, la retracción en la provisión de servicios de comercio y el menor dinamismo del transporte, ligados al desempeño en la producción de bienes, afectaron al desempeño del sector en su conjunto (ver Gráfico III.13).

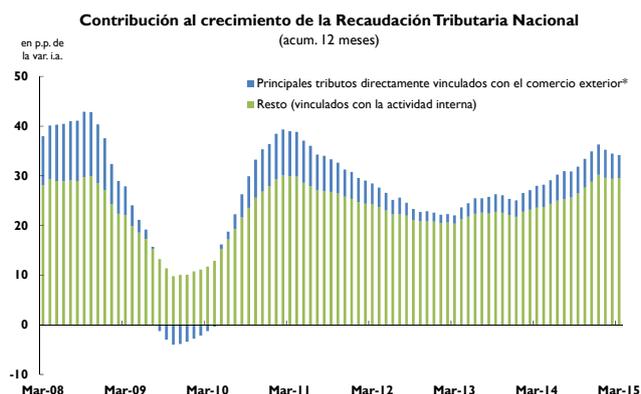
Analizando el consumo de los servicios a partir del Indicador Sintético de Servicios Públicos, se observa que la telefonía redujo su ritmo de suba pero permaneció siendo la principal responsable del aumento interanual del índice. El resto de los segmentos tuvieron un comportamiento mixto, exhibiendo conjuntamente una variación de -0,3% i.a. entre julio y diciembre y de 0,6% i.a. en el primer bimestre de 2015. El transporte de carga se retrajo en el período bajo análisis, al igual que la cantidad de autos pasantes por las cabinas de peajes y el consumo de electricidad, gas y agua. Por su parte, se incrementó la cantidad de usuarios de los servicios de transporte, destacándose la suba en la demanda por vuelos de cabotaje.

El ratio de endeudamiento del sector se mantuvo sin cambios de magnitud en 2014, ubicándose en 11,3% del producto en el cierre del año (ver Gráfico III.11). De esta manera, se mantiene entre los sectores productivos con menor nivel relativo de deuda en la economía.

III.3 Familias

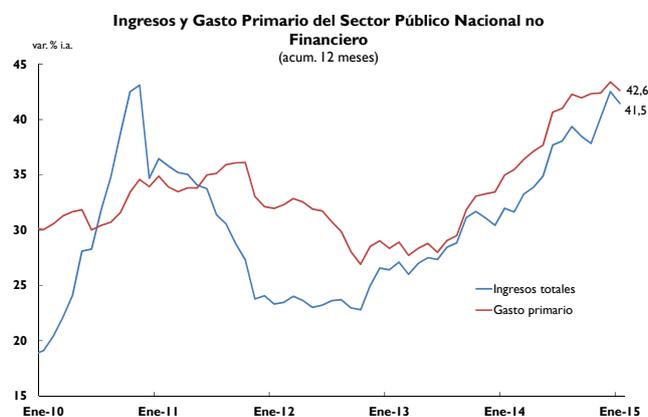
Los ingresos nominales de los hogares permanecieron en alza a partir del incremento en las remuneraciones y de la continuidad de las políticas públicas tendientes a beneficiar a los sectores de menores recursos, si bien el mercado laboral se vio afectado por el desempeño de la actividad.

Gráfico III.17



* IVA DGA, Ganancias DGA y Derechos de Importación y Exportación.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Gráfico III.18



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Según la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del cuarto trimestre del año pasado, la tasa de desempleo⁵⁸ alcanzó al 6,9% de la Población Económicamente Activa (PEA) y se ubicó 0,5 p.p. por encima de igual período del año anterior. La participación laboral se retrajo, al igual que la tasa de ocupación. En cuanto a la calidad del empleo, se incrementó la subocupación en 1,3 p.p. en términos interanuales, con un aumento de la subocupación demandante (+1 p.p. i.a.).

En lo que respecta a las perspectivas para el mercado de trabajo, las encuestas realizadas a empleadores sobre la evolución de la demanda de personal en el corto plazo anticipan un escenario de estabilidad. La Encuesta de Indicadores Laborales⁵⁹ reveló que el 87% de las empresas prevé mantener su dotación de trabajadores formales durante el primer cuarto de 2015, en tanto que un 9% de las compañías aseguró que los puestos de trabajo se incrementarán y sólo un 4% estimó que disminuirán. Por su parte, fuentes privadas⁶⁰ anticipan que la demanda de trabajo se mantendría en el inicio de 2015 en los niveles del último trimestre de 2014, al señalar una previsión neta —que sustrae al porcentaje de encuestados que espera un aumento en las contrataciones el porcentaje que prevé disminuciones— en 3%.

Con respecto a los ingresos salariales, el Índice de Salarios del INDEC señaló una aceleración en el ritmo de suba de las remuneraciones promedio de la economía. Los salarios nominales crecieron 34,6% i.a. en el segundo semestre de 2014, tras aumentar 30,9% i.a. en el primero (ver Gráfico III.14). En el primer bimestre de 2015 se elevaron en promedio un 33,2% i.a.

El Gobierno Nacional mantuvo su política de ingresos, con una nueva alza de las Asignaciones Familiares — que incluye la Asignación Universal por Hijo— de un máximo de 40%, con vigencia a partir de junio de 2014. Además, en el marco de la Ley de Movilidad Previsional, se incrementaron las jubilaciones y pensiones (+17,21% en septiembre de 2014 y +18,26% en marzo de 2015), y aumentó el Salario Mínimo, Vital y Móvil, un 22,2% en septiembre pasado y un 7,2% en enero de 2015. Adicionalmente, se exceptuó del pago de ganancias el medio aguinaldo de diciembre de 2014 para los trabajadores cuya remuneración mensual bruta no supere los \$35.000, entre otros.

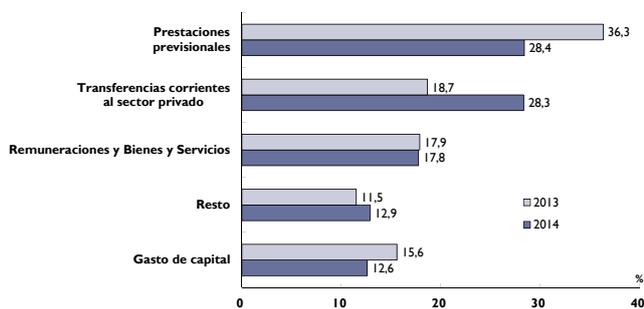
⁵⁸ En base a los 31 aglomerados urbanos relevados.

⁵⁹ Elaborada por el Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social sobre una muestra de unas 2.400 empresas del sector formal de todas las ramas de actividad exceptuando las primarias, con 10 y más trabajadores, realizada en ocho centros urbanos del país durante el cuarto trimestre de 2014.

⁶⁰ Manpower: encuesta de expectativas de empleo realizada a una muestra representativa de más de 800 empleadores de todo el país a los que se les preguntó si preveían modificaciones en el nivel de empleo de su empresa en el trimestre que termina en marzo de 2015 en comparación con el trimestre inmediato anterior.

El crecimiento observado en los ingresos nominales de los hogares a lo largo de 2014, en un contexto de relativamente menor crecimiento del crédito a este sector, se reflejó en una disminución del endeudamiento agregado de las familias. De esta forma, la deuda sectorial estimada de los hogares totalizó casi 20,2% de los ingresos a diciembre pasado, con una reducción de casi 2 p.p. en el acumulado de 2014, si bien verificando un pequeño incremento en el cierre del año (ver Gráfico III.15). El ratio de endeudamiento de los hogares como porcentaje del PIB se siguió sosteniendo por debajo de lo observado en otras economías (ver Gráfico III.16).

Gráfico III.19
Contribución al Aumento del Gasto Primario del Sector Público Nacional no Financiero



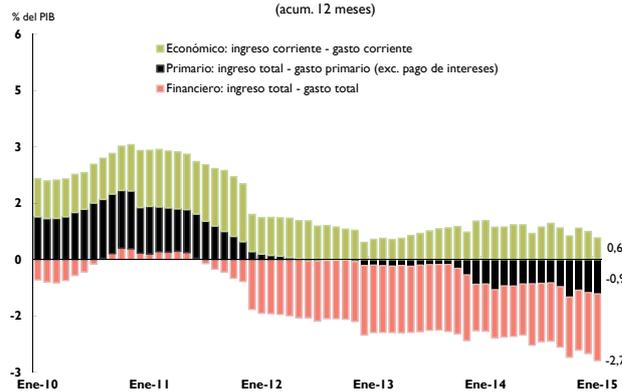
*Excluye Transferencias extrapresupuestarias a Provincias (Coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros conceptos de afectación automática a las provincias)
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Los bajos niveles de endeudamiento agregado de las familias contribuyeron a mantener acotada la carga promedio de los servicios de la deuda del sector familias. Así, la estimación del ratio de carga financiera de las familias en términos de la masa salarial se ubicó en 12,7% en el cierre de 2014⁶¹ —principalmente originado en las líneas de consumo— (ver Gráfico III.2), y verificando una paulatina reducción a lo largo del año. Esta situación contribuye a brindar solidez a las familias para enfrentar eventuales cambios en las condiciones macroeconómicas y financieras de la economía.

III.4 Sector público

La recaudación tributaria nacional mantuvo un dinámico ritmo de expansión en el segundo semestre de 2014 (37% interanual —i.a.—), registrándose una moderación en el primer trimestre de 2015 (hasta 32% i.a.) asociada en gran medida a la menor incidencia de la variación del tipo de cambio. En efecto, si bien los tributos ligados al comercio exterior mantuvieron un desempeño similar al de 2014 medidos en dólares, evidenciaron cierta desaceleración al expresarlos en moneda local (ver Gráfico III.17). En este marco, los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaron 43% i.a. durante el año pasado, ritmo de expansión similar al de la primera mitad del año (en enero de 2015 se moderó hasta 32% i.a.). El incremento del gasto primario del SPNF se sostuvo en niveles elevados durante el segundo semestre del año pasado (acumulando un suba de 43% i.a. en 2014), con variaciones similares a las de los ingresos, registrando una suba de 36% i.a. en el primer mes de 2015 (ver Gráfico III.18). Las Prestaciones previsionales continuaron siendo el rubro que más contribuyó a la suba interanual del gasto primario durante el año pasado, seguidas por los giros corrientes al sector privado⁶² (ver Gráfico III.19).

Gráfico III.20
Resultados del Sector Público Nacional no Financiero (acum. 12 meses)



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

⁶¹ En el cálculo se consideran los servicios mensuales estimados por préstamos (capital e intereses), en términos de la masa salarial mensual estimada. Ver Apartado 3 del BEF II-14 para un mayor detalle sobre la metodología de este indicador.

⁶² Para mayor información ver Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de febrero de 2015.

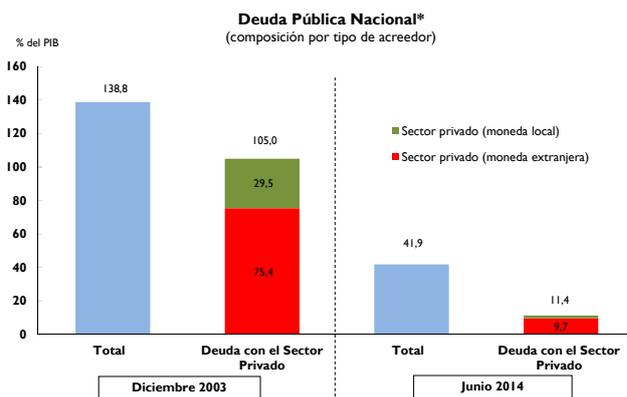
Tabla III.2
Tesoro Nacional. Emisiones de Deuda en el Mercado Local
 (2014 y 2015)

Fecha de colocación	Instrumento	Moneda de denominación	Moneda de suscripción/pago	Cupón	Año de vencimiento	Valor nominal original (VNO); en mill.
Mar-14	Bonar 2017	Pesos	Pesos	Badlar + 200 p.b.	2017	5.540
Jun-14	Bonar 2017	Pesos	Pesos		2017	4.460
Sep-14	Bonar 2016	Pesos	Pesos		2016	10.000
Total 2014:						20.000
Mar-15	Bonac mar-16	Pesos	Pesos	LEBAC en \$ a 90 días	2016	3.909
Mar-15	Bonac sep-16	Pesos	Pesos		2016	1.091
Total acum. 2015:						5.000
Oct-14	Bonad 2016	Dólar	Pesos	1,75	2016	983
Nov-14	Bonad 2018	Dólar	Pesos	2,4	2018	654
Dic-14	Bonar 2024	Dólar	Dólar	8,75	2024	286
Total 2014:						1.923

Fuente: Elaboración propia en base a Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Las mayores erogaciones en Prestaciones previsionales (34% i.a. en todo 2014) respondieron al alza de los haberes y a la mayor cantidad de beneficiarios⁶³. En tanto, el aumento de las transferencias al sector privado (59% i.a.) se explicó mayormente por el incremento de los subsidios energéticos a partir de un mayor gasto en importaciones de combustibles producto de la evolución del tipo de cambio. En menor medida incidieron los aumentos en la cobertura y en los montos de las asignaciones familiares —incluyendo la asignación universal por hijo para protección social (AUH)—, el inicio del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROG.R.ES.AR.) y la suba de las transferencias administradas por el Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados (INSJyP —ex PAMI—), entre otros conceptos. Cabe destacar que para 2015 se espera una significativa moderación de las transferencias corrientes al sector privado producto de la abrupta merma del precio internacional del petróleo crudo que tuvo lugar desde mediados de 2014, desaceleración que ya comenzó a observarse en enero de 2015.

Gráfico III.21



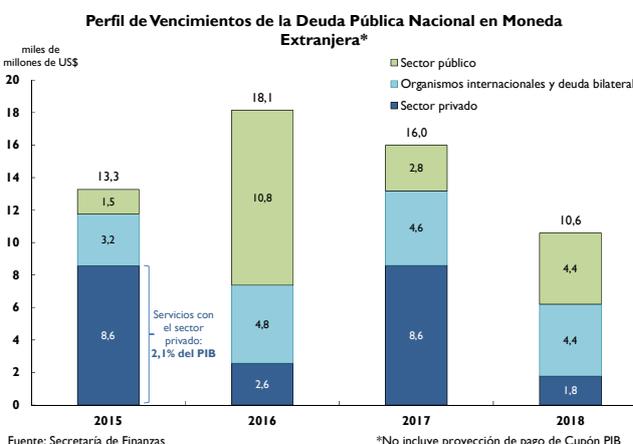
*Excluye holdouts; **Estimado

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Economía y Finanzas Públicas e INDEC

Como consecuencia de la trayectoria de los ingresos y de los gastos durante 2014, los resultados primario y financiero del SPNF representaron aproximadamente -0,9% y -2,6% del PIB, respectivamente (ver Gráfico III.20).

El Tesoro Nacional (TN) siguió cubriendo sus necesidades de financiamiento básicamente a partir de fuentes intra sector público. En 2014 el financiamiento neto a partir de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA totalizó \$68.850 millones, en tanto que durante el primer trimestre de 2015 sumó \$6.300 millones. Además, durante el año pasado el uso de reservas internacionales para pagos de servicios de deuda a acreedores privados (Fondo de Desendeudamiento Argentino —FONDEA—) y de obligaciones con organismos multilaterales y de deuda bilateral (FONDOI) sumó unos US\$11.000 millones. El TN también obtuvo financiamiento neto de otras agencias del sector público no financiero y del Banco de la Nación Argentina.

Gráfico III.22



Fuente: Secretaría de Finanzas

Asimismo, durante 2014 el Gobierno colocó bonos en el mercado local por unos \$36.000 millones. Más de la mitad del financiamiento se obtuvo a partir de bonos en pesos. El resto correspondió a instrumentos denominados en dólares de los cuales la mayoría se suscribió y pagará en moneda nacional (ver Tabla III.2). En marzo de 2015 se colocaron dos nuevos bonos en el mercado local a 12 y 18 meses, BONAC \$ Marzo 2016 y BONAC \$ Sep-

⁶³ Además de las subas normativas de los montos de los beneficios previsionales en marzo y septiembre de cada año, comenzó a influir la implementación de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional (Ley 26.970), que podría implicar hasta unos 470.000 beneficiarios adicionales de jubilaciones y pensiones.

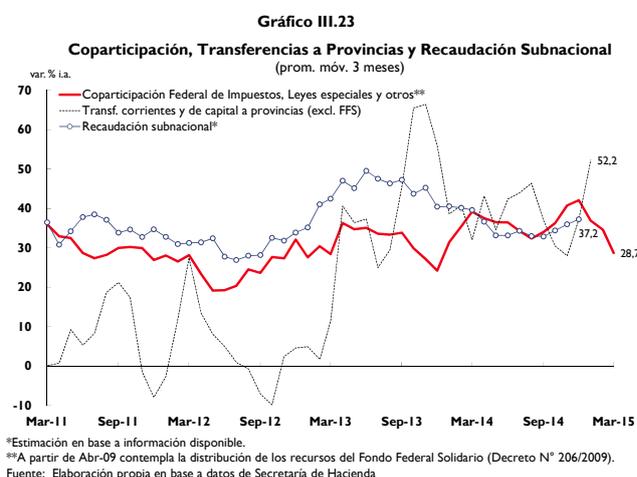


Tabla III.3
Colocaciones de Bonos en Dólares y Vinculados al Dólar (*dollar-linked*)
de Distritos Subnacionales

Fecha colocación	Provincia	Moneda	Monto en millones moneda original	Plazo original (años)	Rendimiento de colocación
Ene-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	146,0	6,0	2,0%
May-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	100,0	2,0	4,8%
May-14	Neuquén	<i>dollar-linked</i>	24,7	2,5	2,9%
Jun-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	75,9	2,0	2,5%
Ago-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	64,6	2,0	0,4%
Sep-14	CABA	<i>dollar-linked</i>	111,1	4,0	2,3%
Acum. 2014			522,3		
Ene-15	CABA	<i>dollar-linked</i>	36,9	1,8	4,8%
Feb-15	CABA	dólar	500,0	6,0	9,0%
Acum. 2015			536,9		

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

tiembre 2016⁶⁴, por un monto total de \$5.000 millones en forma conjunta. En relación con la política de administración de pasivos durante el segundo semestre de 2014 se realizó un canje parcial del BODEN US\$ 2015 y se ofreció la opción de precancelación de ese instrumento. En lo que respecta a la situación de la deuda no ingresada a los Canjes 2005 y 2010, se sancionó la Ley 26.984 de Pago Soberano Local de la Deuda Exterior y de Reestructuración de la Deuda Pública Nacional (para más detalle, ver Capítulo II. Sección 3).

La Deuda Pública Nacional totalizó US\$198.863 millones a junio de 2014 —última información disponible—, representando 41,9% del PIB. La proporción de la deuda en mano de acreedores privados —considerada de mayor riesgo de refinanciación— ascendió a 11,4% del Producto en igual período, de la cual sólo 9,7 puntos porcentuales (p.p.) del PIB correspondían a obligaciones denominadas en moneda extranjera (ver Gráfico III.21). En cuanto al perfil de vencimientos en moneda extranjera, se prevé que en 2015 los servicios destinados a tenedores privados de deuda pública representen un valor equivalente a 1,5% del PIB (ver Gráfico III.22).

Los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales crecieron 36% i.a. en 2014. Los ingresos tributarios girados por el gobierno nacional —coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática y no automática— aumentaron 38% i.a. en el segundo semestre de 2014 y también se moderaron durante el primer trimestre de 2015 hasta 29% i.a. (ver Gráfico III.23).

En cuanto al financiamiento provincial, se continuó implementando el Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas con duración trimestral —a partir de convenios bilaterales— del período de gracia para el pago de los servicios asociados a las deudas que las provincias participantes mantienen con la Nación. A inicios de 2015 se dispuso la extensión de este mecanismo durante el primer trimestre del año⁶⁵.

En relación a las colocaciones subnacionales de deuda, sólo la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Neuquén realizaron emisiones de bonos ajustados por la cotización del dólar estadounidense (*dollar-linked*) durante 2014 (ver Tabla III.3). Adicionalmente, en lo que va de 2015 la Ciudad Autónoma de Buenos Aires volvió a obtener financiamiento en el mercado de capitales, tanto en instrumentos *dollar-linked* como en bonos denominados en dólares.

⁶⁴ Ambos instrumentos son de tipo *bullet*, y pagan intereses trimestralmente según la evolución de la tasa de las LEBAC en pesos con vencimiento más próximo a los 90 días.

⁶⁵ Resolución Ministerio de Economía y Finanzas Públicas N°22/2015.

IV. Sector Financiero

Síntesis

Durante 2014 e inicios de 2015 la actividad de intermediación de las entidades financieras con el sector privado creció moderadamente, en un marco de acotada exposición a riesgos. El crédito total a empresas y familias, impulsado por las líneas en pesos, se incrementó nominalmente 20,2% i.a. en el cierre de 2014; por su parte los depósitos aumentaron 30,9% i.a. en el mismo período. Se destaca que la actividad del sector mostró un mayor dinamismo en el último trimestre de 2014.

En 2014 las financiaciones a las empresas redujeron su ritmo de crecimiento interanual, hasta 18,8% i.a. en términos nominales. Por su parte los préstamos a las familias cerraron el año con un aumento de 22,2% i.a. En particular en el último trimestre de 2014 estos últimos créditos cobraron mayor dinamismo, creciendo 47,9% a., por encima de las variaciones observadas años anteriores. Este desempeño fue principalmente explicado por el efecto de las políticas oficiales promovidas durante 2014 tendientes ofrecer mejores condiciones crediticias para los hogares: la regulación de las tasas de interés para los préstamos personales y prendarios para personas físicas; la implementación del Programa de Crédito Automotriz (PRO.CRE.AUTO) y del Programa AHORA 12, entre otros.

A lo largo del año el BCRA continuó fomentando el crédito bancario con fines productivos. En especial por medio de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva desde el momento de su lanzamiento —a mediados de 2012— hasta fines de 2014 se llevan acordados préstamos por un monto total que superó ampliamente las metas establecidas para los cinco primeros tramos, habiendo sido canalizados principalmente a micro, pequeñas y medianas empresas.

Los depósitos totales del sector privado verificaron un incremento nominal de 31,3% i.a. en el cierre de 2014, superando en más de 4 p.p. a la tasa de crecimiento

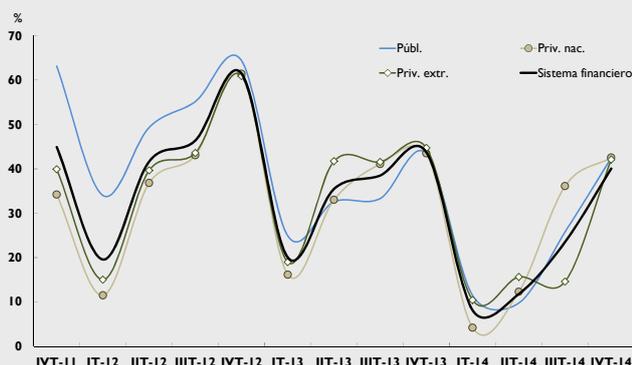
registrada un año atrás. En tanto en los últimos meses de 2014 y comienzos de 2015 las colocaciones al sector público cobraron dinamismo, alcanzando un aumento de 26,4% i.a. en diciembre. Como resultado, los depósitos totales del sector privado y público crecieron 30,6% i.a. en 2014, siendo la variación más alta de los últimos tres años.

El patrimonio neto del sistema financiero consolidado se expandió 38,4% en 2014, expansión que estuvo principalmente impulsada por las ganancias obtenidas y, en menor medida, por los nuevos aportes de capital. El nivel de apalancamiento del conjunto de bancos disminuyó en 2014: el activo neteado del sistema llegó a representar 8,1 veces el patrimonio neto a fines del año, 0,4 menos que en diciembre de 2013. Estos registros continúan siendo bajos en una comparación histórica y resultan inferiores a los evidenciados en la región y en otras economías emergentes y desarrolladas, siendo un signo de la solidez del sector.

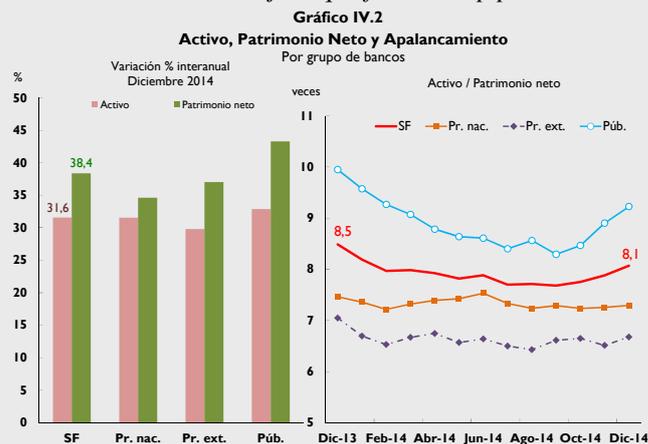
La solvencia del conjunto de bancos aumentó a lo largo del año: en el último mes de 2014 la integración de capital del sistema financiero se ubicó en 14,7% de los activos ponderados por riesgo (APR), 1,1 p.p. más que el mismo período de 2013; el capital Nivel 1 representó 13,7% de los APR (más de 90% de la integración total), 1,2 p.p. más que el nivel de un año atrás. El conjunto de bancos cerró 2014 con una rentabilidad en términos de los activos (ROA) de 4,1%, evidenciando un incremento de 0,7 p.p. en relación al 2013. Este crecimiento interanual en las ganancias se verificó en todos los grupos de bancos, estando principalmente impulsado por los rubros de títulos públicos.

La cartera de inversores institucionales (FGS, compañías de seguros y FCI) evidenció un crecimiento de 50% a septiembre de 2014. En términos del producto, el valor de la cartera conjunta se elevó hasta representar un 18,3%, con una mejora que fue de 3,5 p.p.

Gráfico IV.1
Crédito al Sector Privado en Pesos por Grupo de Entidades Financieras
Variación % trimestral anualizada



Fuente: BCRA



Fuente: BCRA

IV.1 Entidades financieras⁶⁶

IV.1.1 Actividad

En un marco de acotada exposición a los riesgos característicos de la operatoria, la actividad de intermediación del conjunto de entidades financieras con el sector privado creció gradualmente a lo largo de 2014 y principios de 2015. El financiamiento total⁶⁷ (incluyendo moneda nacional y extranjera) a empresas y familias se incrementó nominalmente 20,2% i.a. —interanual— en el cierre de 2014, mientras que los depósitos totales a este sector aumentaron 30,9% i.a. (ver Gráfico IV.3). Cabe mencionar que si bien la actividad de intermediación de los bancos con las empresas y familias evidenció en 2014 una moderación en su ritmo de crecimiento respecto a años anteriores, en el último trimestre del año ganó mayor dinamismo.

El activo neteado⁶⁸ del sistema financiero agregado se expandió 30,9% i.a. en el acumulado de 2014, superando en 2 p.p. al valor observado un año atrás. Este desempeño interanual fue conducido principalmente por los bancos públicos, los cuales contribuyeron con más de 45% del aumento en el activo neteado total, seguidos por los bancos privados nacionales y extranjeros. A lo largo de 2014, y en particular en el primer semestre del año, se destacó el incremento de los instrumentos de regulación monetaria —LEBAC y NOBAC (no relacionadas con pases)— en cartera del conjunto de entidades financieras. De esta manera la proporción de las letras y notas del BCRA en el activo total del sector se incrementó 5,6 p.p. en el año, hasta representar 15% a fines de 2014 (ver Tabla IV.1). En este marco, los restantes rubros del activo cedieron participación en el total. El financiamiento total al sector privado continuó siendo el principal rubro del activo, ponderando 47% del total en diciembre.

El saldo de las financiaciones —en moneda nacional y extranjera— a empresas y familias en relación al PIB se situó en 12,7%⁶⁹ en 2014, apenas por debajo del nivel del año anterior (ver Gráfico IV.4). Cabe señalar que, desde una perspectiva temporal más extensa, en los últimos cinco años este indicador lleva acumulado un incremento de 2,7 p.p. del producto, conducido por las financiaciones en moneda nacional.

A lo largo de 2014 el crecimiento de las financiaciones totales al sector privado continuó siendo impulsado ma-

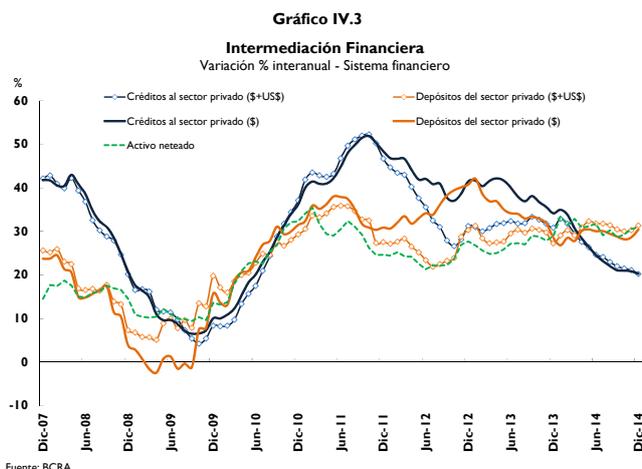
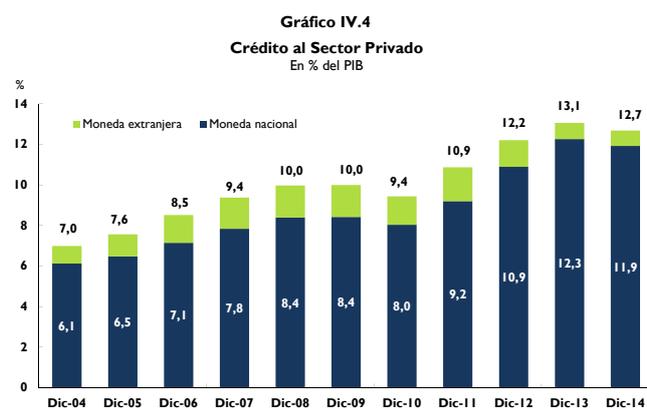


Tabla IV.1
Situación Patrimonial
Sistema financiero

	En % del activo neteado					Variación del saldo	
	Dic-13	Jun-14	Dic-14	Variación en p.p.		II Sem-14 (a.)	Últimos 12 meses (%)
				II Sem-14	i.a.		
Activo	100	100	100				
Activos líquidos	20	18	20	1,3	-0,6	58	27
Títulos del BCRA	9	14	15	0,6	5,6	50	113
Crédito total al sector público	10	10	9	-0,2	-0,2	32	29
Crédito total al sector privado	52	49	47	-1,9	-4,2	27	20
Crédito en \$ al sector privado	49	46	45	-1,1	-4,0	32	20
Crédito en US\$ al sector privado	3	3	2	-0,9	-0,2	-27	19
Otros activos	10	9	9	0,2	-0,7	45	22
Pasivo + Patrimonio neto	100	100	100				
Depósitos del sector público	20	18	20	2,1	-0,7	73	26
Depósitos del sector privado	55	57	55	-1,9	0,2	29	31
ON, OS y Líneas del exterior	2	3	3	-0,2	0,2	16	40
Otros pasivos	11	10	10	0,2	-0,3	43	27
Patrimonio neto	12	12	12	-0,2	0,7	33	38

Fuente: BCRA



Nota: Datos estimados a partir de la nueva serie del PIB con base 2004. Se considera el saldo promedio anual del crédito al sector privado, y el promedio del PIB de 4 trimestres.

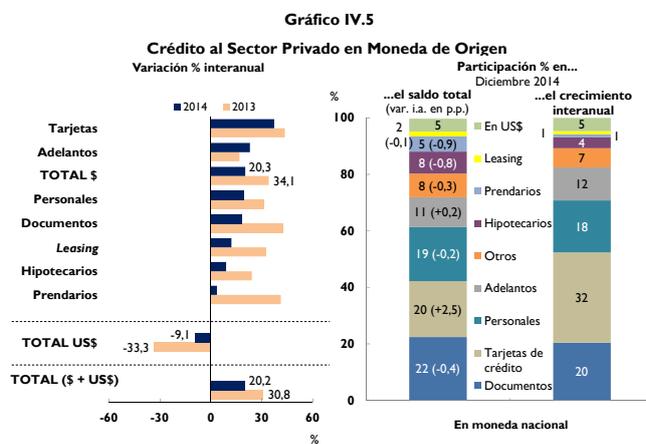
Fuente: BCRA e INDEC

⁶⁶ En esta sección se incluyen en el análisis exclusivamente a las entidades financieras reguladas y supervisadas por el BCRA (Ley N° 21.526).

⁶⁷ Se incluyen los saldos de balance de Préstamos y Bienes en locación financiera (*leasing*) según Régimen Informativo Contable Mensual.

⁶⁸ El activo se presenta neto de las duplicaciones contables por operaciones de pase, a término y al contado a liquidar.

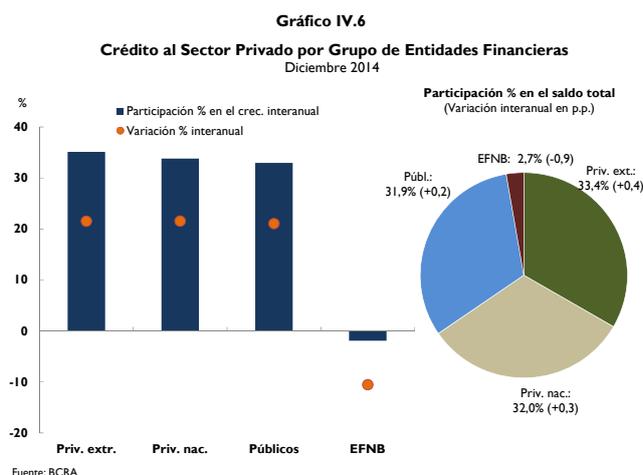
⁶⁹ Datos estimados a partir de la nueva serie PIB con base 2004. Se considera el saldo promedio anual del financiamiento bancario al sector privado y el promedio de cuatro trimestres del producto.



Notas: En el total se considera saldo de balance, incluyendo intereses devengados y ajuste CER
Fuente: BCRA

yormente por el segmento en moneda nacional, cuyo saldo mostró un incremento nominal de 20,3% en el acumulado de 2014 (ver Gráfico IV.5), presentando cierta disparidad entre semestres. Así es que en la segunda parte del año, en el marco de un conjunto de medidas oficiales implementadas con el objetivo de fomentar el crédito bancario en condiciones más favorables, estas financiaciones mejoraron su ritmo de crecimiento alcanzando un incremento anualizado (a.) de 32%, más que duplicando la variación observada en el primer semestre de 2014. Más aún, en el último trimestre del año los préstamos en pesos se expandieron 40% a., alcanzando una tasa de aumento similar a la observada un año atrás (ver Gráfico IV.1). Todas las líneas crediticias en pesos mostraron una variación positiva en 2014, siendo las tarjetas y los adelantos los que presentaron el mayor crecimiento interanual relativo. A lo largo del año las financiaciones en moneda extranjera moderaron su ritmo de caída interanual (-9,1% i.a.⁷⁰ en diciembre).

En el transcurso de 2014 y en los primeros meses de 2015 el crédito bancario al sector privado presentó un desempeño positivo en casi todos los grupos de entidades financieras (ver Gráfico IV.6). Las financiaciones canalizadas tanto por la banca privada como por los bancos públicos mostraron un dinamismo similar el año pasado, contribuyendo en proporciones iguales al crecimiento interanual de los préstamos totales al sector privado.



Fuente: BCRA

En los últimos meses las tasas de interés activas operadas en pesos se redujeron de forma generalizada en todos los grupos de bancos y en varias líneas de crédito (ver Gráfico IV.7). Las tasas de interés activas pactadas en pesos para los personales presentaron la mayor caída semestral relativa, seguida por los documentos. Cabe mencionar que en los primeros meses de 2014 se observó un incremento en las tasas de interés activas, en especial en las pactadas para las líneas prendarias y las personales. Estos aumentos lograron revertirse en el marco de los cambios normativos impulsados por esta Institución a mitad de año, tendientes a regular las tasas de interés en las operaciones de crédito de las personas físicas⁷¹.

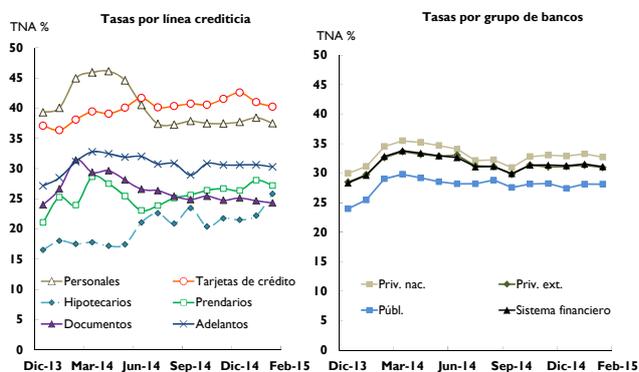
A lo largo de 2014 los préstamos a las empresas⁷² moderaron gradualmente su ritmo de crecimiento interanual, creciendo 18,8% i.a. en términos nominales al cierre del año (ver Gráfico IV.8), desempeño impulsado mayormente por los bancos privados. Este comportamiento

⁷⁰ Variación en moneda de origen.

⁷¹ Comunicación "A" 5590. Para más detalle ver Capítulo IV del Boletín de Estabilidad Financiera (BEF) del Segundo Semestre de 2014.

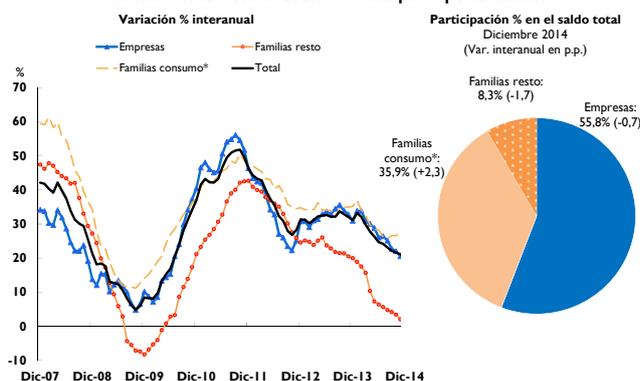
⁷² Información extraída de la Central de Deudores (comprende tanto moneda nacional como extranjera). Las financiaciones a empresas se definen aquí como aquellas otorgadas a personas jurídicas y el financiamiento comercial otorgado a personas físicas. Por su parte, se considera préstamos a familias a aquellos otorgados a personas físicas, excepto que tengan destino comercial.

Gráfico IV.7
Tasas de Interés Activas Operadas en Pesos con el Sector Privado*



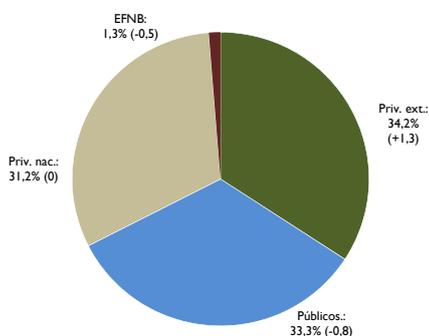
*Nota: Promedio ponderado por monto operado
Fuente: BCRA

Gráfico IV.8
Financiamiento Total al Sector Privado por Tipo de Deudor



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

Gráfico IV.9
Financiamiento a Empresas por Grupo de Bancos



Fuente: BCRA

provocó una reducción de 0,7 p.p. en la participación de este segmento de las financiaciones en el saldo total al sector privado, hasta 55,8%. En particular los préstamos a empresas canalizados por la banca privada extranjera fueron los más dinámicos, aumentando 23,4% i.a. en diciembre y ganando participación en el saldo total de financiaciones con este destino (ver Gráfico IV.9).

En el año los sectores de la construcción, la producción primaria y el comercio fueron los destinos que mejor desempeño presentaron respecto del crédito bancario. En particular en el segundo semestre de 2014 los préstamos a la producción primaria explicaron casi 44% del aumento de los créditos a las firmas y aumentaron 1,1 p.p. su participación en el financiamiento total al sector productivo, hasta representar 19,5% (ver Gráfico IV.10). Por su parte la industria continuó manteniendo la ponderación más relevante en el saldo de préstamos a las firmas —37,4% del total—.

A lo largo de 2014 el BCRA siguió fomentando el otorgamiento de crédito con fines productivos por parte del sistema financiero a través de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP) y el Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). En particular en el marco de la LCIP, desde el momento de su lanzamiento —en el segundo semestre de 2012— hasta el cierre de 2014 se acordaron préstamos que superaron las metas establecidas para las cinco primeras etapas (para un análisis de esta línea ver el Apartado 4).

Complementariamente a través del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario, desde su lanzamiento —a fines de 2010— hasta febrero de 2015⁷³, el BCRA lleva efectuadas 29 subastas de recursos por un monto total acumulado de \$8.191 millones, con desembolsos que alcanzan \$6.865 millones distribuidos entre 375 empresas (ver Gráfico IV.11). En particular en el segundo semestre de 2014 se realizaron dos licitaciones de fondos, adjudicándose un total de \$330 millones. Más de dos terceras partes de los préstamos otorgados a través del PFPB fueron canalizados al sector industrial, seguido por las firmas prestadoras de servicios (16%) y la producción primaria (9%). Considerando la distribución de los préstamos por tipo de empresa, más de 57% del total de operaciones concertadas por medio de dicho Programa correspondió a MiPyMEs.

Estos programas promovieron el acceso al crédito bancario en condiciones más favorables, en especial a las empresas de menor tamaño relativo. Como resultado, en los últimos años los préstamos otorgados a MiPyMEs vienen ganando participación en el monto total de

⁷³ Última información disponible.

Apartado 4 / Políticas Activas del BCRA a Favor de las MiPyMEs: la Línea de Créditos para la Inversión Productiva

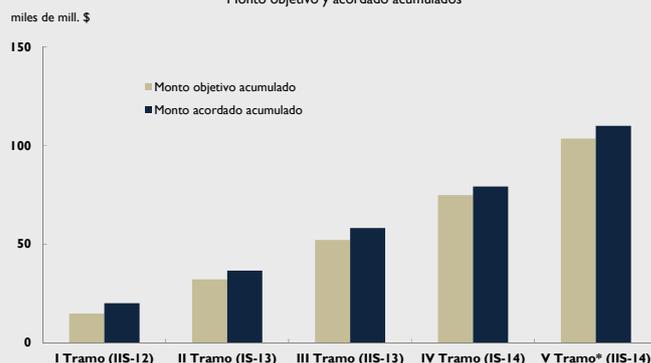
La promulgación de la nueva Carta Orgánica (CO) del BCRA a principios de 2012 amplió notablemente el mandato de esta Institución, incluyendo como objetivos de política la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social, sumándose al tradicional objetivo de estabilidad monetaria. La nueva CO proveyó al BCRA de facultades y herramientas concretas para operar sobre el canal del crédito, así como para diseñar políticas específicas orientadas a las PyMEs y a las economías regionales. En ese nuevo escenario se implementó la Línea de Crédito para la Inversión Productiva (LCIP), política activa que en los últimos años permitió incrementar la disponibilidad de recursos financieros a los distintos segmentos productivos, especialmente a las empresas de menor tamaño relativo de la economía

La LCIP fue implementada por el BCRA a mediados de 2012 en el marco de un conjunto de políticas oficiales activas destinadas a fomentar el crédito productivo y regular las condiciones de acceso al financiamiento de las empresas. La LCIP estableció que las entidades de mayor envergadura del sistema financiero debían destinar un porcentaje de sus depósitos al otorgamiento de créditos para inversión productiva en el segundo semestre de 2012 (plazo que se podía extender otros seis meses), incluyéndose requisitos adicionales en términos de la participación de las empresas MiPyMEs, plazos mínimos de amortización y tasas de interés máximas⁷⁴.

Dados los efectos positivos resultantes de la implementación inicial de este instrumento, el BCRA decidió extender su vigencia lanzando nuevos tramos de la LCIP. Más aún, a partir de 2014 el BCRA buscó priorizar el financiamiento a las MiPyMEs mediante la LCIP, estableciendo que la misma debería ser acordada principalmente con empresas pertenecientes a este segmento, habilitándose algunas excepciones y nuevos instrumentos en determinadas proporciones. Como resultado, desde el momento de su lanzamiento en el segundo semestre de 2012 hasta el cierre de 2014 se acordaron préstamos en el marco de la LCIP por un monto bruto que alcanzó más de \$110.000 millones, superando así la meta establecida de \$103.000 millones para las cinco primeras etapas en su conjunto (ver Gráfico A.4.1), habiéndose canalizado a MiPyMEs aproximadamente más de dos terceras partes del total. Los proyectos productivos o empresas ubicadas

fuera de CABA constituyeron los principales receptores de recursos de la LCIP⁷⁵, dinamizando así el crédito en el interior del país.

Gráfico A.4.1
Línea de Créditos para la Inversión Productiva
Monto objetivo y acordado acumulados



*Las cifras correspondientes al V Tramo son provisionales. Última información disponible.
Fuente: BCRA

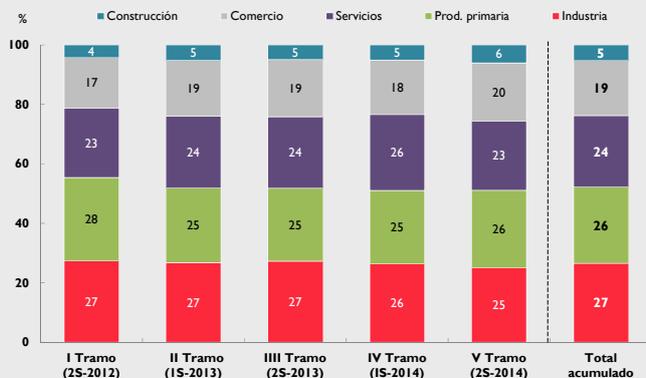
La evolución del marco normativo de la LCIP ha permitido su cumplimiento mediante distintos instrumentos, destacándose en términos de volumen de recursos el caso de los préstamos bancarios y, en menor medida, el descuento de cheques de pago diferido de MiPyMEs, las financiaciones hipotecarias para individuos, entre otros de menor relevancia. Haciendo eje en los préstamos bancarios acordados a las MiPyMEs⁷⁶, núcleo de la LCIP dado que representan más del 60% de los préstamos bancarios totales, se puede observar que se canalizó principalmente a empresas industriales, firmas vinculadas a la producción primaria de bienes y aquellas del sector de servicios en partes similares, segmentos que alcanzaron participaciones de casi 27%, 26% y 24% en el período Julio 2012 – Diciembre 2014 (ver Gráfico A.4.2). En el caso particular de la industria, se destacaron como destinos las actividades de elaboración de productos alimenticios, la fabricación de sustancias y productos químicos y la fabricación de productos de caucho y plástico; por el lado de la producción primaria tomaron mayor relevancia la canalización de recursos a las actividades vinculadas a los cultivos y a la cría de animales.

⁷⁵ Sin considerar el descuento de cheques de pago diferido, las financiaciones a proyectos productivos o empresas ubicadas fuera de CABA representaron aproximadamente 77% del monto total desembolsado por este concepto en el marco de la LCIP. Por su parte, la ponderación de las financiaciones son destino fuera de CABA y de la provincia de Buenos Aires alcanzó a 45%.

⁷⁶ Salvo que se aclare lo contrario, aquí y en el resto del Apartado se hace mención a los préstamos bancarios acordados con MiPyMEs. En este sentido no se incluyen las financiaciones por descuento de cheques de pago diferido. En todos los casos son datos estimados en base a la información disponible. No se incluye información de traslados entre tramos.

⁷⁴ Para un mayor detalle, ver Apartado 3 del BEF II-13 y Texto Ordenado "Línea de Crédito para la Inversión Productiva". <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/textord/t-licip.pdf>

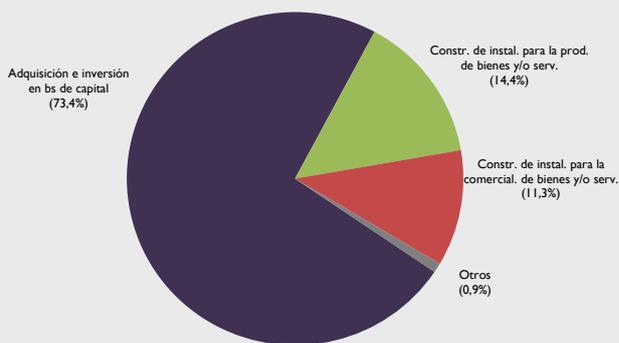
Gráfico A.4.2
Montos Acordados a MiPyMEs por Tipo de Actividad



Fuente: BCRA

Los préstamos bancarios a MiPyMEs han sido principalmente instrumentados mediante documentos a sola firma (más de 32% del total acumulado a diciembre 2014), seguido de líneas prendarias (24% del total) e hipotecarias (19%). Estos créditos fueron principalmente destinados⁷⁷ a la adquisición de bienes de capital que contribuyen a ampliar la producción a nivel local (ver Gráfico A.4.3), seguidos por la construcción de instalaciones para la producción de bienes y servicios, así como aquellas edificaciones con fines de comercialización.

Gráfico A.4.3
Destinos de los Montos Desembolsados a MiPyMEs
Como % del total desembolsado acumulado en los primeros 5 tramos



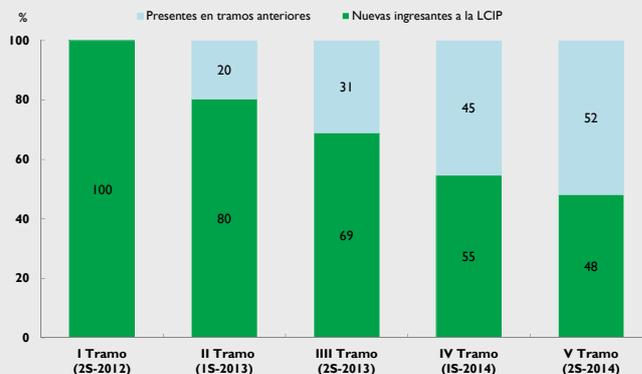
Fuente: BCRA

Se estima que en los primeros cinco tramos implementados de la LCIP se financió mediante préstamos bancarios a más de 67.000 firmas con características de MiPyMEs, empresas que se incluyeron gradualmente al uso de este instrumento en los distintos tramos que se fueron instrumentando (ver Gráfico A.4.4). Las mismas recibieron recursos financieros de los distintos grupos de bancos que participan en el esquema en proporciones relativamente similares: aproximadamente 37% provenientes de

⁷⁷ En línea con la disponibilidad de información, en la apertura por destinos se utiliza información sobre créditos desembolsados.

los bancos públicos, 33% de los privados extranjeros y 30% de los privados nacionales.

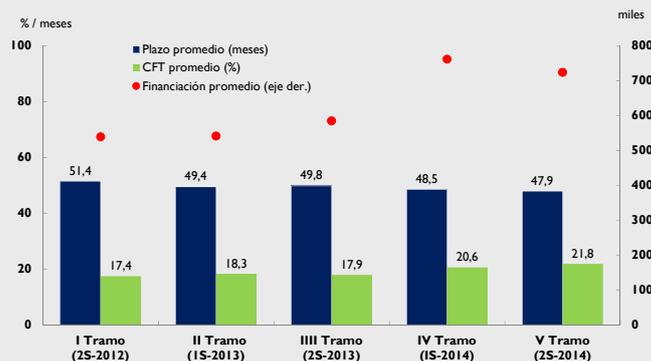
Gráfico A.4.4
Estructura de las Empresas MiPyMEs Financiadas por Tramo
Como % del total de empresas MiPyMEs financiadas



Fuente: BCRA

En términos de las características de los préstamos bancarios acordados con MiPyMEs hasta el cierre de 2014, se destaca que casi el 83% correspondió a préstamos que se realizaron en un único desembolso, 10% en dos desembolsos y el resto con más de tres. El plazo promedio se ubicó en torno a los 50 meses en todos los tramos —por encima de lo estipulado en la normativa— (ver Gráfico A.4.5). El costo financiero total (CFT)⁷⁸ fue creciendo gradualmente a lo largo del tiempo en línea con las tasas máximas que fue instrumentando el BCRA, totalizando el segundo semestre de 2014 un CFT promedio de poco menos de 22%.

Gráfico A.4.5
Estructura de las Financiaciones Acordadas a MiPyMEs
Acumuladas en los primeros 5 tramos



* Promedio ponderado por monto acordado; ** Promedio simple
Fuente: BCRA

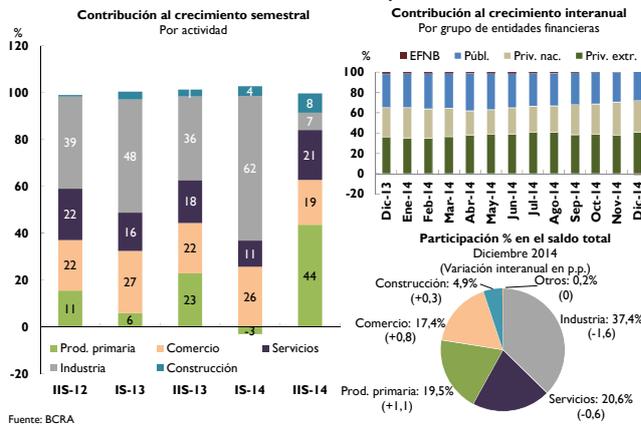
Con el fin de profundizar los efectos de la LCIP sobre el sector productivo, sobre el cierre de 2014 el BCRA lanzó un nuevo tramo de la LCIP para el primer semestre de 2015. En esta ocasión se tomó como referencia el 6,5% de los depósitos del sector privado no financiero en pesos a noviembre de 2014 de las entidades alcanzadas, 1 p.p. más que en la etapa anterior. En este sexto tramo el total de recursos bancarios a ser desembolsado alcanzaría unos

⁷⁸ Valor referido al momento de otorgamiento del crédito.

\$37.400 millones, 34% más que el total previsto para el segundo semestre de 2014. Durante al menos los primeros tres años la tasa de interés máxima prevista para estas financiaciones será fija, no pudiendo superar 19% nominal anual —0,5 p.p. por debajo de la tasa vigente en la segunda parte de 2014—. A diferencia de las etapas anteriores, en esta oportunidad se incorporó un mecanismo especial orientado a privilegiar el financiamiento a empresas de menor tamaño relativo y a promover la regionalización del crédito, estimulando el financiamiento bancario a regiones con menor desarrollo económico.

La implementación de la LCIP motorizó una nueva fuente de fondeo para las empresas que enfrentan dificultades particularmente para obtener financiamiento de mediano y largo plazo en el mercado, situación que es más notoria en el caso de las MiPyMEs. De esta forma, el BCRA contribuye a las políticas activas impulsadas por el Estado que permiten abastecer las necesidades de financiamiento de la inversión, favoreciendo así el desarrollo de la capacidad productiva de la economía.

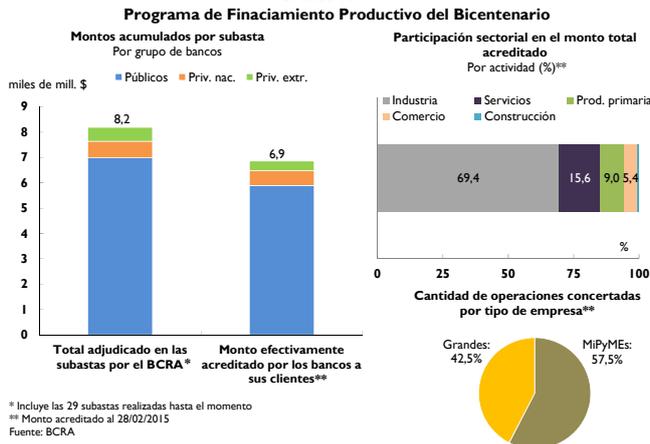
Gráfico IV.10
Crédito a las Empresas



crédito otorgado a personas jurídicas. Así en el acumulado de 2014 estas financiaciones alcanzaron a representar 45% del total de préstamos asignados a personas jurídicas, 4 p.p. más del valor observado un año atrás, y 18 p.p. por encima del nivel de 2011 (ver Gráfico IV.12).

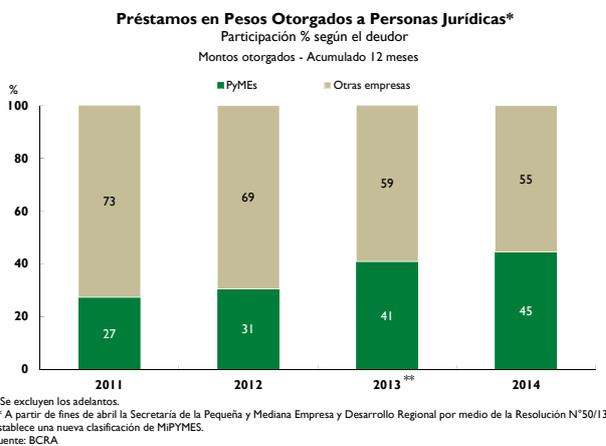
Las financiaciones a los hogares cerraron el año con un incremento de 22,2% i.a. La variación interanual fue conducida mayormente por las tarjetas (las cuales explicaron más del 58% de dicho crecimiento), seguidas por los préstamos personales. Los créditos canalizados por los bancos públicos y por los bancos privados nacionales fueron los más dinámicos en el período, con incrementos que alcanzaron 28% i.a. y 26% i.a. en diciembre respectivamente. En particular en el último trimestre las financiaciones a las familias cobraron dinamismo, creciendo 47,9%a., por encima de los valores observados en los trimestres inmediatos anteriores y en iguales períodos de años previos (ver Gráfico IV.13).

Gráfico IV.11



El positivo desempeño observado en el crédito a las familias durante el último trimestre de 2014 estuvo en parte asociado a ciertos factores estacionales y, principalmente, al efecto del conjunto de medidas oficiales promovidas durante 2014 tendientes a ofrecer mejores condiciones crediticias para los hogares. Por un lado, a partir de mediados de 2014 esta Institución limitó el costo del financiamiento a las familias, al fijar límites máximos sobre las tasas de interés para los préstamos personales y prendarios para personas físicas. Por otro lado, en junio el Gobierno Nacional lanzó el Programa de Crédito Automotriz (PRO.CRE.AUTO), a través del cual se buscó fomentar el acceso a préstamos personales a tasas de interés subsidiadas con un plazo máximo de 5 años, para la adquisición de automóviles cero kilómetro de producción nacional. Adicionalmente, en septiembre de 2014 el Gobierno Nacional implementó el Programa AHORA 12, con el objetivo de fomentar la compra de bienes y servicios en doce cuotas sin interés a través de tarjetas de crédito en los locales adheridos del país. Para fortalecer este Programa, a partir de octubre de 2014 el BCRA estableció una disminución de la exigencia de efectivo mínimo⁷⁹ equivalente a 16% del importe de las financiaciones en pesos que los bancos canalicen en el marco del AHORA 12, y de los créditos a tasa de interés de 0% que las entidades otorguen a empresas no financieras emisoras de tarjetas de crédito en la medida que esas firmas hayan adherido a dicho Programa. Dado el buen desempeño que viene mostrando el AHORA 12, a principios de marzo de 2015 se anunció su extensión para todo el presente año.

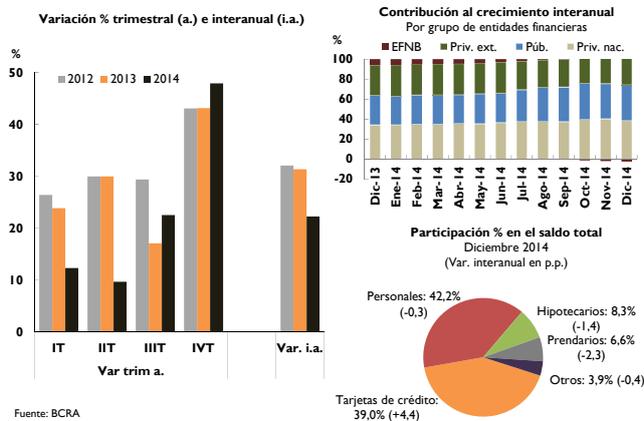
Gráfico IV.12



Los depósitos en pesos del sector privado verificaron un incremento interanual de 30,4% en 2014, superando en

⁷⁹ Comunicación "A" 5638.

Gráfico IV.13
Crédito a las Familias

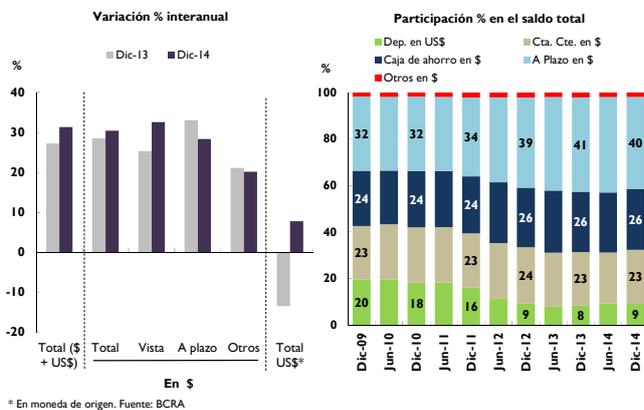


casi 2 p.p. a la tasa de crecimiento registrada un año atrás (ver Gráfico IV.14). Este desempeño fue conducido principalmente por las imposiciones a la vista, las cuales aumentaron 32,6% i.a. en el cierre del año. Por su parte las colocaciones a plazo de las empresas y familias morigeraron su ritmo de aumento en el período, hasta 28,3% i.a. en diciembre. A diferencia de lo observado en 2013, los depósitos en moneda extranjera crecieron 7,7%⁸⁰ en 2014.

Como resultado de la evolución de las diferentes clases de depósitos, las colocaciones totales (en moneda nacional y extranjera) del sector privado crecieron 31,3% i.a. a diciembre de 2014, más de 4 p.p. de la variación registrada el mismo mes del año anterior. Los bancos públicos verificaron el mayor incremento interanual relativo de los depósitos de las empresas y familias (38,2% i.a.), seguidos por la banca privada nacional y extranjera.

Gráfico IV.14

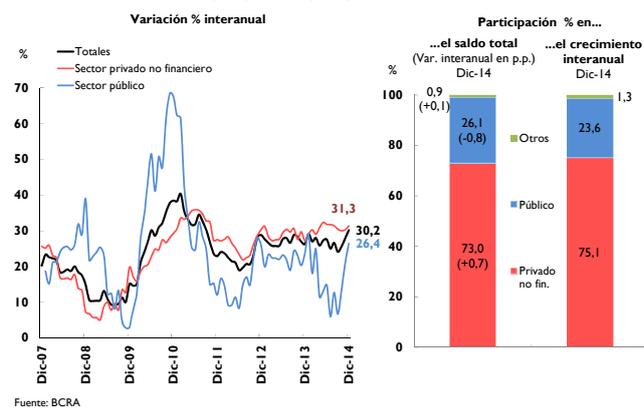
Depósitos del Sector Privado No Financiero en el Sistema Financiero



El comportamiento favorable de las imposiciones del sector privado a lo largo de 2014 fue en parte explicado por el conjunto de medidas promovidas por el BCRA tendientes a alentar el uso de instrumentos de ahorro bancario. En particular, en octubre de 2014 esta Institución fijó un límite mínimo para las tasas de interés de depósitos a plazo fijo en pesos de las personas físicas, en la medida que el total colocado a plazo no exceda la cobertura del seguro de garantía de los depósitos⁸¹, la cual se incrementó de \$120.000 a \$350.000 por titular⁸². Asimismo, con el objetivo de alentar los ahorros en moneda extranjera de las empresas y familias, desde principios de 2014 esta Institución ofrece en el mercado LEBAC en dólares que pueden suscribir los bancos en la medida que reciban colocaciones a plazo en igual denominación⁸³. En este sentido, a principios de 2015 esta Institución reforzó los incentivos normativos para que las entidades financieras suscriban esta clase de instrumentos⁸⁴. En particular, se ajustó el margen (*spread*) máximo a ser percibido por los bancos que suscriban LEBAC en dólares, con el objetivo de que éstos fomenten la recepción de esta clase de colocaciones, trasladando a sus clientes la mayor parte del rendimiento obtenido por dichos títulos.

Gráfico IV.15

Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero
Incluye depósitos en pesos y en moneda extranjera



En los últimos meses de 2014 y en el comienzo de 2015 los depósitos totales del sector público mostraron cierta aceleración en su ritmo de crecimiento interanual (ver Gráfico IV.15). Como resultado de esta dinámica, estas colocaciones alcanzaron un incremento de 26,4% i.a. en diciembre, casi 3 p.p. por encima de la variación regis-

⁸⁰ Considerando variaciones en moneda de origen.

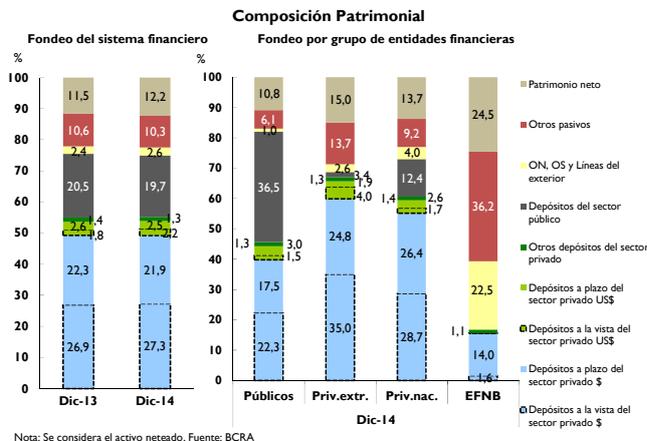
⁸¹ Comunicación "A" 5640.

⁸² Comunicación "A" 5641 y Comunicación "A" 5651.

⁸³ Comunicación "A" 5527.

⁸⁴ Comunicación "A" 5711.

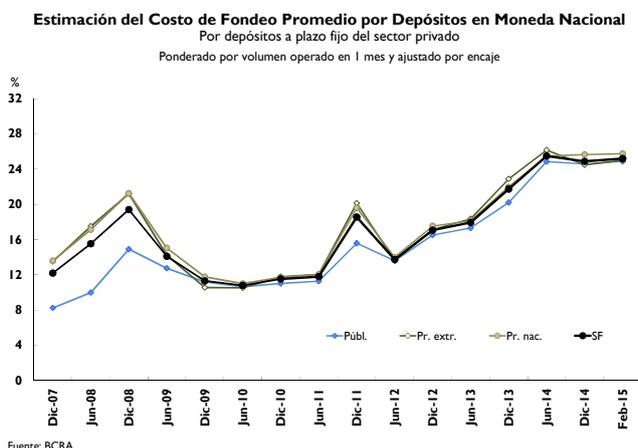
Gráfico IV.16



trada el mismo mes del año anterior y 11,7 p.p. más que el valor observado a mitad de 2014. De esta manera el saldo de balance de los depósitos totales (en moneda nacional y extranjera, del sector privado y público) crecieron 30,2% i.a. en el cierre de 2014, siendo la variación más alta de los últimos tres años.

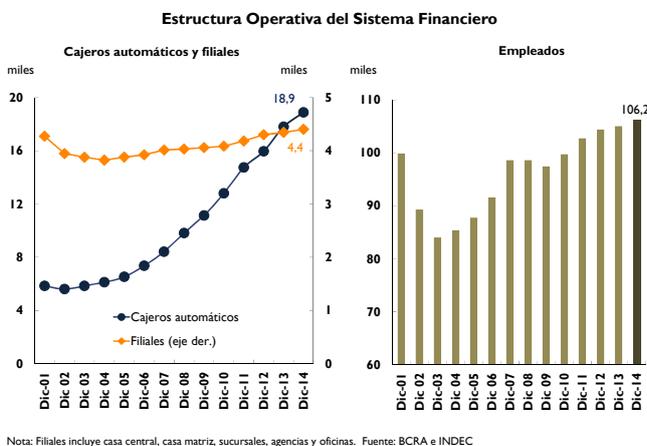
Como característica intrínseca del sistema financiero argentino, a lo largo de 2014 los depósitos totales del sector privado continuaron siendo la fuente de recursos más importante del conjunto de entidades financieras (ver Gráfico IV.16). Estas imposiciones representaron 55,2% del fondeo total (pasivo más patrimonio neto) al cierre de 2014, levemente por encima del valor observado un año atrás. En particular las colocaciones en pesos del sector privado ponderaron 49,2% del fondeo total. En el transcurso del año el patrimonio neto presentó el mayor aumento relativo en el fondeo del conjunto de bancos. Por su parte los depósitos del sector público explicaron 19,7% del fondeo en diciembre de 2014.

Gráfico IV.17



El costo de fondeo por operaciones de depósitos en pesos a plazo fijo del sector privado cerró el año en un nivel levemente superior al registrado a fines de 2013 (ver Gráfico IV.17). Cabe mencionar que en la segunda parte de 2014 el costo de fondeo de estas colocaciones mostró una ligera reducción. De acuerdo a información preliminar disponible, en el comienzo de 2015 los niveles de costo de fondeo se mantuvieron en línea con los registrados a fines del año pasado y resultaron menores a los valores observados a principios de 2014.

Gráfico IV.18



La infraestructura operativa del sector financiero continuó ampliándose en el transcurso de 2014. En este sentido el número de sucursales bancarias en el país creció 1,3% en el último año, llegando a 4.401 filiales en el cierre de 2014. Por su parte, la cantidad de cajeros automáticos y terminales de autoservicios aumentó 6,1% en este lapso, hasta totalizar 18.880 unidades en todo el país (ver Gráfico IV.18). Cabe mencionar que por medio de las políticas de autorización de nuevas sucursales⁸⁵ que ponen énfasis en la federalización de la intermediación financiera, en 2014 se autorizó la apertura de 16 nuevas filiales en zonas con menor grado de bancarización. Así desde el inicio de estas medidas —a principios de 2011— hasta el cierre de 2014 el BCRA ha autorizado un total de 132 nuevas sucursales en regiones con menor cobertura en los servicios financieros. La mejora de la infraestructura bancaria se dio en forma conjunta con un incremento en el nivel de empleo del sector. De esta manera la cantidad de trabajadores bancarios aumentó 1,1% en el último año, totalizando 106.229 empleados sobre el cierre de 2014.

⁸⁵ Comunicación "A" 5168 y Comunicación "A" 5355.

IV.1.2 Posición de capital

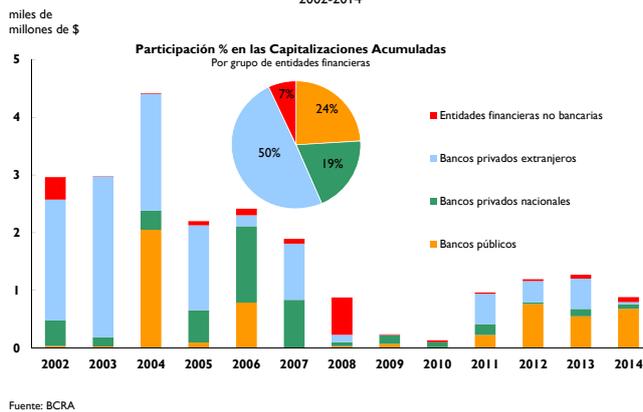
El patrimonio neto del sistema financiero consolidado se expandió 38,4% en 2014, evidenciando un dinamismo similar entre los grupos de bancos. Este crecimiento estuvo impulsado fundamentalmente por las ganancias contables devengadas y, en menor medida, por los nuevos aportes de capital que totalizaron \$886 millones en 2014 y fueron canalizados mayormente hacia las entidades financieras públicas (ver Gráfico IV.19). Por su parte, en el año algunas entidades financieras decidieron distribuir dividendos por un monto total aproximado de \$1.800 millones.

El nivel de apalancamiento del sistema financiero se redujo en 2014, dado que el crecimiento relativo del patrimonio neto superó a la expansión del activo a nivel agregado, evolución que 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 8,1 veces el patrimonio neto en el cierre del año, 0,4 menos que en diciembre de 2013. Dicha caída se produjo principalmente en la primera parte de 2014, atemperándose en los últimos meses. Cabe considerar que estos valores continúan siendo bajos en una comparación histórica y resultan inferiores a los evidenciados en la región y en otras economías emergentes y desarrolladas.

La solvencia del conjunto de bancos aumentó a lo largo del año, observando un comportamiento similar en ambos semestres. Así, en el último mes de 2014 la integración de capital del sistema financiero se ubicó en 14,7% de los activos ponderados por riesgo (APR), 1,1 p.p. más que el mismo período de 2013. Cabe considerar que el capital Nivel 1⁸⁶ representó 13,7% de los APR (más de 90% de la integración total), 1,2 p.p. más que al nivel del cierre del año pasado. En tanto, a nivel agregado el sistema financiero local observó un exceso de integración equivalente al 90% del total de la exigencia normativa (posición de capital) a diciembre de 2014 (ver Gráfico IV.20), acumulando un incremento interanual de 14 p.p., observándose una posición de capital excedentaria en todos los grupos homogéneos de bancos.

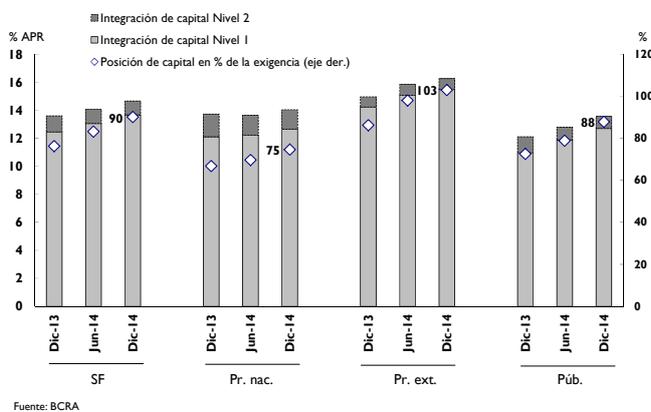
En línea con lo dispuesto por los líderes del G20 y con los compromisos asumidos en el seno del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS, por sus siglas en inglés), en 2014 el BCRA continuó impulsando un rediseño de la normativa bancaria buscando fortalecer al sistema financiero. En lo referente al capital regulatorio, con una perspectiva macroprudencial se estableció una exigencia de capital adicional para un conjunto de ban-

Gráfico IV.19
Capitalizaciones de Entidades Financieras
2002-2014



Fuente: BCRA

Gráfico IV.20
Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición)



Fuente: BCRA

⁸⁶ Definido como patrimonio neto básico (capital ordinario y adicional), neto de las cuentas deducibles. Ver Comunicación "A" 5369.

cos considerados de importancia sistémica a nivel local⁸⁷ (D-SIBs), definidos según un criterio que incluye factores propuestos por el BCBS, así como factores particulares de nuestra economía⁸⁸ (Ver Aparado 5). Esta decisión se complementará con el fortalecimiento de la supervisión y del régimen informativo sobre las entidades financieras involucradas.

Adicionalmente en lo que respecta a la exigencia regulatoria de capital, a fines de 2014 el BCRA decidió extender el cronograma gradual para la verificación del requisito por riesgo operacional⁸⁹. En particular, las entidades financieras de menor tamaño (Grupos “B” y “C”) ya verifican el 100% de la exigencia por riesgo operacional desde marzo de 2015⁹⁰.

En 2014 el BCRA avanzó en el diseño de un nuevo requerimiento de solvencia para las entidades: el “Coeficiente de Apalancamiento” estándar establecido por el BCBS y cuyo cumplimiento está previsto para enero de 2018. Se determinó que los bancos deben proveer a esta Institución información sobre su capital y exposiciones⁹¹ —existentes tanto en el balance como fuera del mismo— de forma trimestral desde septiembre de 2014 en adelante, con el fin de calcular su nivel de apalancamiento. Por otro lado, se determinaron requerimientos de publicación de esta información sobre apalancamiento desde el primer trimestre de 2015⁹². El análisis de la mencionada información permitirá avanzar en la calibración de una relación técnica regulatoria que será introducida en un futuro, prosiguiendo así con el camino de convergencia a los estándares de Basilea III.

El conjunto de bancos finalizó la segunda parte de 2014 con utilidades por casi \$20.860 millones, totalizando así aproximadamente \$45.940 millones en el año. En términos de los activos, el sistema financiero registró una rentabilidad (ROA) de 3,5%a. en el segundo semestre del año (ver Tabla IV.2), siendo inferior a la del primer semestre debido principalmente al desempeño del margen financiero. Así, el sistema financiero finalizó 2014 con un ROA de 4,1%, evidenciando un incremento de 0,7 p.p. del activo en relación al cierre de 2013. Cabe considerar que el crecimiento interanual en las ganancias se verificó en todos los grupos de bancos (ver Gráfico IV.21).

El margen financiero de los bancos se ubicó en 10,9%a. del activo en la segunda parte de 2014, 1,7 p.p. menos

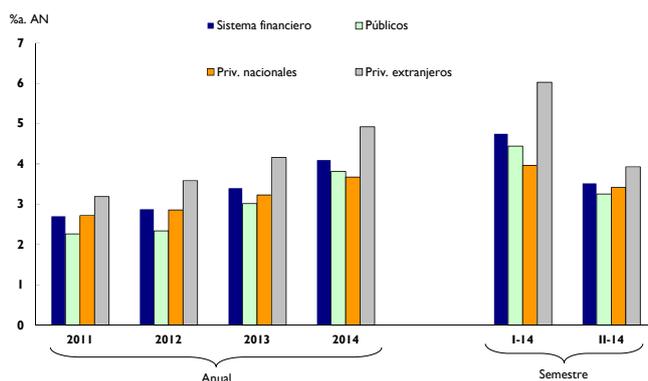
Tabla IV.2
Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero

Indicadores anualizados en % del activo netado promedio

	Anual				Semestre	
	2011	2012	2013	2014	I-14	II-14
Margen financiero	8,0	9,2	10,3	11,7	12,6	10,9
Resultado por intereses	4,6	5,7	5,9	5,8	5,7	6,0
Ajustes CER y CVS	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3
Resultado por títulos valores	2,6	2,6	2,6	4,0	3,6	4,4
Diferencias de cotización	0,6	0,6	1,3	1,2	2,1	0,5
Otros resultados financieros	0,0	0,0	0,3	0,2	0,7	-0,2
Resultado por servicios	3,9	4,2	4,3	4,3	4,2	4,4
Gastos de administración	-6,7	-7,0	-7,1	-7,4	-7,3	-7,5
Cargos por incobrabilidad	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9
Cargas impositivas	-1,1	-1,3	-1,6	-1,7	-1,8	-1,7
Diversos	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	0,3
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	3,9	4,3	5,0	6,1	7,0	5,3
Impuesto a las ganancias	-1,2	-1,5	-1,6	-2,0	-2,3	-1,8
Resultado final (ROA)	2,7	2,9	3,4	4,1	4,8	3,5
Resultado en % del PN (ROE)	25,3	25,7	29,5	32,7	38,3	27,8
Resultado antes de impuesto a las ganancias en % del PN	36,5	38,8	43,7	48,8	56,6	41,9

Fuente: BCRA

Gráfico IV.21
Rentabilidad por Grupo de Bancos
En % del activo netado



Fuente: BCRA

⁸⁷ Comunicación “A” 5694.

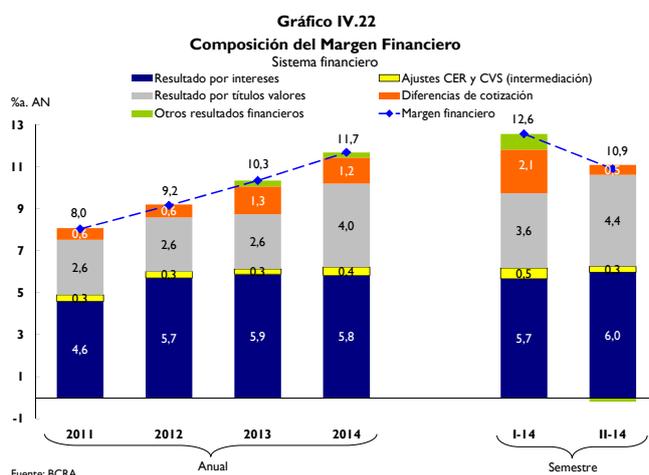
⁸⁸ http://www.bkra.gov.ar/pdfs/marco/D_SIBs.pdf.

⁸⁹ Para un mayor detalle, ver Sección V.3

⁹⁰ Comunicación “A” 5469 y Comunicación “A” 5686.

⁹¹ Comunicación “A” 5610.

⁹² Comunicación “A” 5606.



que el nivel alcanzado en el primer semestre del año. Dicho comportamiento se debió principalmente al desempeño de aquellos rubros del balance relacionados con la evolución del tipo de cambio (diferencias de cotización y ajustes por operaciones a término en moneda extranjera) que tuvieron mayor preponderancia en la primera parte del año. De esta manera, a lo largo de todo 2014 el margen financiero alcanzó 11,7%a. de los activo, aumentando 1,4 p.p. respecto del registro del acumulado de 2013 (ver Gráfico IV.22). El incremento interanual se debió principalmente a las ganancias devengadas por los resultados por títulos públicos. Cabe considerar que los resultados por intereses continuaron presentando la mayor participación dentro del margen financiero agregado, explicando la mitad del mismo en el año. Todos los grupos de bancos incrementaron interanualmente su margen financiero acumulado, siendo los privados extranjeros los que presentaron el mayor incremento relativo.

En la segunda parte de 2014 los resultados por intereses evidenciaron un incremento de 0,3 p.p. del activo si se los compara con el primer semestre, ubicándose en 6%a. (ver Gráfico IV.23). De esta manera, estos ingresos se situaron en 5,8% del activo a lo largo de 2014, disminuyendo levemente respecto al año pasado. Si bien los bancos públicos verificaron mayores ganancias por intereses frente a 2013, el comportamiento interanual del sistema financiero fue explicado principalmente por los bancos privados nacionales.

Tabla IV.3
Estructura de Rentabilidad por Grupo de Entidades Financieras
2014 - En % del activo neto

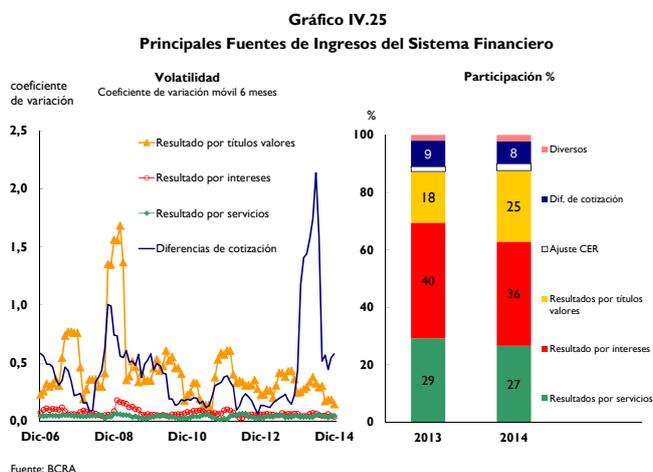
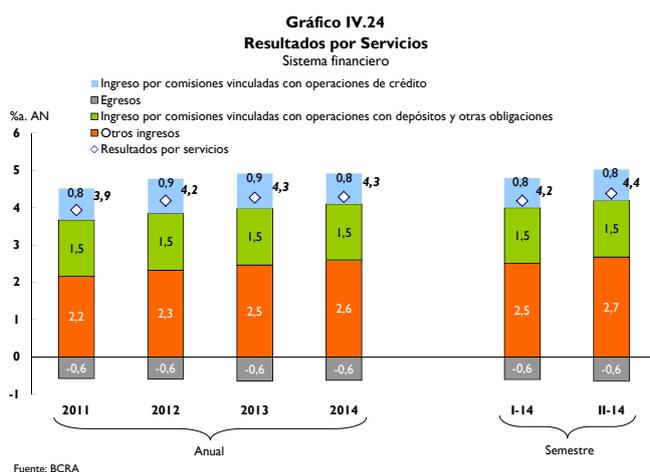
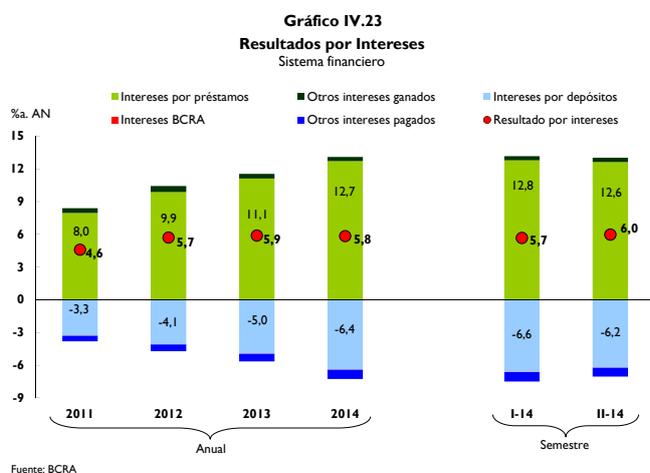
	Bancos privados			Bancos públicos	EFNB
	Total	Nacionales	Extranjeros		
Margen financiero	12,9	11,8	14,0	10,0	13,6
Resultado por intereses	7,4	6,6	8,3	3,4	12,6
Ajustes CER y CVS	0,1	0,1	0,2	0,8	0,0
Resultado por títulos valores	3,5	4,1	2,9	4,7	0,9
Diferencias de cotización	1,3	0,7	1,8	1,3	0,3
Otros resultados financieros	0,6	0,3	0,8	-0,2	-0,1
Resultado por servicios	5,5	5,4	5,6	2,5	8,1
Gastos de administración	-8,8	-8,8	-8,8	-5,5	-9,1
Cargos por incobrabilidad	-1,3	-1,3	-1,3	-0,5	-3,2
Cargas impositivas	-2,3	-2,4	-2,2	-1,0	-2,9
Diversos	0,6	0,7	0,4	0,1	1,3
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	6,6	5,4	7,7	5,5	7,8
Impuesto a las ganancias	-2,3	-1,8	-2,8	-1,7	-2,7
Resultado final (ROA)	4,3	3,7	4,9	3,8	5,1
Resultado en % del PN (ROE)	32,1	30,9	33,0	34,5	23,0
Resultado antes de impuesto a las ganancias en % del PN	49,0	45,7	51,6	49,6	35,2

Fuente: BCRA

Dada la posición activa de los bancos frente al descalce de moneda extranjera evidenciado a lo largo del año (ver Capítulo V) y ante la evolución del tipo de cambio nominal peso-dólar en el período, los resultados acumulados por diferencias de cotización se ubicaron en 1,2% del activo en 2014, permaneciendo casi en línea respecto al año anterior. Las ganancias por este concepto, como así también las vinculadas a los ajustes de las operaciones a término de moneda extranjera (reflejada en el rubro de “otros resultados financiero”), observaron un crecimiento significativo en el inicio del año para luego atemperar su evolución en los meses subsiguientes como resultado de la moderación en la evolución del tipo de cambio y ante los ajustes normativos implementados por el BCRA⁹³.

Las ganancias por títulos valores impulsaron el aumento interanual en los resultados del sistema financiero durante 2014. En la segunda parte del año estos ingresos registraron un mayor dinamismo ubicándose en 4,4%a. del activo, mostrando un aumento de 0,8 p.p. respecto al primer semestre del año. De esta manera, estos ingresos

⁹³ Para más información ver Sección V.5 y el Boletín de Estabilidad de Financiera correspondiente al Segundo Semestre de 2014.



netos por títulos valores se ubicaron en 4% del activo en el año, incrementándose 1,4 p.p. respecto a 2013. Si bien las entidades financieras públicas presentaron el mayor peso relativo (4,7% del activo), fueron los bancos privados tanto nacionales como extranjeros quienes evidenciaron el dinamismo más destacado en este segmento del cuadro de resultados (aumentando 1,7 p.p. del activo en ambos casos hasta 4,1% y 2,9% respectivamente). Este desempeño estuvo asociado al crecimiento del saldo nominal en circulación de letras del BCRA en cartera de los bancos, las mayores tasas de interés licitadas y la recomposición de las cotizaciones de parte de los títulos públicos que mantienen las entidades (ver Capítulo II).

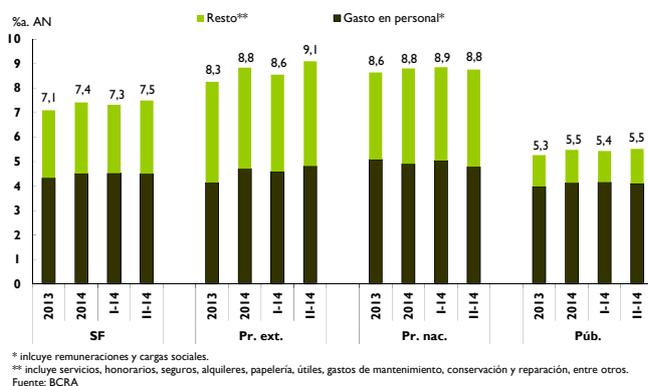
A lo largo de 2014 los ingresos netos por partidas ajustables por CER permanecieron en niveles bajos en torno a 0,4% del activo, aumentando en el margen respecto a años anteriores, en el marco de la implementación de la nueva metodología para el cálculo del índice de precios, que toma como referencia el IPCNu desde principios de 2014. Desagregado por grupo de entidades financieras, se observa que los bancos públicos poseen el mayor descalce de balance de partidas ajustadas por CER, con una consecuente mayor ponderación de estos ingresos en sus resultados (ver Tabla IV.3).

Los ingresos netos por servicios del sistema financiero cerraron en torno a 4,3% del activo en 2014 (ver Gráfico IV.24), 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 las entidades financieras públicas (2,5%).

En términos de las principales fuentes de rentabilidad que componen el cuadro de resultados del sistema financiero, a lo largo de 2014 los ingresos netos más volátiles presentaron el mayor dinamismo relativo. En este sentido, los resultados por títulos valores y por diferencias de cotización alcanzaron a representar 33% 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 63% del total (ver Gráfico IV.25).

Los gastos de administración se situaron en 7,5% a. del activo en la segunda parte del año, 0,2 p.p. más que en relación al primer semestre. Así, estos egresos se ubicaron en 7,4% del activo en el año, aumentando 0,3 p.p. con respecto a 2013 (ver Gráfico IV.26). El incremento interanual se evidenció en todos los grupos de entidades financieras, siendo los bancos privados extranjeros quienes presentaron el mayor crecimiento relativo. Di-

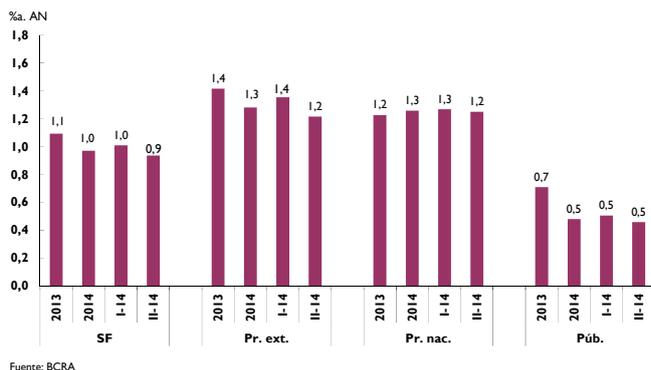
Gráfico IV.26
Gastos de Administración por Grupo de Bancos
En % del activo neteado



cho comportamiento a nivel sistema fue impulsado tanto por los gastos en personal (remuneraciones y cargas sociales), como por el resto de los componentes. Así, los gastos en personal continuaron representando más del 60% del total de gastos de administración para el conjunto de entidades.

Los cargos por incobrabilidad para el agregado del sistema financiero se ubicaron en casi 1% del activo en el acumulado de 2014, manteniéndose sin cambios significativos respecto al nivel del mismo período del año anterior. Los bancos privados extranjeros y públicos mostraron una reducción de estos egresos, en tanto que los privados nacionales registraron un leve aumento (ver Gráfico IV.27).

Gráfico IV.27
Cargos por Incobrabilidad por Grupo de Bancos
En % del activo neteado

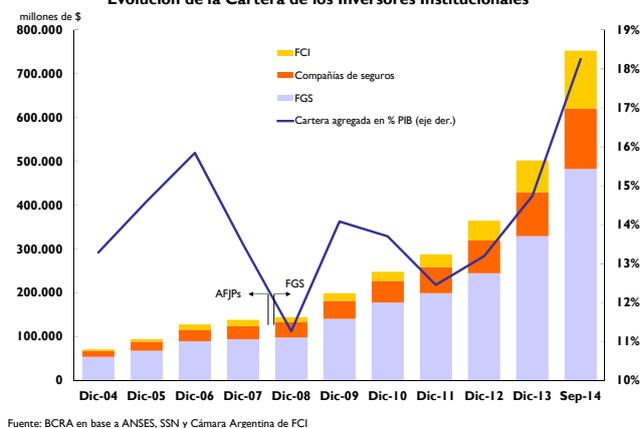


El nivel de cobertura de los gastos de administración con resultados por intereses y por servicios (netos de cargos por incobrabilidad) se ubicó en 123% para el conjunto de entidades en 2014, disminuyendo 5 p.p. respecto al año pasado. La reducción interanual de este indicador se observó en mayor medida en los bancos privados nacionales, siendo los bancos privados extranjeros quienes evidenciaron la mayor cobertura.

Por su parte, en 2014 el sistema financiero afrontó egresos en concepto de impuestos (impuesto a las ganancias y otras cargas impositivas) por un monto equivalente a 3,7% del activo, creciendo 0,5 p.p. en comparación con el año pasado. Dicho incremento recogió el desempeño de los bancos privados tanto nacionales como extranjeros.

IV.2 Inversores Institucionales

Gráfico IV.28
Evolución de la Cartera de los Inversores Institucionales



Teniendo en cuenta las carteras de los tres principales inversores institucionales —el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), las compañías de seguros (CS) y los fondos comunes de inversión (FCI)— el agregado a septiembre de 2014 ascendía a \$752.843 millones⁹⁴, lo cual representa una suba hasta ese momento en 2014 de 50%. En términos del producto, el valor de la cartera conjunta se elevó hasta representar un 18,3%, con una mejora que fue de 3,5 p.p. (Gráfico IV.28).

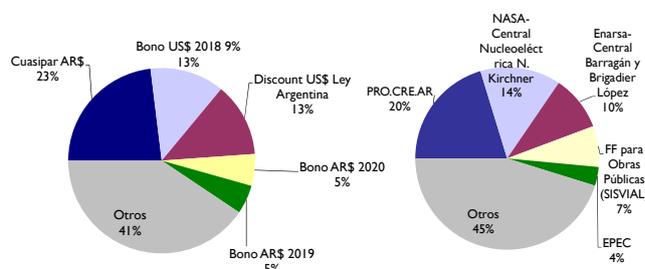
Respecto del FGS, la cartera administrada ascendía a \$472.265 millones a diciembre de 2014⁹⁵ (ver Tabla IV.4), con un incremento anual de 43%. No hubo en 2014 ingresos de capital provenientes de excedentes de ANSES. El aumento de la cartera en 2014 se basó fun-

⁹⁴ El monto representa la agregación de carteras sin consolidar. Última fecha para la cual hay información disponible respecto de las compañías de seguro que permite realizar un cálculo agregado. En el caso del FGS, para este cálculo se utiliza información del informe bimestral correspondiente a octubre de 2014.

⁹⁵ Última disponible.

Gráfico IV.29

FGS: Tenencias de Títulos Públicos e Inversiones Productivas
Dic-14



Nota: dentro de la cartera de Títulos Públicos del Gobierno Nacional y ON se incluyen, entre los primeros Bonar AR\$16 y Bonar AR\$18, Bonar X (en dólares), PGN, títulos provinciales, Letras del BCRA y Letras del Tesoro, entre otros.
Fuente: ANSES-FGS

damentalmente en la revalorización de los títulos públicos y obligaciones negociables y, en segundo lugar, por el desempeño en las acciones, que explican el 72% y 17% del incremento total, respectivamente. Los títulos públicos y obligaciones negociables en cartera, el principal rubro con el 67% del total, subieron 48% en el año, por nuevas suscripciones netas de amortizaciones e incrementos de valuación (ver principales especies en cartera en Gráfico IV.29). Las acciones subieron 87% en 2014, y son el tercer rubro en importancia con el 11% de la cartera total. Los proyectos productivos y de infraestructura, que son el segundo rubro en importancia (13% del total), subieron 32% en 2014. Tras el importante impulso recibido en el año, la principal inversión a diciembre de 2014 fue el PRO.CRE.AR., que sumó \$19.163 millones, desplazando a la Central Nuclear NASA con \$14.348 millones. Por último, en 2014 cedieron nuevamente participación los depósitos a plazo fijo, con una merma de 30% en el monto que llevó a un mínimo histórico la participación de estas colocaciones del ANSES en el total del sistema financiero.

Tabla IV.4
Evolución Cartera FGS
Datos a dic-14

en millones de \$

Rubro	dic-13	oct-14	dic-14	Var. bimestre (%)	Var. 2014 (%)
Acciones	27.838	62.362	52.128	-16%	87%
Titulos y ON	215.584	310.652	318.665	3%	48%
Plazo Fijo	15.996	14.514	11.213	-23%	-30%
Proyectos Productivos y de Infraestructura	44.677	55.004	59.088	7%	32%
Disponibilidades y otros	25.378	40.128	31.171	-22%	23%
Total FGS	329.472	482.660	472.265	-2%	43%

Fuente: FGS

Las inversiones de las CS de forma agregada ascendían a \$137.914 millones en base a información a septiembre de 2014⁹⁶, registrando un incremento acumulado en el año de 38% y de 47% respecto al mismo periodo de 2013 (ver Tabla IV.5). El aumento en la valorización de los títulos públicos, la principal clase de activos en la cartera, fue de 64% en los 3 trimestres transcurridos hasta septiembre. De esta manera, este segmento fue el principal impulsor en la suba del valor de la cartera, y redundó en un incremento en su ponderación sobre el total de 37%⁹⁷. En segundo lugar, los FCI y las obligaciones negociables tuvieron un aumento importante de enero a septiembre, que fue de 71% y 28%, respectivamente y son actualmente el segundo y el tercer componente más importante de la cartera de las CS (24% y 16% del total, en ese orden). Este aumento se enmarca mayormente dentro del “inciso k” referido a inversiones productivas establecido por la Superintendencia de Seguros de la Nación a fines de 2012. En particular, el crecimiento en las obligaciones negociables relegó la importancia de los depósitos a plazo en el total de la cartera (a 14%), cuyo monto cedió 10%. Por otra parte, también las acciones tuvieron un importante incremento (162% hasta septiembre de 2014), aumentando su participación en la cartera agregada 3 p.p. hasta 6%. En contraposición, el monto de inversiones en fideicomisos financieros cedió 26% hasta representar menos del 2% del total. Con respecto a la evolución de las inversiones por rama de actividad, se destacó el dinamismo de las inversiones de las compañías de seguros patrimoniales y mixtas, que crecieron casi 50% en los primeros 9 meses de 2014, y en segundo lugar, aquellas de las compañías asegurador-

Tabla IV.5
Evolución de la Cartera de Compañías de Seguros

En millones de \$

	dic-12	dic-13	dic-14	Var. 2014 (%)
Titulos públicos	28.892	31.176	54.695	75,4
Acciones	4.175	3.314	7.634	130,3
Obligaciones Negociables	7.807	16.931	21.357	26,1
FCI	11.421	19.228	32.130	67,1
Fideicomisos Financieros	2.719	3.212	2.504	-22,0
Plazos Fijos	18.643	21.644	17.107	-21,0
Otras inversiones en el país	897	3.801	1.309	-65,6
Inversiones en el exterior	447	433	427	-1,3
Total cartera	75.000	99.740	137.164	37,5

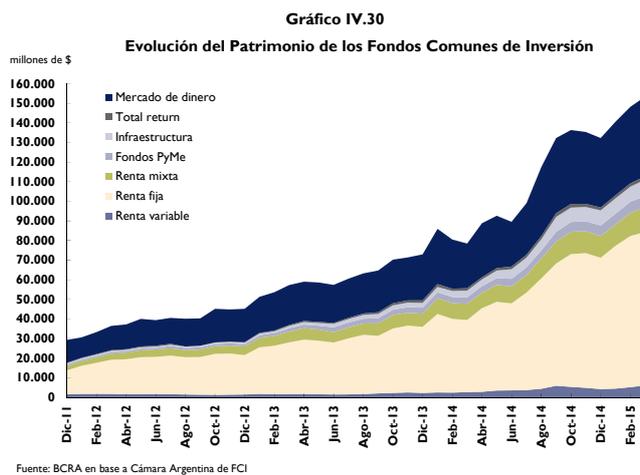
Fuente: SSN.

⁹⁶Última disponible.

⁹⁷Desde diciembre de 2012 a junio de 2014 la ponderación promedio fue de 33%.

ras de riesgos del trabajo (aumentaron 42% en el mismo período).

El patrimonio de los FCI a marzo de 2015 ascendía a \$153.360 millones, con un incremento en el primer trimestre de 16%, tras haber finalizado 2014 con una suba de 82% (Gráfico IV.30). El aumento durante el año pasado se dio por nuevas suscripciones por \$38.395 millones y por un incremento por rendimiento positivo de la cartera de \$21.031 millones. En términos de la composición de la cartera, el desempeño en 2014 se explicó, al igual que en 2013, por la evolución de los fondos que invierten en renta fija, que crecieron el último año 98% (66% por nuevas suscripciones y 33% por rendimiento) y representaban a diciembre de 2014 el 51% del patrimonio bajo administración de los FCI. En segundo lugar se destacó el aumento de los fondos de mercado de dinero (representaban el 27%), que crecieron 51% en 2014. Por otra parte, es de destacar el incremento que tuvieron los fondos de infraestructura (vinculado con la normativa mencionada de inversiones productivas de las CS), cuyo patrimonio subió 210% en 2014 (169% por nuevas suscripciones y lo restante por rendimiento), pasando a representar el 6% del patrimonio conjunto. En lo que respecta a la información más reciente, todos los fondos continuaron incrementando su patrimonio desde fines de diciembre de 2014 hasta fines de marzo de 2015, destacándose los de renta variable y renta fija (con alzas de 44% y 17%, respectivamente).



V. Riesgos del Sistema Financiero

Síntesis

Durante el segundo semestre de 2014 y comienzos de 2015, el sistema financiero mostró una leve mejora en el mapa de riesgos intrínsecos a su actividad. En un marco de consolidación de los indicadores de solvencia, se observaron cambios relativamente favorables en términos de riesgo de liquidez, de crédito y de moneda.

Por un lado, en términos de riesgo de liquidez, los indicadores de exposición del sistema financiero no presentaron cambios de magnitud en la segunda parte de 2014 ni a lo largo del año, al tiempo que la cobertura de este riesgo aumentó lo que quedó reflejado en la mayoría de las entidades financieras. Así, el ratio de activos líquidos sobre pasivos de corto plazo se ubicó en 47,7% en el fin del período, 5,6 p.p. más que en el cierre de 2013. En términos de composición de la liquidez, aumentó la importancia relativa de las LEBAC.

En la segunda parte de 2014 se redujo levemente la exposición bruta del conjunto de bancos al sector privado, período en el cual la morosidad del financiamiento bancario se mantuvo estable, en un rango de valores bajos. El sistema financiero siguió evidenciando una holgada cobertura de la cartera morosa con provisiones contables. Así, la exposición patrimonial al riesgo de crédito asumido por el sector permaneció acotada, aún en un contexto de desaceleración en la evolución de la actividad económica. Los bajos registros de la deuda agregada de las empresas y familias y de la carga financiera que la misma genera colaboraron en mantener la situación financiera y la capacidad de pago de tales sujetos de crédito.

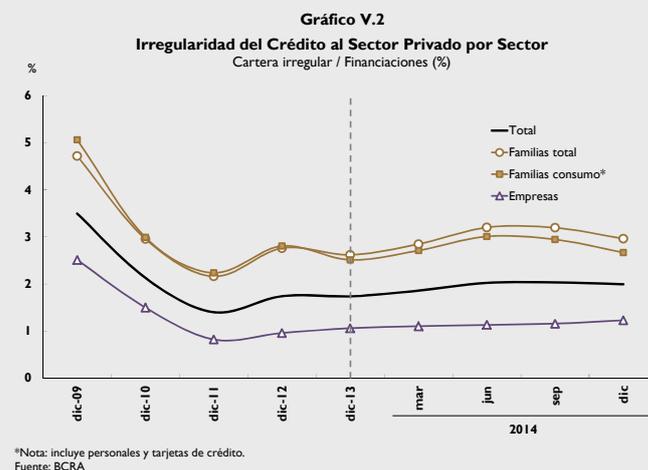
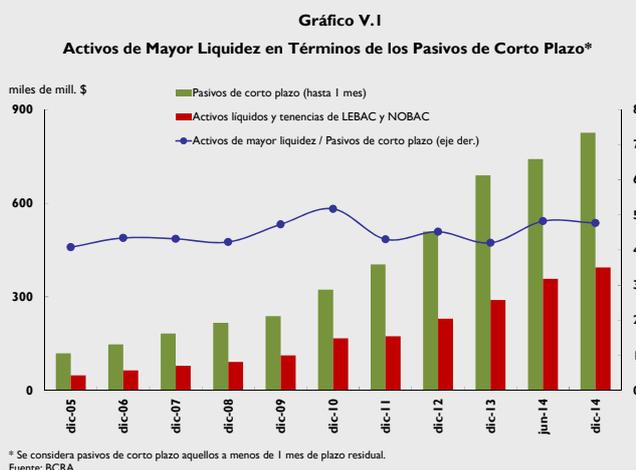
En el año se incrementó el monto agregado de los eventos de riesgo operacional informados por los bancos

principalmente asociado a la ejecución, gestión y finalización de procesos y al fraude externo. En línea con esto, el requisito de capital mínimo por riesgo operacional para el conjunto de entidades ganó relevancia entre las exigencias de capital en 2014. El cronograma de cumplimiento gradual de este requisito normativo tiene plena vigencia a partir de marzo de 2015.

La exposición al riesgo de mercado que asumen los bancos continuó teniendo una baja ponderación en el mapa de riesgos. La exigencia de capital para cubrir eventuales pérdidas derivadas de este riesgo, que representó 3,5% del total a diciembre de 2014, aumentó en el año fundamentalmente por el componente de bonos nacionales en pesos y de menor plazo relativo (LEBACs y títulos del sector público).

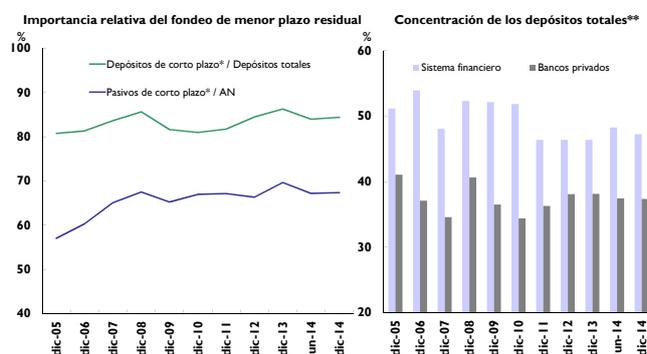
En el transcurso de 2014 el conjunto de bancos redujo su exposición al riesgo de moneda extranjera. El descalce de moneda del sistema financiero cayó significativamente en la primera parte del año, desempeño explicado por el conjunto de medidas macroprudenciales impulsadas oportunamente por el BCRA. Adicionalmente, esta evolución fue acompañada de una considerable disminución de la volatilidad del tipo de cambio nominal peso-dólar.

Desde niveles reducidos, en la segunda mitad del año se incrementó levemente la exposición al riesgo de tasa de interés que enfrentan las entidades financieras. La duración estimada de los activos no valuados con cotización de mercado en moneda nacional de se incrementó en el período, en tanto que la sensibilidad de los pasivos en pesos ante cambios en la tasa de interés se mantuvo estable en la segunda parte del año.



V.1 Riesgo de liquidez

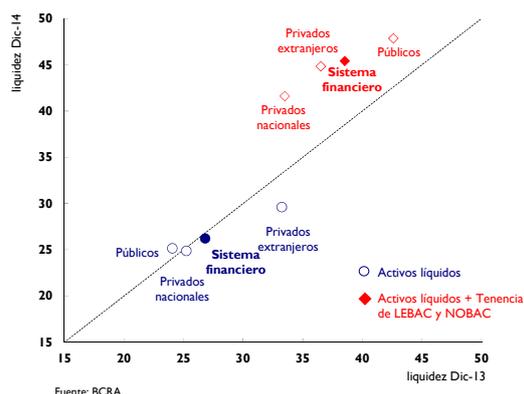
Gráfico V.3
Indicadores de Exposición al Riesgo de Liquidez
Sistema financiero



*Con plazo residual menor a 1 mes. **Saldo de los 160 principales clientes de cada entidad como porcentaje del total de depósitos. Fuente: BCRA

El riesgo de liquidez asumido por el sistema financiero es significativamente bajo, resultado de la combinación de una reducida exposición al mismo y de elevados niveles de cobertura. De acuerdo a los indicadores disponibles, la exposición del sistema financiero agregado al riesgo de liquidez no presentó cambios significativos a lo largo de 2014, prevaleciendo en niveles similares a los de los últimos años. En particular, en el período los pasivos de corto plazo⁹⁸ redujeron levemente su peso relativo en el fondeo total —en especial en la primera parte de 2014—, mientras que la concentración de los depósitos aumentó ligeramente (ver Gráfico V.3). Respecto a este último indicador, el desempeño interanual fue explicado fundamentalmente por los bancos públicos —principales destinatarios de las imposiciones del sector público—, mientras que la concentración de los depósitos se redujo en los bancos privados.

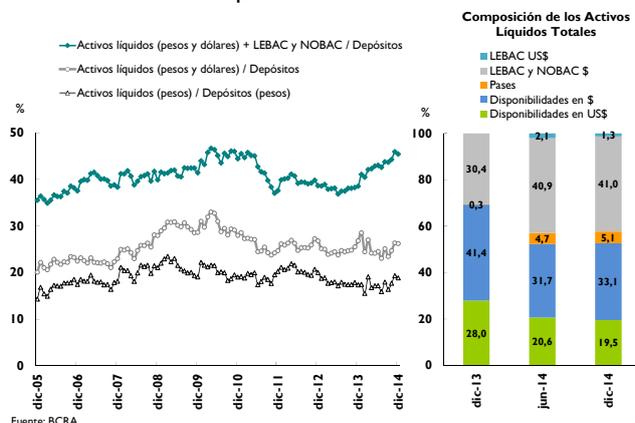
Gráfico V.4
Liquidez por Grupo de Bancos
% de los depósitos no financieros



Fuente: BCRA

En términos de la cobertura de las entidades frente al riesgo de liquidez, el ratio de activos líquidos —sin incluir LEBAC y NOBAC— sobre depósitos totales disminuyó levemente en una comparación interanual hasta alcanzar 26,2% a fines de 2014, variación reflejada fundamentalmente en los bancos privados extranjeros (ver Gráfico V.4). Sin embargo, el indicador de liquidez que incorpora las tenencias de instrumentos de regulación monetaria finalizó el año en torno a 45,4% de los depósitos, 6,9 p.p. por encima del nivel de doce meses atrás. En relación a la composición de la liquidez bancaria en sentido amplio, en el año se evidenció una caída de la participación de las disponibilidades en pesos y dólares y un incremento de las LEBAC en el balance (ver Gráfico V.5). Este cambio en la composición de la liquidez se reflejó mayormente en la primera parte del año.

Gráfico V.5
Liquidez del Sistema Financiero



Fuente: BCRA

Considerando la totalidad de pasivos de corto plazo en el balance del conjunto de entidades, en 2014 se incrementó la cobertura con activos líquidos en sentido amplio (ver Gráfico V.1). En particular, este ratio de cobertura finalizó el año en torno a 47,7%, 5,6 p.p. por encima del registro de diciembre de 2013.

Los indicadores de exposición y cobertura del riesgo de liquidez presentaron cierta dispersión entre las entidades financieras. Si bien el número de entidades financieras cuyo indicador de exposición —medido como pasivos de corto plazo sobre fondeo total— aumentó interanualmente es similar a la cantidad de bancos que redujeron su exposición en el período, la mayoría incrementó su cobertura —medido como activos líquidos sobre pasivos de corto plazo— (ver Gráfico V.6). Más aún, gran

⁹⁸ Aquellos con plazo residual menor a un mes.

Gráfico V.6
Importancia Relativa del Fondo de Menor Plazo Residual y Cobertura con Activos Líquidos
 Por entidad financiera

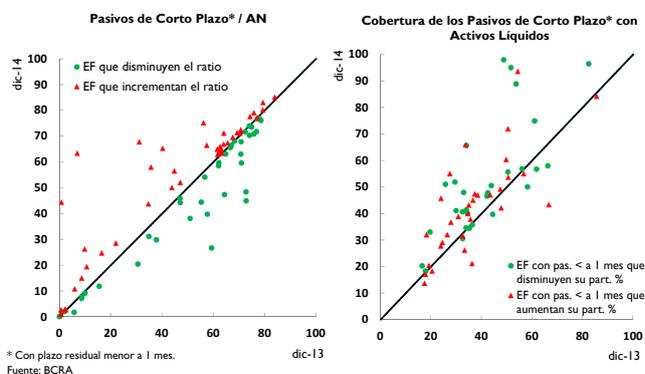


Gráfico V.7
Mercados de Liquidez Interfinanciera
 Monto promedio diario negociado

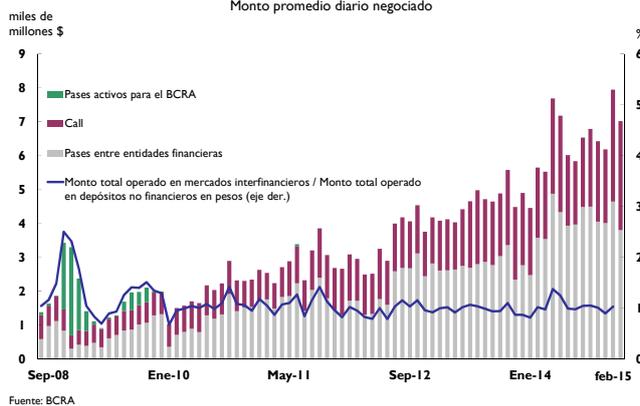
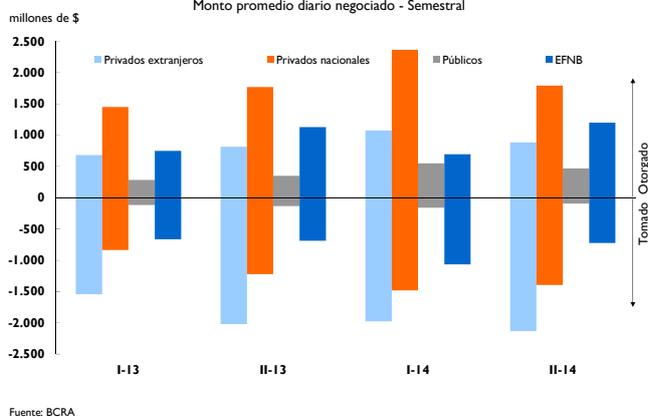


Gráfico V.8
Mercado de Call
 Monto promedio diario negociado - Semestral



parte de los bancos que registraron un aumento interanual en el ratio entre pasivos de corto plazo y fondeo total, también mejoraron su cobertura con activos líquidos en el período.

La posición de efectivo mínimo —exceso de integración por sobre la exigencia normativa— en moneda nacional se ubicó en 0,2% de los depósitos totales en pesos en promedio en 2014 para el conjunto de bancos, nivel similar al de los dos años previos. Considerando los requisitos regulatorios para el segmento en moneda extranjera, el sistema financiero presentó una posición excedentaria equivalente a 95% de la exigencia a fines de 2014. Cabe recordar que a principios de año el BCRA dispuso un aumento en la exigencia para los depósitos en dólares⁹⁹, lo que originó una reducción interanual de la posición de efectivo mínimo en este segmento.

Con el objetivo de que el ahorro en moneda extranjera de las familias y empresas se canalice a través del sistema financiero, a mediados de febrero de 2015 el BCRA generó incentivos para que los bancos alienten la captación de depósitos a plazos fijos en dólares, mediante un aumento en el *spread* máximo para las entidades que suscriban LEBAC en igual denominación¹⁰⁰. Al igual que en lo establecido a comienzos de 2014, cuando se retomó la licitación de letras del BCRA en dólares, el monto captado por depósitos a plazo que se aplique a dicho instrumento no estará sujeto a encaje regulatorio.

Cumpliendo con los compromisos asumidos en el G-20 y en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB), desde enero de 2015 el BCRA introdujo, entre las relaciones técnicas que deben cumplir las entidades financieras, el ratio de cobertura de liquidez —LCR, *Liquidity Coverage Ratio*— (ver Apartado 5). Esta relación establece que los bancos de mayor tamaño¹⁰¹ deberán contar con cierta cantidad de activos de alta calidad y libre disponibilidad con el objeto de morigerar potenciales *shocks* adversos de corto plazo. De acuerdo a la composición actual del balance bancario, cabe esperar que la incorporación de este nuevo requisito no genere alteraciones de magnitud para las entidades seleccionadas. El esquema pautado es de cumplimiento gradual, comenzando en 2015 con un coeficiente de 0,6 para finalizar en 1 en 2019.

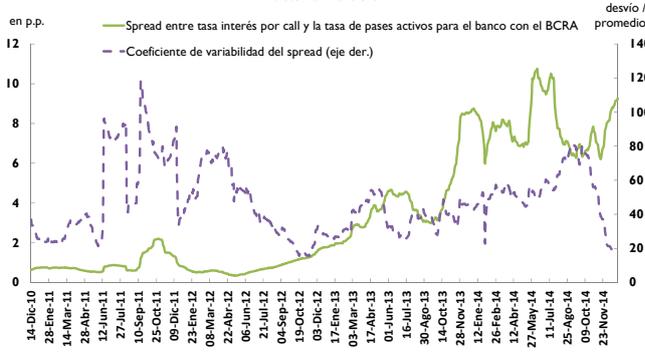
Desde niveles bajos de profundidad, los mercados interfinancieros continuaron creciendo en el último año. El monto transado en 2014 creció 34% respecto a 2013 y llegó a representar 0,9% del monto operado por depósi-

⁹⁹ Comunicación “A” 5534.

¹⁰⁰ Comunicado “P” 50517 y Comunicación “A” 5711.

¹⁰¹ De acuerdo a lo previsto en la Comunicación “A” 5703.

Gráfico V.9
Spread de Tasas de Interés y Volatilidad del Spread en el Mercado Interfinanciero
 Sistema financiero

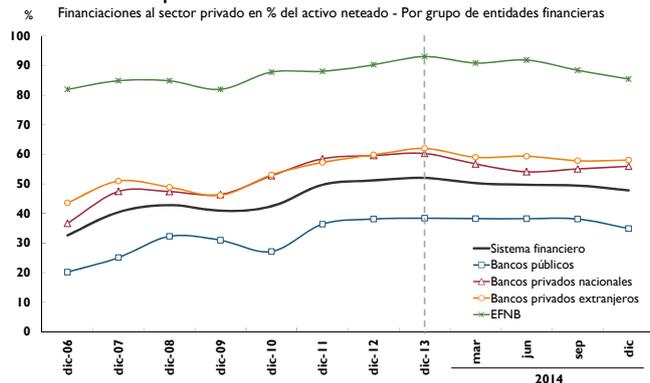


Nota: El spread se calcula como el promedio centrado de 40 ruedas de la diferencia entre la tasa de call y la de pasivos para el banco con el BCRA. El coeficiente de variabilidad se obtiene dividiendo la desviación estándar centrada de 40 observaciones del spread por el promedio centrado de 40 ruedas del mismo. Fuente: BCRA

tos a fin del período. Si se considera los primeros meses de 2015, se observó aún un mayor aumento relativo en el mercado interbancario —alcanzando casi 2% de las operaciones de depósito—, sobre todo en el segmento no garantizado (ver Gráfico V.7). En el mercado de *call* en la segunda parte de 2014 los bancos privados extranjeros fueron demandantes netos de fondos, mientras que el resto de los grupos de entidades financieras abastecieron los recursos en términos netos (ver Gráfico V.8).

En lo que respecta a las tasas de interés de los mercados de corto plazo en los que operan los bancos —a través de los cuales pueden administrar excesos y faltantes de liquidez—, el *spread* entre el *call* y la tasa de pasivos para los bancos contra el BCRA cerró 2014 en un nivel inferior a los picos evidenciados a mediados de año. Adicionalmente, cabe considerar que desde septiembre de 2014 comenzó a reducirse la variabilidad de dicho *spread* (ver Gráfico V.9), lo que colabora a la administración del riesgo de liquidez por parte de los bancos.

Gráfico V.10
Exposición Bruta al Sector Privado No Financiero
 Financiamientos al sector privado en % del activo neteado - Por grupo de entidades financieras



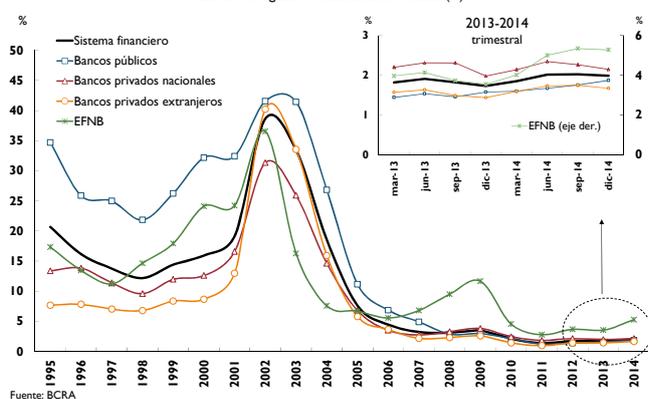
Fuente: BCRA

V.2 Riesgo de crédito

V.2.1 Sector privado¹⁰²

A lo largo del año la exposición bruta del sistema financiero al sector privado se redujo hasta ubicarse en 47,8% del activo neteado (ver Gráfico V.10). Todos los grupos de entidades financieras mostraron mermas interanuales en su exposición a este sector. La mora del crédito al sector privado se mantuvo en valores acotados, con estabilidad en los últimos meses luego de un ligero aumento en la primera parte de 2014. Tanto las familias como las empresas continuaron mostrando niveles bajos de endeudamiento (ver Capítulo III), lo que colaboró en el sostenimiento de un reducido riesgo de crédito para el conjunto de bancos. Adicionalmente, la cobertura de la cartera irregular con provisiones contables continuó siendo holgada para el sistema financiero, por encima del 100% en todos los grupos de bancos.

Gráfico V.11
Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado
 Cartera irregular / Financiamientos totales (%)



Fuente: BCRA

Desde mediados de 2014 y hasta fines de año la irregularidad del crédito al sector privado se ubicó en torno a 2% del total de las financiamientos, siendo un nivel bajo tanto en una comparación de mediano plazo (ver Gráfico V.11) como internacional (ver Gráfico V.12). Este valor superó levemente al registrado a fines del año 2013, fundamentalmente por el desempeño observado en el primer semestre. Todos los grupos de bancos mostraron incrementos en su ratio de mora en los primeros dos trimestres de 2014, mientras que en la segunda parte del año se registraron comportamientos mixtos —con leve

¹⁰² En esta sección el crédito al sector privado surge de la información extraída de la Central de Deudores.

reducción en los bancos privados y ligeros incrementos en los públicos— (ver Gráfico V.11).

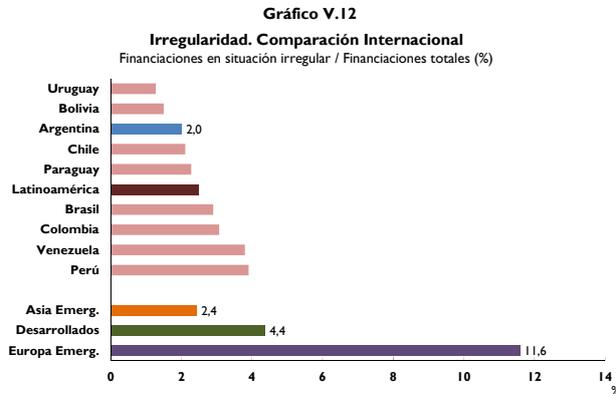
En el año las financiaciones al sector productivo no mostraron variaciones significativas en su coeficiente de irregularidad. Por su parte, el crédito a las familias registró un leve incremento en su mora durante los primeros seis meses, variación parcialmente compensada por la reducción de la segunda mitad del año (ver Gráfico V.2) en un contexto de mayor dinamismo de las financiaciones de este segmento (ver Capítulo IV). Considerando la irregularidad de las financiaciones al sector privado en las diferentes zonas geográficas del país, en la segunda mitad del año todas las regiones, con excepción de Cuyo y NOA, registraron reducciones en la morosidad.

Los deudores que explicaban el saldo total de crédito al sector privado de mediados de 2014 evidenciaron un ligero deterioro en su situación en la segunda parte del año. En particular, mientras que sólo 0,2% de ese saldo total mejoró, pasando de irregular a regular entre junio y diciembre, el 1,1% empeoró su clasificación en el período (ver Tabla V.1).

En 2014 todos los grupos de bancos mantuvieron la cobertura de la cartera irregular con provisiones contables por encima del 100% (ver Gráfico V.13). A nivel agregado este indicador alcanzó 139,7%, apenas por debajo del registro de doce meses atrás. Por otra parte, las provisiones constituidas por el sistema financiero al cierre del año se ubicaron 39,4 p.p. por encima de las exigencias mínimas normativas.

Familias

La exposición del sistema financiero a los hogares se mantuvo prácticamente sin cambios en el segundo semestre del año, alcanzando 21,1% del activo neteado en el cierre del ejercicio anual (ver Gráfico V.14). Este nivel resultó levemente inferior al de fines de 2013 a causa de lo ocurrido en los primeros meses del año. La dinámica de la exposición a los hogares estuvo en línea con la evolución de las financiaciones a dicho sector¹⁰³ durante 2014, con una marcada mejora de su tasa de crecimiento en la última parte del período (ver Capítulo IV) en el marco de la implementación de políticas públicas de estímulo al crédito como la regulación de tasas de interés para el otorgamiento de préstamos personales y prendarios y los programas AHORA 12 y PRO.CRE.AUTO. A su vez, los reducidos niveles de endeudamiento y de la carga financiera que estos generan (ver Capítulo III) mantienen acotado el riesgo de

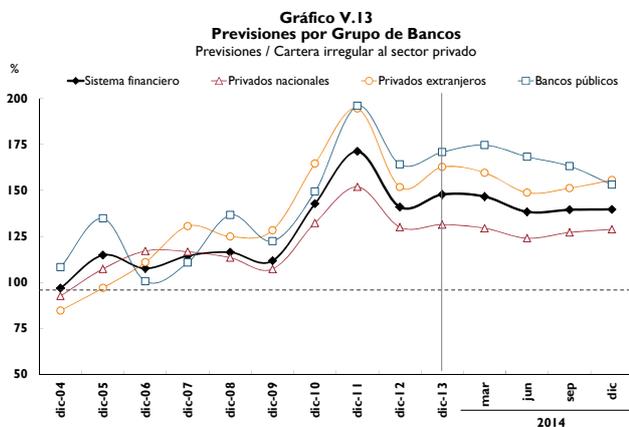


*Nota: financiaciones irregulares del sector privado como porcentaje de las financiaciones totales del mismo sector. Nota: Europa emergente: Turquía, Rusia, Rumanía, Bulgaria y Hungría. Asia emergente: China, Tailandia, India e Indonesia. Desarrollados: Corea, España, EEUU, Reino Unido, Francia, Japón, Italia, Canadá, Australia y Alemania. Datos a 2014 excepto Bolivia, Bulgaria, China, España (2013) y Venezuela (2010). Fuente: BCRA, FMI y Bancos Centrales.

Tabla V.1
Evolución de las financiaciones al sector privado / Jun-14 a Dic-14
En % del saldo de créditos en el momento inicial - Junio 2014

		Diciembre 2014		
		Regular (91,9%)	Irregular (2,3%)	Baja de Balance* (5,8%)
Junio 2014	Regular	98,0	1,1	5,2
	Irregular	2,0	1,2	0,6

(*) Por cancelación de la deuda, constitución de fideicomisos financieros o pasaje a cuentas de orden.
Fuente: BCRA

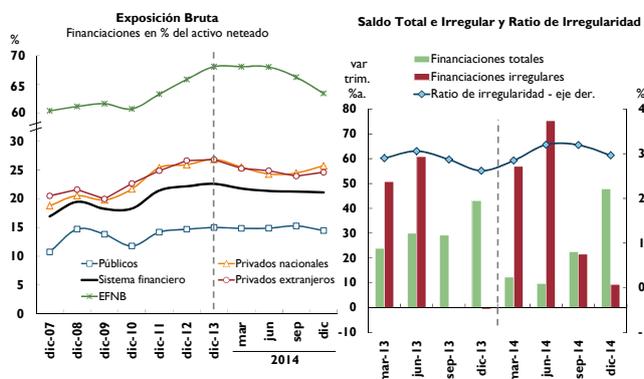


Fuente: BCRA

¹⁰³ Se considera créditos a familias a aquellos otorgados a personas físicas, excepto que tengan destino comercial.

crédito asumido por el sector financiero frente a los hogares.

Gráfico V.14
Financiaciones a Familias



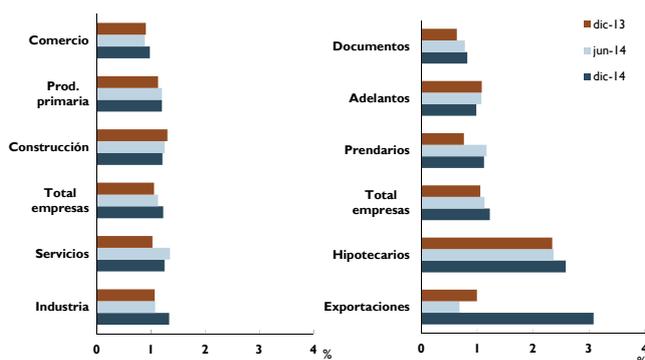
Fuente: BCRA

En el segundo semestre del año el coeficiente de irregularidad del crédito a las familias se redujo hasta 3%, en un contexto de expansión de las financiaciones y de reducción del ritmo de crecimiento de la cartera irregular de los hogares (ver Gráfico V.14). Las líneas crediticias para consumo —personales y tarjetas— fueron las que impulsaron la merma en el coeficiente de mora en los últimos meses del año. En una comparación interanual, la irregularidad del crédito a las familias de fines de 2014 superó en 0,4 p.p. de las financiaciones al nivel de cierre de 2013, a causa del aumento evidenciado en el primer semestre.

Empresas

Gráfico V.15

Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas por Actividad y Línea
Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%)



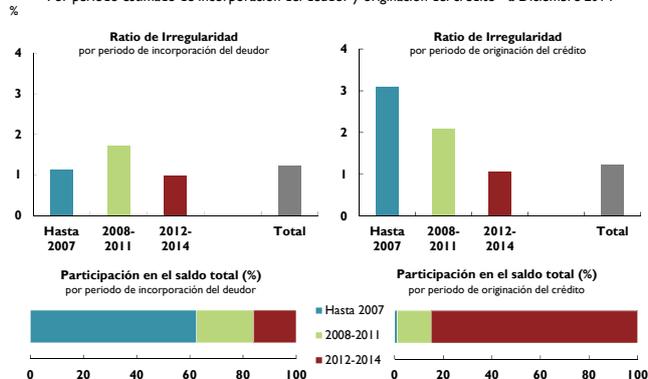
Fuente: BCRA

En 2014 la exposición del sistema financiero a las empresas¹⁰⁴ se redujo levemente —a partir del desempeño del crédito a este sector (ver Capítulo IV)—, cerrando el año en 26,7% del activo neteado. Esta caída se verificó en todos los grupos de entidades financieras.

La morosidad del crédito al sector productivo no mostró variaciones de magnitud en el año, permaneciendo en niveles reducidos y menores que los correspondientes a los préstamos a familias. Por su parte, el rechazo de cheques por falta de fondos en relación con el total de documentos compensados —otro indicador del riesgo de crédito de las empresas— se mantuvo en niveles bajos durante 2014, alcanzando mínimos en una comparación de mediano plazo (ver Capítulo VI).

Gráfico V.16
Financiaciones e Irregularidad de Empresas

Por período estimado de incorporación del deudor y origenación del crédito - a Diciembre 2014



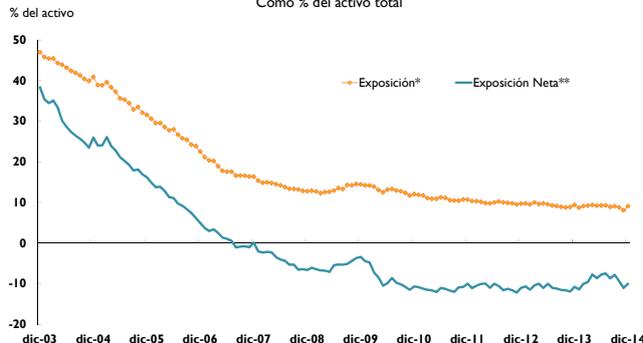
Fuente: BCRA

Considerando las líneas de crédito a las empresas, en el año el ratio de mora se redujo en los adelantos y se incrementó en el resto de las asistencias (ver Gráfico V.15). Entre las actividades productivas también se evidenciaron comportamientos heterogéneos de la irregularidad del crédito, con reducciones en la mora de la construcción y ligeros aumentos en las demás ramas de actividad, comportamiento que se encuentra en línea con el desempeño sectorial registrado en 2014 (ver Capítulo III). Por su parte, en un marco en el que ganó participación el otorgamiento de créditos a las PyMEs en el total operado por las personas jurídicas (ver Capítulo IV), el ratio de irregularidad de las financiaciones con menor saldo residual (hasta \$5 millones) no ha mostrado cambios significativos, permaneciendo estable en la segunda parte del año.

Teniendo en consideración a las financiaciones a las firmas por su período estimado de origenación, aquellas

¹⁰⁴ Las financiaciones a empresas son las otorgadas a personas jurídicas y el crédito comercial otorgado a personas físicas.

Gráfico V.17
Exposición al Sector Público del Sistema Financiero
Como % del activo total



*Exposición: (Posición en títulos públicos (no incluye Lebac ni Nobac) + Préstamos al sector público) / Activo total.
**Exposición neta: (Posición en títulos públicos (no incluye Lebac ni Nobac) + Préstamos al sector público - Depósitos del sector público) / Activo total.
Sector público incluye todas las jurisdicciones (nacional, provincial y municipal). Fuente: BCRA

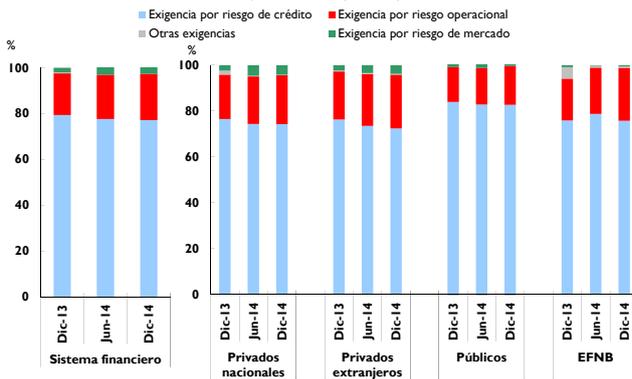
generadas desde 2012 en adelante —vigencia de la LCIP— presentaron al cierre de 2014 un ratio de irregularidad menor que el total de las financiaciones a empresas. Lo mismo ocurre si se segmenta el crédito a las empresas según el período estimado de incorporación del deudor, presentando aquellos incorporados entre 2012-2014 un menor ratio de mora que el resto de los deudores (ver Gráfico V.16).

V.2.2 Sector público

El conjunto de entidades financieras redujo levemente su exposición bruta al sector público en el año hasta 9,1% del activo sobre el final de período (ver Gráfico V.17). Esta disminución fue impulsada principalmente por los bancos públicos y, en menor medida, por los privados nacionales.

El total de depósitos del sector público alcanzó 19,1% del fondeo total del sistema financiero a fines de 2014, manteniéndose de esta manera una exposición neta negativa de las entidades financieras a dicho sector en un nivel equivalente a 10% del activo, ligeramente menor que el registro de 2013. En una comparación internacional, estos ratios de exposición al sector público permanecieron por debajo del promedio regional y resultaron también menores a los de economías desarrolladas y emergentes.

Gráfico V.18
Exigencia de Capitales Mínimos por Grupo de Entidades Financieras
Participación en la exigencia regulatoria

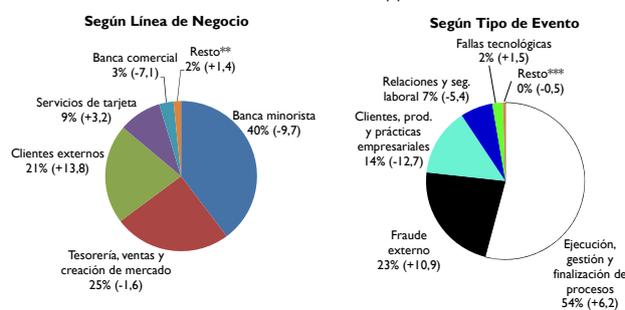


Nota: La exigencia se ajusta por franquicias y por los efectos de la Com. "A" 5396. Fuente: BCRA

V.3 Riesgo operacional

Entre las exigencias de capital mínimo para las entidades financieras, desde 2012 el BCRA incorporó un requisito para cubrir la exposición al riesgo operacional¹⁰⁵ en línea con las recomendaciones internacionales. Para tal efecto se diseñó oportunamente un cronograma de cumplimiento gradual que se completó en marzo de 2015 para las entidades financieras más chicas (Grupos “B” y “C”).

Gráfico V.19
Clasificación de los Eventos de Riesgo Operacional* del Sistema Financiero
Participación en el monto de eventos descubiertos en 2014 informados en Dic-14 y entre paréntesis el cambio interanual en p.p.



* Base de datos sobre eventos de riesgo operacional (RI para Supervisión Trimestral / Anual).
** Resto: finanzas corporativas, custodia, entre otros. *** Resto: fraude interno y daños a activos materiales.
Fuente: BCRA

El requisito de capital por riesgo operacional creció 42,6% en 2014 a nivel agregado, ganando relevancia entre las exigencias de capital (ver Gráfico V.18). Este aumento se debió fundamentalmente al desempeño de los “ingresos brutos”, a partir de las mayores ganancias derivadas del margen financiero en la primera parte de 2014 (ver Capítulo IV). Así, a fin de año la exigencia de capital por riesgo operacional superó 20% del requerimiento total de capital, 2,1 p.p. más que en el cierre de 2013. En todos los grupos de entidades financieras ganó importancia la

¹⁰⁵ En la normativa local el requisito de capital para cubrir el riesgo operacional se estableció según el enfoque del indicador básico, en un nivel equivalente a 15% del promedio de los “ingresos brutos” (entre los que se destacan, principalmente, el margen financiero y los ingresos netos por servicios) positivos de los últimos tres años. Ver Texto Ordenado “Capitales Mínimos de las Entidades Financieras” para un mayor detalle.

Apartado 5 / Sendero Local hacia Basilea III

En 2011 el BCRA dio a conocer una hoja de ruta para la implementación del esquema de regulación bancaria comúnmente conocido como Basilea III. Transcurridos cuatro años desde ese momento, se han realizado avances regulatorios significativos que contribuyen a consolidar los niveles de liquidez y solvencia de las entidades financieras que actúan en el mercado local. Actualmente se encuentra en análisis otro conjunto de medidas que también permitirá continuar fortaleciendo las condiciones de estabilidad financiera en el mediano plazo, sin descuidar el proceso de profundización de los canales de financiamiento al sector productivo y a las familias

En la reunión de Washington de 2008 los líderes del G20 se comprometieron a realizar una reforma integral del sistema financiero global con el objetivo de abordar las fallas que llevaron a la crisis económica global, compromiso que fue posteriormente ratificado en sucesivas ocasiones¹⁰⁶. A partir de ese momento el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) inició el trabajo para reformular el marco regulatorio vigente hasta ese momento.

En ese camino hubo dos etapas. La primera concluida a mediados de 2009 y conocida como Basilea 2.5, que consistió en un conjunto de medidas destinadas a reforzar los tres pilares de Basilea II, particularmente las normas sobre riesgo de mercado y el tratamiento de las titulizaciones. La segunda etapa, comúnmente denominada Basilea III (2010), está destinada a realizar una reforma integral del marco regulatorio bancario. El objetivo de estas reformas fue aumentar la capacidad de las entidades financieras para afrontar las perturbaciones ocasionadas por eventuales situaciones de tensión mediante mejoras en la regulación, la supervisión y la gestión de los riesgos bancarios. Se elevaron los requisitos de solvencia de Basilea II y se introdujeron, por primera vez, estándares referidos a la liquidez y medidas para la regulación macroprudencial.

En consonancia con los compromisos asumidos internacionalmente, el BCRA ha venido avanzando en la incorporación local de las distintas dimensiones de las recomendaciones internacionales. Así, en 2012 el BCRA adoptó el enfoque del indicador básico de Basilea II para determinar la exigencia por riesgo operacional¹⁰⁷. También en ese año se establecieron las disposiciones sobre

riesgo de crédito y capital computable^{108 109}. Se introdujeron los ratios mínimos de cobertura de capital y la definición de capital de Basilea III, más estrictos de los que preveía Basilea II. De esta forma, el capital ordinario, el capital de nivel 1 y el capital total deben totalizar como mínimo 4,5%, 6% y 8% de los activos ponderados por riesgo (APR), respectivamente. Para determinar la exigencia por riesgo de crédito se adoptó el enfoque estandarizado con las mejoras de Basilea 2.5 y Basilea III, pero sin hacer referencias a las calificaciones externas, incorporando así la recomendación del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

Los requisitos del Pilar 2 referidos al proceso de examen del supervisor fueron incorporados en 2011 y en 2013 a los lineamientos para la gestión de riesgos de las entidades financieras¹¹⁰. Los mencionados lineamientos ahora incluyen guías para la gestión de los riesgos de crédito (incluido el riesgo de contraparte), de liquidez, de mercado, de tasa de interés, operacional, de titulización, de concentración, reputacional y estratégico, así como también guías para la realización de pruebas de estrés. Los lineamientos para la gestión de riesgos y los requisitos de información relacionados con el modelo de negocios constituyen la base para la autoevaluación de la suficiencia del capital por parte de las entidades (ICAAP) y para la posterior revisión por parte de la SEFyC.

Los requisitos del Pilar 3 referidos a la disciplina de mercado especifican la información mínima que se debe difundir para que los participantes del mercado puedan evaluar la liquidez y solvencia de las entidades y cómo éstas gestionan el riesgo. En 2013 el BCRA dispuso que desde fines de ese año los bancos deben publicar en sus páginas web información cualitativa y cuantitativa siguiendo las convenciones de Basilea II y III¹¹¹.

Dado que el excesivo apalancamiento de las entidades fue visto como una de las causas de la crisis financiera global y, posteriormente, su rápida reducción una de las fuerzas que contribuyeron a la amplificación de los efectos negativos, Basilea III introdujo una nueva regulación prudencial sobre apalancamiento —cociente entre el capital de nivel 1 y los activos totales—, que es de carácter simple e independiente de los ponderadores de riesgo, y que complementa la exigencia de capital en base a riesgos¹¹². En este marco, el BCRA estableció que a par-

¹⁰⁶ Reuniones del G20 de Seúl 2010, Cannes 2011 y Brisbane 2014.

¹⁰⁷ Comunicación “A” 5272. Más información, ver Apartado 3 del BEF I-12.

¹⁰⁸ Comunicación “A” 5369

¹⁰⁹ Para un mayor detalle, ver Apartado 3 del BEF I-13.

¹¹⁰ Comunicaciones “A” 5203 y “A” 5398

¹¹¹ Comunicación “A” 5394

¹¹² Para un mayor detalle, ver Apartado 4 del BEF II-14.

tir del primer trimestre de 2015 las entidades financieras locales deberán publicar información sobre su apalancamiento siguiendo las normas sobre disciplina de mercado¹¹³. Desde 2018 el coeficiente de apalancamiento será una medida de cumplimiento obligatorio a nivel internacional, con un mínimo que todavía no se ha terminado de acordar.

Para evitar que en situaciones de tensión la iliquidez bancaria afecte a la economía real, Basilea III impulsó que las entidades deban contar en todo momento con un nivel de activos líquidos de alta calidad. Estos les permitirán hacer frente a las salidas de fondos durante un período de estrés de por lo menos 30 días (ratio de cobertura de liquidez —LCR—)¹¹⁴. El cociente entre los activos líquidos y el egreso de fondos esperado no debe ser menor a uno, pero se acepta que durante los períodos de estrés esa relación sea menor por la necesidad de afrontar pagos. Recientemente el BCRA ha puesto en vigencia el coeficiente para las entidades de mayor envergadura¹¹⁵, sobre la base del cronograma de Basilea III, con un cumplimiento inicial de 60% del requisito (100% para 2019). Más aún, en marzo se dieron a conocer, por un lado, las herramientas de seguimiento del riesgo de liquidez¹¹⁶, conformadas por un conjunto de medidas o parámetros suplementarios que contribuirán a las tareas de vigilancia de esta Institución y, por otro, los requisitos mínimos de divulgación en materia del LCR con fines de disciplina de mercado¹¹⁷.

Por su parte, el G20 oportunamente solicitó que el marco regulatorio destinado a los bancos de importancia sistémica global (G-SIBs) se extendiera a los bancos de importancia sistémica local (D-SIBs). En este sentido, en 2014 el BCRA publicó la “Metodología para la identificación de las entidades sistémicamente importantes a nivel local”¹¹⁸ ¹¹⁹ y, en 2015 estableció una exigencia adicional para estas entidades equivalente al 1% de sus APR, a ser integrada con capital ordinario de nivel 1, en forma progresiva entre enero de 2016 y 2019¹²⁰.

Habiendo implementado prácticamente la totalidad de los compromisos internacionales relacionados con Basilea III exigibles en el corto plazo, en los próximos meses el BCRA avanzará en el análisis de la reformulación de algunas de sus normas vigentes y en la introducción de

aspectos menores a fin de concluir con esta etapa. También esta Institución deberá hacer esfuerzos para incorporar las nuevas herramientas al ciclo de supervisión.

Por un lado, localmente se encuentra en estudio la introducción de modificaciones al requisito de capital por riesgo de mercado para incorporar mayores exigencias respecto de los instrumentos derivados y la valuación de las posiciones sin liquidez. Asimismo, en breve el BCRA va a introducir al capítulo de riesgo de crédito un requerimiento de capital específico para las exposiciones de las entidades frente a las cámaras compensadoras o entidades de contrapartida centrales (*Central Counterparties* —CCPs—).

Por otro lado existen dos márgenes (*buffers*) cuya implementación local actualmente se encuentra bajo estudio, que deberán conformarse con capital ordinario nivel 1, y que pondrán límites a la distribución de dividendos en caso de presentarse insuficiencia en su constitución. En primer lugar, según Basilea III a partir de 2016 las entidades deberán mantener un margen adicional de conservación del capital, equivalente a 2,5% de sus APR. Por otro lado, se encuentra el margen anticíclico, medida macroprudencial cuyo objetivo es prevenir escenarios de crecimiento excesivo del crédito que den lugar a vulnerabilidades. El BCRA definirá próximamente cuáles son las condiciones económicas que determinarán la constitución o liberación de esta reserva, la que variará entre el 0% y el 2,5% de los APR.

Para complementar la supervisión de la liquidez de corto plazo, próximamente el BCRA dará a conocer un conjunto de herramientas para el monitoreo de la gestión de la liquidez intradiaria de las entidades financieras. En términos del Coeficiente de financiación estable neta (NSFR), el texto definitivo de este estándar fue publicado por el BCBS en octubre de 2014, estableciéndose que el coeficiente va a ser un requisito mínimo recién en 2018. El objetivo es limitar la financiación de los activos de largo plazo con fondos de corto plazo, particularmente aquellos que provienen del mercado mayorista. En lo inmediato esta Institución va a seguir monitoreando el comportamiento del NSFR a través de una muestra de bancos.

El BCRA va a implementar próximamente los “Principios para una eficaz agregación de datos sobre riesgos y presentación de informes de riesgos”, publicados por el BCBS en 2013. El objetivo de este conjunto de principios es promover la implementación de tecnologías de la información que permitan a las entidades realizar una gestión integral de sus riesgos financieros. En una primera

¹¹³ Comunicación “A” 5674

¹¹⁴ Para un mayor detalle, ver Apartado 3 del BEF I-14.

¹¹⁵ Comunicación “A” 5693

¹¹⁶ Comunicación “A” 5733

¹¹⁷ Comunicación “A” 5734

¹¹⁸ http://www.bcr.gov.ar/pdfs/marco/D_SIBs.pdf

¹¹⁹ Para un mayor detalle, ver Apartado 4 del BEF II-12 y el Apartado 4 del BEF I-14.

¹²⁰ Comunicación “A” 5694

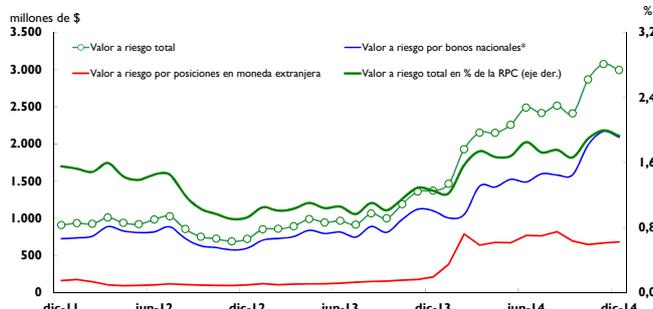
etapa deberán ser implementados por las entidades que el BCRA identifica como D-SIBs.

Finalmente, en 2014 se publicó la hoja de ruta¹²¹ para la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB). El plan de convergencia de las entidades, que concluirá en 2018, permitirá una integración más armónica de los datos de balance de las entidades con los diversos capítulos de Basilea III.

De esta manera, el BCRA ha avanzado significativamente en la implementación de las recomendaciones de Basilea, sendero que mantendrá en los próximos meses sin perder de vista las características intrínsecas de una economía en desarrollo como la Argentina, y la necesidad de contar con adecuadas fuentes de financiamiento para impulsar la inversión y el consumo a nivel local.

¹²¹ Comunicación "A" 5541

Gráfico V.20
Valor a Riesgo de Mercado
Exigencia de capital total, por bonos nacionales* y por posiciones en moneda extranjera



*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

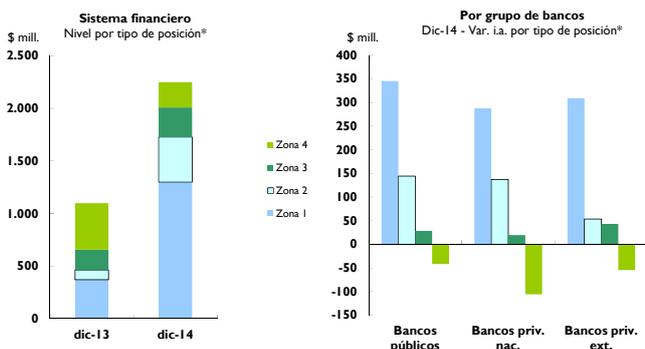
exigencia de capital por riesgo operacional, con un mayor incremento en las EFNB y en los privados extranjeros.

El monto del conjunto de los eventos de riesgo operacional informados por las entidades financieras en el último trimestre de 2014 se incrementó 38% i.a. Con excepción de la banca comercial, en todas las líneas de negocio aumentaron interanualmente las pérdidas informadas por riesgo operacional, con una mayor suba en el negocio de administración de clientes externos. Los tipos de eventos que explicaron principalmente el desempeño interanual estuvieron asociados a la ejecución, gestión y finalización de procesos y al fraude externo (ver Gráfico V.19).

V.4 Riesgo de mercado

El riesgo de sufrir una pérdida patrimonial a partir del cambio en el valor de las posiciones netas ante una eventual disminución de las cotizaciones de mercado tiene una baja importancia relativa entre los riesgos a los que se expone el sistema financiero. A fines de 2014 la posición de bonos nacionales del sector público (LEBAC y títulos públicos) en el balance del conjunto de bancos valuados con cotización de mercado, representó menos de un tercio de la posición contable total de estos instrumentos y sólo 6,8% del activo neteado. En este marco, el valor a riesgo de mercado —requisito de capital mínimo normativo— totalizó apenas 1,9% de la RPC (ver Gráfico V.20) y 3,5% de la exigencia total de capital a diciembre de 2014.

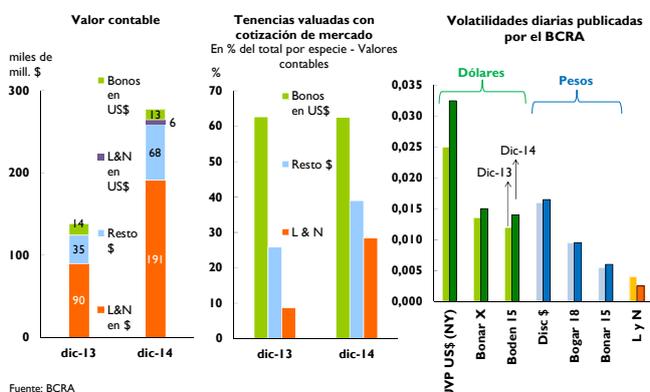
Gráfico V.21
Exigencia de Capitales Mínimos por Bonos Nacionales



*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

Desde estos niveles bajos, a lo largo del año aumentó la exigencia regulatoria de capital por riesgo de mercado para el sistema financiero fundamentalmente por el incremento del valor a riesgo de los bonos nacionales¹²² (ver Gráfico V.20) y, en menor medida, por el componente que registra las posiciones en moneda extranjera —este último efecto se evidenció en los primeros meses del período—. De esta manera, a diciembre de 2014 el segmento de los bonos nacionales llegó a representar 70% del valor a riesgo de mercado para el conjunto de entidades. Desagregando por tipo de posición en el segmento, el incremento interanual de la exigencia de capital fue explicada principalmente por los títulos en pesos que poseen una *modified duration* inferior a 2,5 años y fue reflejado en todos los grupos de bancos (ver Gráfico V.21). Este desempeño está en línea con las mayores tenencias de letras del BCRA y de bonos del sector público en moneda nacional valuadas con cotización de mercado (ver Gráfico V.22). Además, las volatilidades¹²³ de los precios de las principales especies —a excepción de

Gráfico V.22
Posición en Títulos Públicos y en Instrumentos de Regulación Monetaria en Cartera de los Bancos

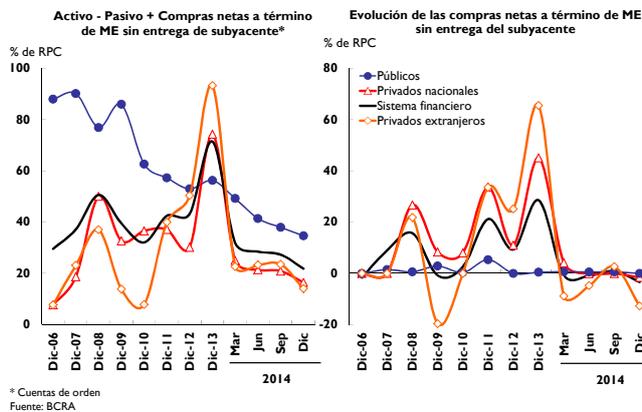


Fuente: BCRA

¹²² Títulos públicos emitidos por el Gobierno, LEBAC y, en menor medida, cuotas partes de fondos comunes de inversión.

¹²³ De acuerdo a las Comunicaciones “B” mensuales donde se detallan las volatilidades diarias para el cálculo del riesgo de mercado.

Gráfico V.23
Descalce de Moneda Extranjera

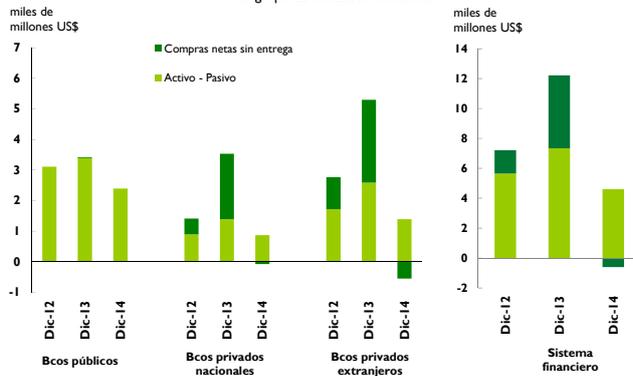


las LEBAC y NOBAC— en cartera de los bancos aumentaron con respecto a diciembre de 2013.

V.5 Riesgo de moneda

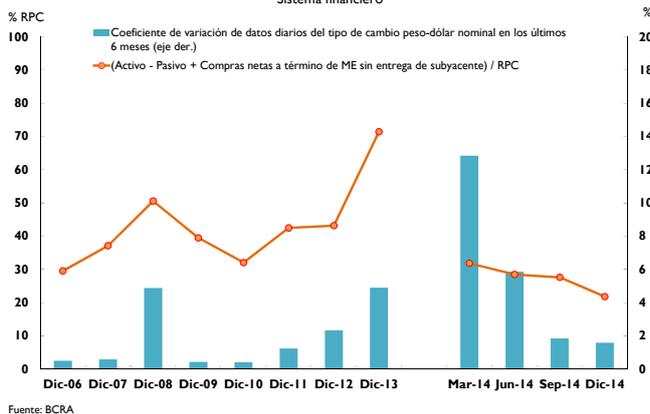
El descalce de moneda extranjera del conjunto de entidades financieras en términos de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) se redujo significativamente en el transcurso de 2014 (ver Gráfico V.23). Este indicador se ubicó en 21,8%¹²⁴ a nivel agregado en el cierre de 2014, casi 50 p.p. menos que el valor observado un año atrás. La banca privada presentó la mayor caída interanual relativa de este ratio, producto fundamentalmente de la reversión de las compras netas a término de moneda extranjera en el período (ver Gráfico V.24). Esta evolución interanual se dio conjuntamente con una importante disminución de la volatilidad del tipo de cambio nominal peso-dólar respecto de principios de año (ver Gráfico V.25), a partir de las medidas adoptadas por el BCRA para profundizar la supervisión y estimular el ahorro en moneda nacional.

Gráfico V.24
Composición del Descalce de Moneda Extranjera (ME)*
Por grupo de entidades financieras



La caída del descalce de moneda extranjera de los bancos fue explicado principalmente por el conjunto de medidas macroprudenciales oportunamente promovidas por el BCRA, que contribuyeron a mantener la estabilidad del mercado de cambios y a reducir la exposición al riesgo de moneda enfrentado por el sector. En particular a principios de 2014 esta Institución reintrodujo el límite positivo a la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGNME) de cada entidad, fijándose en un nivel inicial equivalente a 30% de la RPC¹²⁵, reduciéndose a partir de septiembre a 20%. Complementariamente, se dispuso que la posición neta positiva de moneda extranjera a término no pueda exceder el 10% de la RPC del mes anterior al que corresponda¹²⁶.

Gráfico V.25
Descalce de Moneda Extranjera y Volatilidad del Tipo de Cambio Nominal
Sistema financiero



Cabe considerar que a partir de la menor exposición al riesgo de moneda y de la volatilidad más moderada que viene evidenciando el tipo de cambio nominal peso-dólar, en los últimos meses el sistema financiero registró sólo leves cambios patrimoniales derivados de los rubros asociados del cuadro de resultados —diferencias de cotización y ajustes por operaciones a término de moneda extranjera—, en comparación con el efecto que había tenido lugar a fines de 2013 y principios de 2014.

V.6 Riesgo de tasa de interés

¹²⁴ Este descalce no considera exactamente la definición normativa de la PGNME (principalmente al no considerar ampliaciones regulatorias al límite ni franquicias otorgadas), si bien a nivel agregado presentan valores similares.

¹²⁵ Del mes anterior al que corresponda o los recursos propios líquidos (lo que fuere menor).

¹²⁶ Comunicación "A"5536 y Comunicación "A" 5627.

En línea con estándares internacionales aún vigentes en la materia, desde 2013 el abordaje del riesgo de tasa de interés que enfrentan las entidades pasó a conformar parte del proceso de examen del supervisor (Pilar II) a nivel local. A partir de entonces la SEFyC puede requerir a los bancos, si considera necesario, una integración adicional de capital para cubrir este riesgo y/o una disminución de la exposición al mismo. Paralelamente, cada banco debe efectuar una evaluación de la suficiencia de su capital considerando el riesgo de tasa de interés que asume.

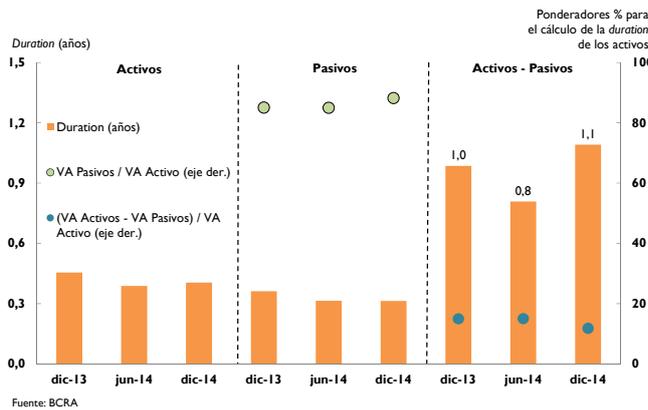
Este riesgo resulta propio de la operatoria bancaria y se origina en la mayor sensibilidad relativa de los pasivos en comparación con la de los activos frente a los cambios en las tasas de interés. Esto se produce en el segmento de las operaciones pactadas a tasa fija, normalmente porque el plazo de los activos resulta mayor que el de los pasivos. En el caso del sistema financiero local, las transacciones en moneda nacional concentran mayormente la exposición al riesgo de tasa de interés. Tal exposición resulta moderada, si se tiene en cuenta que los activos a tasa de interés fija y de mediano y largo plazo representan una parte acotada del activo total.

Desde estos niveles moderados, en la segunda parte de 2014 aumentó levemente la exposición al riesgo de tasa de interés que enfrenta el sistema financiero. En particular, la *duration* de la cartera activa neta de los pasivos en moneda nacional de los instrumentos no valuados con cotización de mercado (*banking book*) registró un incremento marginal desde mediados de año (ver Gráfico V.26). Esto fue resultado de una suba de la *duration* de los activos, ya que la sensibilidad de los pasivos ante cambios en la tasa permaneció estable en el período.

Con el fin de evaluar el estado de situación en términos de la administración de este riesgo, uno de los criterios que utiliza el BCRA¹²⁷ consiste en estimar el impacto sobre el valor presente de la cartera del *banking book* producido por una suba de 200 puntos básicos en las tasas de interés. A diciembre de 2014 el resultado de este ejercicio arrojó que el valor económico para el conjunto de bancos hubiese disminuido sólo 1,45%¹²⁸ (ver Gráfico V.27).

Gráfico V.26

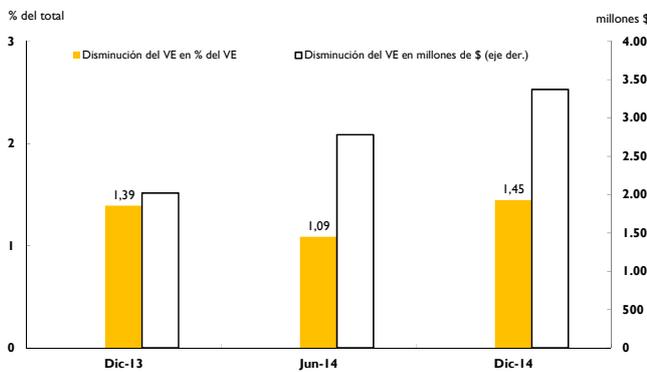
Duration Estimada para la Cartera en Moneda Nacional del Banking Book



Fuente: BCRA

Gráfico V.27

Reducción Estimada en el Valor Económico (VE) por una Suba en la Tasa de Interés
Sistema financiero - Partidas en moneda nacional y extranjera - Por una suba de 200 pbs. en las tasas



Fuente: BCRA

¹²⁷ Comunicación "A" 5398.

¹²⁸ Considerando la información del Régimen Informativo de Exigencia e Integración de Capitales Mínimos del BCRA.

Apartado 6 / Avances Locales en Términos de Transparencia: Identificación de Entidades Financieras con Códigos LEI

Una de las claves para poder evaluar la robustez de un sistema financiero es contar con una adecuada capacidad para medir los riesgos asociados a la actividad e identificar a las partes que la llevan a cabo. Fue en la Cumbre del G20 de 2011 cuando los Presidentes, reunidos en Cannes, acordaron la creación de un identificador, *Legal Entity Identifier* —LEI—, con el fin de identificar de manera única a nivel global a las partes de las transacciones financieras. Más de 70 autoridades regulatorias adhirieron a la iniciativa. A fines de 2014 existían más de 330.000 entidades de más de 189 países con códigos LEI emitidos por las 20 unidades de registro operativas hasta entonces. El BCRA adhirió al estándar y en octubre de 2014 creó el Registro de Identificación de Entidades. Esto supone un nuevo acercamiento a las políticas internacionales y un avance en materia de herramientas disponibles para contribuir a mejorar la transparencia y eficientizar los procesos asociados a las medidas anti-lavado de dinero

La iniciativa mundial de identificar a las entidades con códigos LEI surgió en respuesta a la crisis financiera internacional, como parte de un conjunto extenso de políticas regulatorias destinadas a recrear las condiciones para la estabilidad financiera. Una de las claves para poder evaluar la robustez de un sistema financiero es contar con la capacidad de medir los riesgos asociados a la actividad y de identificar a las partes que la llevan a cabo. En la Cumbre del G20 de 2011 los Presidentes, reunidos en Cannes, acordaron la creación del identificador global, *Legal Entity Identifier* —LEI—, con el fin de identificar de manera única a las partes de las transacciones financieras. Para eso, se le pidió al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) que coordine y elabore, junto a la comunidad regulatoria, buenas prácticas de gobierno para el LEI, que representen el interés público. Un año más tarde el G20 adoptó las recomendaciones del FSB sobre la estructura de gobierno del Sistema Global LEI.

LEI es un código de identificación de entidades único reconocido a nivel internacional. Está diseñado de manera tal de que sea único y sirva para identificar a la inmensa cantidad de entidades en el mundo. Se compone de 20 dígitos alfanuméricos bajo los términos del estándar ISO 17.442, y se complementa con datos básicos asociados a la entidad identificada, como ser nombre y dirección, y aún en desarrollo, nombre y LEI de las entidades vinculadas.

Para brindarle al código LEI reconocimiento a nivel mundial y asegurar la calidad de los datos asociados, el FSB diseñó el Sistema Global LEI. Su objetivo es contribuir a la estabilidad financiera con una herramienta, el código LEI, que conserve características asimilables a las de un bien público, asegurar el acceso gratuito e ilimitado a los datos, sin restricciones en el uso, y garantizar el beneficio colectivo de su amplia adopción.

Además, el Sistema Global LEI promueve el uso del código por parte de sector público, pues permite agregar las exposiciones al riesgo de una entidad con transacciones en diferentes jurisdicciones, medir la exposición total y, consecuentemente, facilitar el monitoreo/supervisión de los riesgos sistémicos. Asimismo, el sector privado cuenta con una herramienta para mejorar la administración de riesgos, incrementar la eficiencia operativa, brindar precisión al cálculo de las exposiciones, entre otros usos.

El *governance* de tres niveles diseñado por el FSB permite que el LEI sea funcional a las necesidades de las autoridades regulatorias, de las firmas privadas y de los usuarios financieros en general. Está integrado por:

- el Comité de Monitoreo, con más de 70 autoridades de regulación y supervisión del sistema financiero en el mundo, encargado de monitorear y preservar el interés público del Sistema Global LEI,
- la Fundación Global LEI, que administra la centralización de los datos del LEI y establece los estándares operativos, y
- las pre-LOU (*local operating units*), es decir, los registros locales que emiten códigos LEI a las entidades.

A fines de 2014, existían más de 330.000 entidades de más de 189 países con códigos LEI emitidos por las 20 pre-LOUs operativas hasta entonces¹²⁹. Cabe considerar que se expandió el uso del código LEI, en principio, entre las normas de los países avanzados. Por ejemplo, en los Estados Unidos, a partir de las disposiciones de la Ley Dodd-Frank, el código LEI de las contrapartidas de las

¹²⁹ La lista de registros locales, pre-LOUs, cuyos códigos LEI son reconocidos internacionalmente para ser usados con fines regulatorios se encuentra en:

http://www.leiroc.org/publications/gls/lou_20131003_2.pdf

operaciones de *swaps* deben ser informadas junto con los demás datos de las transacciones —valor nominal, fecha de vencimiento, entre otros—. También fue incluido en la normativa de la Comunidad Europea como requisito informativo de las transacciones de derivados OTC (*over-the-counter*). Asimismo, otros mercados adoptaron el código LEI en sus normas para diferentes industrias, entre ellos, Canadá, Singapur, Hong Kong, Rusia¹³⁰.

El objetivo del Comité de Monitoreo es finalizar el estándar sobre identificación de las entidades vinculadas en 2015. Esto supone un uso más amplio del código LEI en el mediano plazo, incluido en medidas anti-lavado de dinero y de prevención a la mala conducta¹³¹. En ese caso la identificación de las entidades mediante códigos LEI únicos y globales permitiría perfeccionar los mecanismos de mapeo de las entidades sancionadas y sus vinculadas, y consecuentemente mejorar la relación costo-eficiencia en la debida diligencia del cliente. Como parte del proceso de desarrollo, el Comité de Monitoreo consultó al Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) y al Comité de Basilea en Infraestructuras de Mercados. Mientras tanto, los Organismos Internacionales Emisores de Estándares (Comité de Basilea, IOSCO, entre otros) prevén adoptar el código LEI en el desarrollo de las normas internacionales, de manera tal de alentar su uso.

En la Argentina, el Banco Central se ha interesado en la iniciativa LEI desde principios de 2013 cuando adhirió a los objetivos de la Carta Orgánica del Comité de Monitoreo, basados en fortalecer la estabilidad financiera mediante la identificación de entidades con códigos únicos y globales LEI, y en preservar el interés público de Sistema, esto es, asegurar que los beneficios se distribuirán entre los usuarios financieros en general, evitando prácticas monopólicas y abusos del mercado. Asimismo, localmente se cuenta con un representante en el Directorio de la Fundación Global LEI, y su último y reciente paso ha sido la creación del Registro de Identificación de Entidades en el Banco Central.

El Registro de Identificación de Entidades fue creado en octubre de 2014¹³² con la función de asignar códigos de identificación LEI, en línea con los principios y las recomendaciones del G20. Esto supone un acercamiento a las políticas internacionales y un avance en materia de herramientas disponibles para contribuir a mejorar la trans-

parencia, y eficientizar los procesos asociados a las medidas anti-lavado de dinero. En enero de 2015 el Registro de Identificación de Entidades del BCRA fue aprobado por el Comité de Monitoreo para integrar el Sistema Global LEI, junto con otras pre-LOUs también aceptadas de otros países. Esto significa que los códigos LEI que emita serán reconocidos internacionalmente, y podrán ser usados para fines regulatorios también en otras jurisdicciones¹³³.

El reconocimiento a nivel mundial del Registro de Identificación de Entidades del BCRA fue otorgado en base al pleno cumplimiento de los principios y las recomendaciones internacionales, que garantizan que todas las entidades de registro locales existentes se rijan por los mismos estándares en términos de: solicitud y transferencia del código LEI, exclusividad, singularidad y diseño en base al estándar ISO 17.442, compatibilidad, almacenamiento y calidad de los datos, acceso, flexibilidad y estructura del sistema.

Se trata de un registro online diseñado para emitir códigos LEI a las entidades financieras reguladas por el Banco Central, que estará disponible en la web institucional de Banco. Allí, las entidades deberán ingresar para solicitar su código LEI.¹³⁴ El sistema es fácil y ágil. Requiere de la validación de los datos y de procesos de chequeo con información de otras pre-LOUs operativas. Son procedimientos que el Banco Central sigue para garantizar la calidad de los datos del registro local. También, el sistema provee los medios para transferir códigos LEI emitidos en otras jurisdicciones. Los datos asociados al código LEI serán de acceso público, tal como lo sugiere el estándar internacional. Además, el aplicativo online prevé información general, preguntas frecuentes, y estadísticas de la operatoria del sistema disponibles para el público.

El Banco Central continúa avanzando en la adopción de estándares internacionales en materia de regulación financiera. Esta vez, con el fin de profundizar el entendimiento sobre los actores que operan en el sistema, y con vistas a seguir progresando en ese sentido, a medida que los usos del código LEI sean ampliamente difundidos en el mundo y los beneficios —en términos de identificación de entidades vinculadas— se propaguen.

¹³⁰ Las normas existentes y propuestas que requieren el uso del código LEI se encuentran alistadas en la web institucional de la Fundación Global LEI: <http://www.gleif.org/en/events-and-media/rulemaking>

¹³¹ La prevención a la mala conducta es uno de los temas de agenda 2015 en el marco de los nuevos riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero internacional, abordados por el Grupo G20 y del Consejo de Estabilidad Financiera FSB.

¹³² Comunicación "A" 5642.

¹³³ http://www.lei.org/publications/gls/lou_20150128-1.pdf

¹³⁴ La Comunicación "A" 5642 prevé que las entidades financieras deberán solicitar el código LEI al Registro de Identificación de Entidades del BCRA.

VI. Sistema de Pagos

Síntesis

El uso de medios de pago alternativos al efectivo continuó incrementándose en 2014, producto de las medidas tendientes a la modernización del Sistema Nacional de Pagos (SNP) implementadas por el BCRA, que ayuda a mejorar la agilidad, seguridad y eficiencia en las transacciones, en particular orientadas a las operaciones electrónicas.

De esta manera, las transferencias a terceros continuaron mostrando un importante crecimiento en el año, que alcanzó 21,8% en cantidad y 42,7% en monto operado. Este incremento fue impulsado por las transferencias inmediatas de fondos, modalidad instrumentada a partir de abril de 2011 por esta Institución. En el año la cantidad transacciones en línea aumentó 30,2% — 63,7% en valor— y, dentro de esta modalidad, el canal homebanking continuó ganando participación dando cuenta de 71,8% de las operaciones —48,2% en valor transferido—.

De acuerdo con los esquemas de costos dispuestos por el BCRA, la proporción de transferencias inmediatas realizadas sin cargo para el usuario de servicios financieros ascendió a 96,2% del total de las operaciones de esta modalidad, porcentaje que supera al de los últimos dos años. Recientemente esta Institución amplió a \$50.000 el límite diario de transferencias sin cargo e hizo extensiva dicha gratuidad a las operaciones realizadas en ventanilla.

Otro de los medios de pago alternativos al efectivo, las tarjetas de crédito y débito, registraron en 2014 un

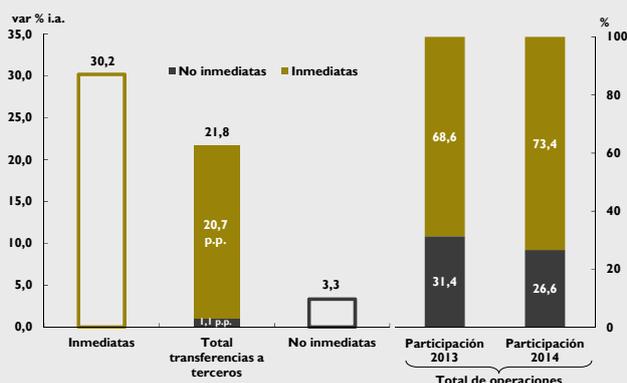
ritmo de crecimiento de 6,4%, principalmente debido al desempeño de estas últimas promovido por los bancos públicos. El ratio de tarjetas de crédito por habitante muestra valores para Argentina (0,74 tarj./hab.) que se encuentran en un rango medio si se lo compara con otras economías.

Como parte de la tendencia observada en los últimos años de sustitución del uso de cheques por medios electrónicos de pago, la cantidad total de documentos compensados disminuyó en 2014 (-3%). En este contexto, el ratio de rechazo por falta de fondos mostró niveles reducidos en comparación con los registrados en los últimos años.

Las transacciones cursadas a través del MEP —medio electrónico de pago— se incrementaron 3,5% (en número) y alcanzaron a representar 285% del PIB en monto operado, superando los registros de los últimos diez años.

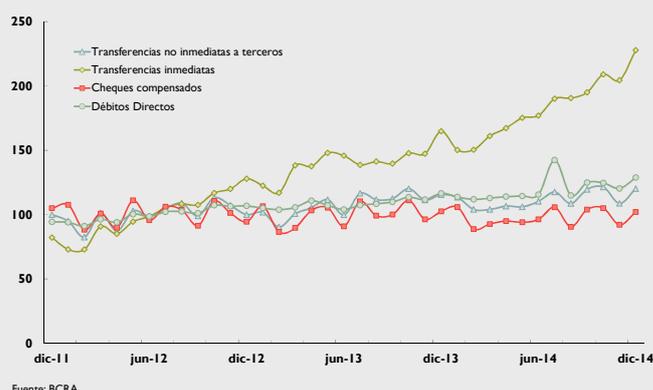
En los últimos meses el BCRA continuó trabajando en los nuevos principios para delinear la infraestructura de los mercados financieros, en línea con el impulso que oportunamente le dieron el Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (CPMI) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). En este marco, se efectuó la evaluación de los sistemas de pago y de liquidación de valores que se encuentran bajo la órbita de regulación del BCRA con el objetivo de detectar posibilidades de mejora o adaptación a nuevas condiciones.

Gráfico VI.1
Transferencias a Terceros por Modalidad
En cantidad de operaciones



Fuente: BCRA

Gráfico VI.2
Evolución de la Utilización de Distintos Medios de Pago
En cantidad / base: promedio 2012 = 100



Fuente: BCRA

VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

Con el objetivo de profundizar la bancarización de la población y la utilización de medios de pago más seguros y eficientes, el BCRA continuó trabajando en pos de la modernización del Sistema Nacional de Pagos (SNP). Como consecuencia de estas políticas, se sigue observando un incremento en la utilización relativa de los instrumentos electrónicos de pago alternativos al efectivo, particularmente las transferencias inmediatas de fondos.

Dentro de los instrumentos del SNP, las transferencias bancarias a terceros¹³⁵ continuaron mostrando un desempeño destacado en 2014. Su crecimiento fue de 21,8% en cantidad de operaciones (42,7% en monto) con respecto a 2013 (ver Gráfico VI.1), evidenciando una ligera desaceleración con respecto al ritmo del año pasado asociada en parte a que la utilización de este instrumento ya alcanzó amplia difusión. El incremento del número de transferencias a terceros fue impulsado por aquellas de modalidad inmediata¹³⁶, que explicaron 20,7 p.p. de dicho aumento (95,2% del total de crecimiento) y por lo tanto incrementaron su participación en el total de transferencias a terceros hasta alcanzar 73,4% de las operaciones (+4,7 p.p. i.a.).

En lo que respecta a las transferencias inmediatas, el canal más utilizado continuó siendo el de *home banking*, que con un ritmo de crecimiento mayor al promedio—tanto en cantidad como en valor— aumentó a 71,8% su ponderación en la cantidad de operaciones instantáneas (48,2% en monto) (ver Gráfico VI.3). Al igual que ocurrió en períodos pasados, el canal ATM¹³⁷ perdió participación a manos del resto de las vías de transferencias inmediatas debido a su menor crecimiento relativo, alcanzando 22,8% de las operaciones. La banca móvil, si bien permanece todavía con baja participación en el agregado de transferencias instantáneas —2,3%—, continuó mostrando un importante crecimiento (161% en cantidad y 261% en valor)

Además de ser cursadas en línea, las transferencias inmediatas resultan gratuitas en un monto que a partir de septiembre de 2013 fue elevado de \$10.000 a \$20.000 diarios. De este modo, en 2014 la porción de transferencias realizadas sin costo para el cliente bancario alcanzó 96,2% en número (ver Gráfico VI.4) —35% en valor—, superando a la proporción de operaciones gratuitas de los últimos dos años. Recientemente esta Institución amplió a \$50.000 el límite diario de transferencias elec-

Gráfico VI.3
Transferencias Inmediatas por Canal

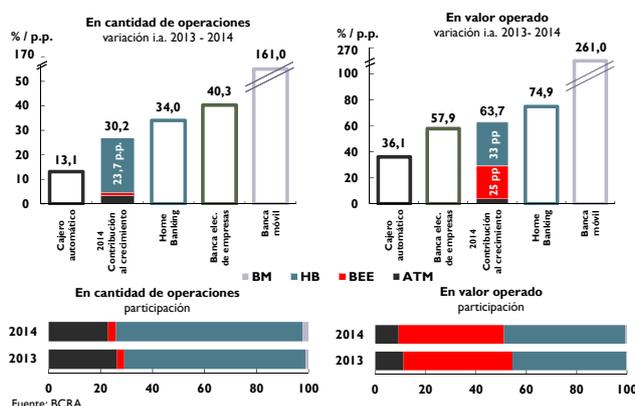
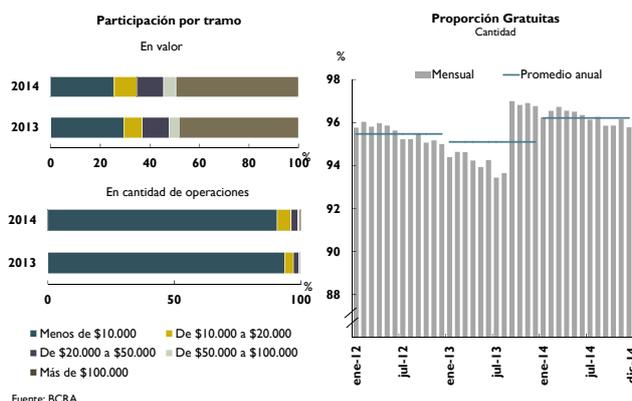


Gráfico VI.4
Transferencias Inmediatas por Estrato de Monto

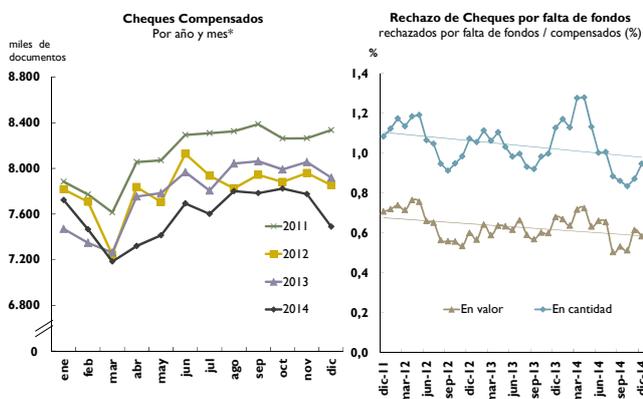


¹³⁵ Las transferencias a terceros son aquellas libradas por los bancos por cuenta y orden de los clientes. No incluyen otro tipo de transferencias como: pago de sueldos, pago a proveedores, asignaciones familiares, pagos previsionales, pago de impuestos, pagos judiciales y embargos.

¹³⁶ Se trata de las cursadas por los canales: *home banking*, cajeros automáticos y terminales autoservicio (ATM), banca electrónica de empresas y banca móvil y con acreditación en línea.

¹³⁷ Comprende cajeros automáticos y terminales autoservicio.

Gráfico VI.5
Cheques

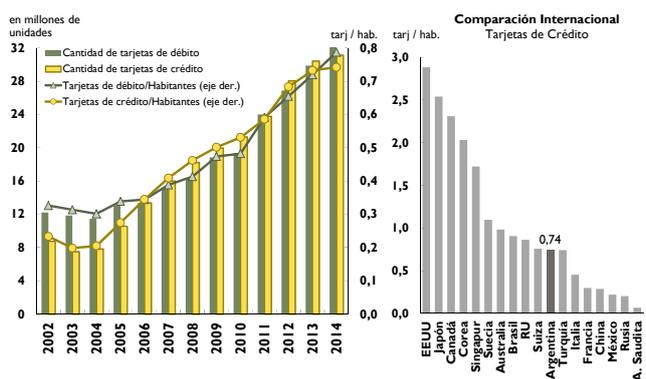


*Nota: promedio móvil tres meses. Fuente: BCRA

trónicas a realizarse sin costo y extendió su gratuidad a aquellas efectuadas por ventanilla (con igual monto máximo)¹³⁸. Adicionalmente, se incluyó a las transferencias en dólares a dicho esquema de costos, principalmente con el objetivo de facilitar la movilización de fondos en dicha moneda en el marco del régimen de las letras internas de esta Institución (ver Capítulo V). Estas regulaciones fueron efectivas a partir de febrero 2015.

Continuando con la tendencia evidenciada en los últimos años, la cantidad de cheques compensados mostró una reducción interanual de casi 3% en 2014, registrando durante casi todos los meses del año valores menores a los de los últimos cuatro años (ver Gráfico VI.5). En este contexto de menor utilización de este instrumento, el ratio de rechazo de cheques por falta de fondos se mantuvo durante 2014 en rangos acotados y presentando una tendencia descendente, tanto en valor como en cantidad de documentos.

Gráfico VI.6
Tarjetas de Crédito y Débito



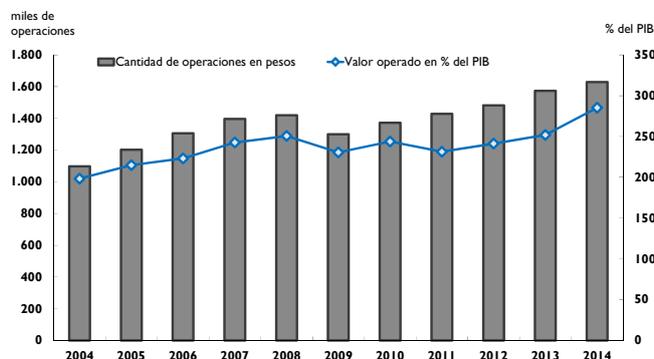
Nota: Argentina: diciembre de cada año/ Datos de cantidad de Tarjetas de Crédito a 2013, Japón y Estados Unidos a 2012, Arabia Saudita a 2009. Fuente: BCRA y BIS.

Un análisis de la evolución comparativa de mediano plazo de los medios de pago más utilizados muestra que desde la implementación por parte del BCRA de las transferencias inmediatas —sumadas a los límites en los costos— estas han tenido un desempeño que se destaca por sobre el resto —transferencias a terceros no inmediatas, cheques y débitos directos— (ver Gráfico VI.2), en consonancia con la mayor facilidad y seguridad que presentan para el usuario de servicios bancarios. Considerando el año 2012 como base, puede observarse que mientras las transferencias inmediatas mostraron un incremento total de 128% en la cantidad de transacciones mensuales hacia fines de 2014, el resto de las transferencias a terceros se incrementaron apenas un 20% y los cheques no mostraron casi variación en el período considerado (+2%).

La cantidad de tarjetas continuó creciendo en el año (6,4%) principalmente por las de débito, que con un aumento del 10,6% originaron un 82% del total del incremento anual en la cantidad total de plásticos en poder del público. Por su parte, las tarjetas de crédito mostraron un crecimiento menor (2,4%) evidenciando cierta desaceleración con respecto al ritmo registrado en 2013 (ver Gráfico VI.6). Los bancos públicos impulsaron el crecimiento en el caso de las tarjetas de débito, mientras que fueron los bancos privados los promotores del incremento en las de crédito. En relación con la población, ambos tipos de plásticos mostraron aumentos en el año, alcanzando la cantidad de tarjetas por habitante 0,79 en el caso de las de débito y 0,74 para las de crédito, encontrándose este último valor en un rango medio si se lo compara con los ratios exhibidos por otras economías.

¹³⁸ Comunicación “A” 5718 y Comunicado “P” 50526.

Gráfico VI.7
MEP - Transacciones Cursadas en Pesos



Fuente: BCRA

Las transacciones cursadas a través del Medio Electrónico de Pagos (MEP) mostraron en el año un aumento de 3,5% en cantidad de movimientos, continuando con el ritmo de crecimiento evidenciado en los últimos años. En términos del PIB, el monto total operado vía MEP alcanzó 285% en 2014 (ver Gráfico VI.7). Tanto la cantidad de operaciones como el valor en términos del PIB registrados en 2014 constituyen máximos para la utilización de este instrumento del SNP en los últimos diez años.

VI.2 Modernización del Sistema de Pagos

En lo que se refiere a estándares internacionales, en los últimos meses el BCRA continuó trabajando en los nuevos principios para delinear la infraestructura de los mercados financieros. Aquellos fueron impulsados por el Comité de Pagos e Infraestructuras del Mercado (CPMI) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO). Al respecto, se efectuó la evaluación de los sistemas de pago y de liquidación de valores que se encuentran bajo la órbita de regulación del BCRA con el objetivo de detectar posibilidades de mejora o adaptación a nuevas condiciones.

Asimismo, se participó del grupo de trabajo generado por la “Iniciativa de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores del Hemisferio Occidental” coordinado por el CEMLA, para debatir e impulsar a nivel internacional la optimización de tareas vinculadas a vigilancia, a los avances en los sistemas de pago de alto y bajo valor, y al estudio sobre la continuidad del negocio de los sistemas de pago. En ese contexto, se encuentran bajo estudio alternativas que permitan una mayor interconexión regional y multilateral para pagos de bajo valor. Con ese objetivo, se ha avanzado en las tareas vinculadas al proyecto de adecuar y modernizar la estructura de pagos del país por medio de una mayor integración operativa, a través de la unificación de canales electrónicos de intercambio de información.

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	Dic 2013	Jun 2014	Dic 2014
1.- Liquidez	20,1	22,5	23,0	27,9	28,6	28,0	24,7	26,8	26,8	24,5	26,2
2.- Crédito al sector público	31,5	22,5	16,3	12,7	14,4	12,1	10,7	9,7	9,4	9,2	9,1
3.- Crédito al sector privado	25,8	31,0	38,2	39,4	38,3	39,8	47,4	49,5	50,9	47,7	45,8
4.- Irregularidad de cartera privada	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1	1,4	1,7	1,7	2,0	2,0
5.- Exposición patrimonial al sector privado	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-4,3	-3,1	-3,5	-2,9	-2,9
6.- ROA	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,8	2,7	2,9	3,4	4,8	4,1
7.- ROE	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7	29,5	38,3	32,7
8.- Eficiencia	151	167	160	167	185	179	179	190	206	229	215
9a.- Integración de capital (pos-Com. A 5369)	-	-	-	-	-	-	-	-	13,6	14,1	14,7
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)	-	-	-	-	-	-	-	-	12,5	13,1	13,7
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	76	83	90

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 readecúan 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.gob.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	dic 13	jun 14	dic 14	Variaciones (en %)	
									II-S-14	2014
Activo	346.762	387.381	510.304	628.381	790.026	1.004.892	1.143.608	1.340.880	17,2	33,4
Disponibilidades ¹	58.676	71.067	93.085	104.389	148.254	200.925	187.058	234.284	25,2	16,6
Títulos públicos	65.255	86.318	117.951	112.906	123.491	141.494	229.282	291.807	27,3	106,2
LEBAC/NOBAC	37.093	43.867	76.948	71.050	84.057	89.641	173.815	215.141	23,8	140,0
Tenencia por cartera propia	25.652	34.748	61.855	59.664	70.569	88.091	153.618	187.973	22,4	113,4
Por operaciones de pase activo ²	11.442	9.119	15.093	11.386	13.488	1.550	20.197	27.168	34,5	1.652,9
Títulos privados	203	307	209	212	251	434	593	1.602	170,0	269,1
Préstamos	154.719	169.868	230.127	332.317	433.925	563.344	598.476	666.260	11,3	18,3
Sector público	17.083	20.570	25.907	31.346	39.951	48.438	50.635	51.470	1,6	6,3
Sector privado	132.844	145.247	199.202	291.708	383.674	501.857	535.043	604.062	12,9	20,4
Sector financiero	4.793	4.052	5.018	9.263	10.299	13.049	12.798	10.729	-16,2	-17,8
Previsiones por préstamos	-4.744	-5.824	-6.232	-7.173	-9.596	-13.117	-15.203	-17.054	12,2	30,0
Otros créditos por intermediación financiera	38.152	33.498	39.009	40.805	38.769	42.435	67.591	74.383	10,0	75,3
ON y OS	912	1.146	1.433	1.657	2.255	5.421	4.716	5.853	24,1	8,0
Fideicomisos sin cotización	5.714	5.942	6.824	7.967	10.822	12.656	12.888	12.759	-1,0	0,8
Compensación a recibir	357	16	0	0	0	0	0	0	-	-
BCRA	587	532	336	596	263	268	108	233	115,6	-13,1
Otros	2.170	1.688	1.101	2.372	2.604	8.653	9.104	10.018	10,0	15,8
Otros	31.169	26.395	30.752	31.182	25.692	24.358	49.987	55.771	11,6	129,0
Bienes en locación financiera (leasing)	3.935	2.933	3.936	6.222	7.203	9.460	9.933	10.578	6,5	11,8
Participación en otras sociedades	7.236	6.711	7.921	9.123	11.682	15.117	18.210	20.752	14,0	37,3
Bienes de uso y diversos	7.903	8.239	9.071	10.111	11.251	14.231	15.850	19.504	23,1	37,1
Filiales en el exterior	3.153	3.926	3.283	3.525	4.354	5.627	6.998	7.273	3,9	29,2
Otros activos	12.275	10.337	11.943	15.944	20.441	24.941	24.820	31.491	26,9	26,3
Pasivo	305.382	339.047	452.752	558.264	699.205	883.091	997.373	1.172.675	17,6	32,8
Depósitos	236.217	271.853	376.344	462.517	595.764	752.422	831.674	979.387	17,8	30,2
Sector público ³	67.151	69.143	115.954	129.885	163.691	202.434	194.441	255.914	31,6	26,4
Sector privado ³	166.378	199.278	257.595	328.463	427.857	544.331	629.467	714.878	13,6	31,3
Cuenta corriente	39.619	45.752	61.306	76.804	103.192	125.237	138.108	166.663	20,7	33,1
Caja de ahorros	50.966	62.807	82.575	103.636	125.210	158.523	185.782	215.132	15,8	35,7
Plazo fijo	69.484	83.967	104.492	135.082	183.736	241.281	284.442	309.353	8,8	28,2
Otras obligaciones por intermediación financiera	57.662	52.114	60.029	76.038	75.106	92.634	123.371	138.056	11,9	49,0
Obligaciones interfinancieras	3.895	3.251	4.201	7.947	8.329	10.596	10.196	7.639	-25,1	-27,9
Obligaciones con el BCRA	1.885	270	262	1.920	3.535	4.693	4.798	4.209	-12,3	-10,3
Obligaciones negociables	5.984	5.033	3.432	6.856	9.101	14.198	16.029	18.961	18,3	33,6
Líneas de préstamos del exterior	4.541	3.369	3.897	6.467	4.992	6.328	10.995	10.106	-8,1	59,7
Diversos	13.974	14.891	17.426	24.137	26.280	41.345	39.512	51.536	30,4	24,7
Obligaciones subordinadas	1.763	1.922	2.165	2.065	2.647	3.425	4.049	4.445	9,8	29,8
Otros pasivos	9.740	13.159	14.213	17.644	25.688	34.610	38.279	50.787	32,7	46,7
Patrimonio neto	41.380	48.335	57.552	70.117	90.820	121.800	146.235	168.205	15,0	38,1
Memo										
Activo neteado	321.075	364.726	482.532	601.380	767.744	989.825	1.103.869	1.295.781	17,4	30,9
Activo neteado consolidado	312.002	357.118	472.934	586.805	750.598	968.458	1.081.593	1.273.965	17,8	31,5

(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							Semestres	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	I-14	II-14
Margen financiero	20.462	28.937	35.490	43.670	61.667	88.509	130.742	66.295	64.447
Resultado por intereses	9.573	14.488	17.963	24.903	38.365	50.336	65.206	29.886	35.320
Ajustes CER y CVS	2.822	1.196	2.434	1.725	2.080	2.153	4.402	2.729	1.673
Diferencias de cotización	2.307	2.588	2.100	3.025	4.127	11.287	13.826	11.014	2.812
Resultado por títulos valores	4.398	11.004	13.449	14.228	17.356	22.280	44.522	18.741	25.781
Otros resultados financieros	1.362	-339	-457	-211	-261	2.454	2.786	3.925	-1.139
Resultado por servicios	10.870	13.052	16.089	21.391	28.172	36.503	47.966	22.071	25.894
Cargos por incobrabilidad	-2.839	-3.814	-3.267	-3.736	-6.127	-9.349	-10.857	-5.323	-5.535
Gastos de administración	-18.767	-22.710	-28.756	-36.365	-47.318	-60.722	-82.946	-38.631	-44.316
Cargas impositivas	-2.318	-3.272	-4.120	-6.047	-8.981	-13.916	-19.562	-9.329	-10.233
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ¹	-1.757	-262	-214	-336	-338	-377	-906	-544	-362
Amortización de amparos	-994	-703	-635	-290	-274	-128	-82	-41	-41
Diversos	1.441	918	2.079	2.963	2.475	2.576	4.161	2.585	1.577
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ²	6.100	12.145	16.665	21.251	29.276	43.094	68.516	37.084	31.432
Impuesto a las ganancias	-1.342	-4.226	-4.904	-6.531	-9.861	-13.951	-22.579	-12.004	-10.575
Resultado total²	4.757	7.920	11.761	14.720	19.415	29.143	45.937	25.079	20.857
Resultado ajustado ³	7.508	8.885	12.610	15.345	20.027	29.649	46.925	25.665	21.260
<i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>									
Margen financiero	6,7	8,6	8,5	8,0	9,2	10,3	11,7	12,6	10,9
Resultado por intereses	3,1	4,3	4,3	4,6	5,7	5,9	5,8	5,7	6,0
Ajustes CER y CVS	0,9	0,4	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3
Diferencias de cotización	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	1,3	1,2	2,1	0,5
Resultado por títulos valores	1,4	3,3	3,2	2,6	2,6	2,6	4,0	3,6	4,4
Otros resultados financieros	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,7	-0,2
Resultado por servicios	3,6	3,9	3,8	3,9	4,2	4,3	4,3	4,2	4,4
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-1,1	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9
Gastos de administración	-6,1	-6,7	-6,9	-6,7	-7,0	-7,1	-7,4	-7,3	-7,5
Cargas impositivas	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	-1,6	-1,7	-1,8	-1,7
Ajustes de valuación de préstamos al sector público ¹	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-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	0,5	0,3
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias ²	2,0	3,6	4,0	3,9	4,3	5,0	6,1	7,0	5,3
Impuesto a las ganancias	-0,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,5	-1,6	-2,0	-2,3	-1,8
Resultado total²	1,6	2,3	2,8	2,7	2,9	3,4	4,1	4,8	3,5
Resultado ajustado ³	2,5	2,6	3,0	2,8	3,0	3,5	4,2	4,9	3,6
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias / Patrimonio neto	17,2	29,5	34,5	36,5	38,8	43,7	48,8	56,6	41,9
Resultado total / Patrimonio neto ²	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7	29,5	32,7	38,3	27,8

(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 y 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.

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	dic 13	jun 14	dic 14
Cartera irregular total	5,2	3,4	2,7	2,7	3,0	1,8	1,2	1,5	1,5	1,8	1,8
Previsiones / Cartera irregular	115	108	115	117	115	148	176	144	150	140	142
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	-2,6	-0,9	-1,6	-1,8	-1,7	-3,6	-4,6	-3,4	-3,7	-3,1	-3,1
Al sector privado no financiero	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1	1,4	1,7	1,7	2,0	2,0
Previsiones / Cartera irregular	115	108	114	116	112	143	171	141	148	138	140
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	-1,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-4,3	-3,1	-3,5	-2,9	-2,9

Fuente: BCRA

Glosario de Abreviaturas y Siglas

- a.:** anualizado
- ABS:** *Assets-backed security* (bonos respaldados por activos)
- ADEERA:** Asociación de Distribuidores de Energía Eléctrica de la República Argentina
- AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos
- ALADI:** Asociación Latinoamericana de Integración
- ANSeS:** Administración Nacional de la Seguridad Social
- AT:** Adelantos Transitorios
- AUH:** Asignación Universal por Hijo para Protección Social
- BADLAR:** *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate* (Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos en el tramo de 30 a 35 días por el promedio de entidades financieras)
- BCE:** Banco Central Europeo
- BCB:** Banco Central de Brasil
- BCBS:** *Basel Committee on Banking Supervision* (Comité de Supervisión Bancaria de Basilea)
- BCRA:** Banco Central de la República Argentina
- BdP:** Balance de Pagos
- BID:** Banco Interamericano de Desarrollo
- BIS:** *Bank for International Settlements* (Banco de Pagos Internacionales)
- BM:** Base Monetaria. Definida como la circulación monetaria en pesos más las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en BCRA
- BODEN:** Bonos del Estado Nacional
- BoE:** *Bank of England*
- BONAR:** Bono de la Nación Argentina en pesos.
- BOJ:** Banco de Japón
- Bovespa:** Bolsa de Valores del Estado de San Pablo
- BRIC:** Brasil, Rusia, India y China
- Bs. As.:** Buenos Aires
- CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires
- CAFCI:** Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión
- Call:** Tasa de interés de las operaciones del mercado interfinanciero no garantizado
- CCBCRA:** Cuentas Corrientes de las Entidades Financieras en el Banco Central de la República Argentina
- Cta. Cte:** Cuenta corriente
- CDS:** *Credit Default Swaps* (Instrumento de Cobertura de Riesgo Crediticio)
- CEDIN:** Certificados de Depósitos para la Inversión
- Centro:** Región del Centro. Incluye las provincias Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos
- CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia
- CFI:** Coparticipación Federal de Impuestos
- CGU:** Cuenta Gratuita Universal.
- CIF:** *Cost of Insurance and Freight*
- CNV:** Comisión Nacional de Valores
- CO:** Carta Orgánica
- Copom:** Comité de Política Monetaria (Brasil)
- CPI:** *Consumer Price Index* (Índice Precios al Consumidor de EEUU)
- Cuyo:** Región de Cuyo. Incluye las provincias de Mendoza, San Juan, La Rioja y San Luis
- DJVE:** Declaraciones Juradas de Ventas al Exterior
- DLI:** Demanda Laboral Insatisfecha
- DPN:** Deuda Pública Nacional
- ECB:** *European Central Bank*
- EDP:** Equipo durable de producción
- EEUU:** Estados Unidos
- EIA:** Administración de Información Energética
- EIL:** Encuesta de Indicadores Laborales
- EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica
- EMBI+:** *Emerging Markets Bond Index*
- EMEA:** *Europe, Middle East and Africa*
- EMTA:** *Emerging Markets Trade Association*
- EMI:** Estimador Mensual Industrial
- EPH:** Encuesta Permanente de Hogares
- FCI:** Fondos Comunes de Inversión
- Fed:** Reserva Federal de EEUU
- Fed Funds:** Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EEUU
- FF:** Fideicomisos Financieros
- FGS:** Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Régimen Provisional Público de Reparto
- FMI:** Fondo Monetario Internacional
- FOB:** *Free on Board* (Libre a bordo)
- FONDEAR:** Fondo de desarrollo económico argentino
- F&E:** *Food and Energy*
- GBA:** Gran Buenos Aires. Incluye los 24 partidos del Gran Buenos Aires
- i.a.:** Interanual
- IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija
- ICC:** Índice del Costo de la Construcción
- ICDCB:** Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias
- IED:** Inversión Extranjera Directa
- IHH:** Índice de Herfindahl- Hirschman.
- INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos
- INSSpJyP:** Instituto Nacional de Servicios Sociales para Jubilados y Pensionados
- IPC:** Índice de Precios al Consumidor
- IPC Nacional:** Índice de Precios al Consumidor Nacional
- IPCNU:** Índice de Precios al Consumidor Nacional y Urbano
- 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
LCIP: Línea de Créditos para la Inversión Productiva
LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)
LTV: Loan to value
MAE: Mercado Abierto Electrónico
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
MEyFP: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
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
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)
ON: Obligaciones negociables
OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo
O/N: *Overnight*
p.b.: Puntos básicos
p.p.: Puntos porcentuales
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
PFPB: Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario
PGNME: Posición Global Neta de Moneda Extranjera
PIB: Producto Interno Bruto
PJyJH: Plan Jefas y Jefes de Hogar
PRO.CRE.AR: Programa de Crédito Argentino
PRO.GRE.SAR: Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina
PRO.CRE.AUTO: Plan oficial para financiar la compra de vehículos
PRO. EMPLEAR: Programa para la inserción laboral de jóvenes
PP: Productos primarios
Prom.: Promedio
Prom. móv.: Promedio móvil
PRONUREE: Programa Nacional de Uso Racional y Eficiente de la Energía
PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas
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)
RPC: Responsabilidad Patrimonial Computable
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)
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
TNA: Tasa Nominal Anual
Trim.: Trimestral / Trimestre
UCI: Utilización de la Capacidad Instalada
UE: Unión Europea
US\$: Dólares Americanos
USDA: *United States Department of Agriculture* (Secretaría de Agricultura de los EEUU)
UVP: Unidades Vinculadas al PIB
Var.: variación
VCP: valores de corto plazo
VE: Valor efectivo
VIX: *volatility of S&P 500*
WTI: *West Texas Intermediate* (petróleo de referencia en Argentina)
XN: Exportaciones Netas

Índice de Gráficos y Tablas

Índice de Gráficos

1	Global. Crecimiento Económico.....	7
2	Indicadores de Actividad.....	7
3	Financiamiento al Sector Privado a través de Instrumentos del Mercado de Capitales.....	8
4	Crédito al Sector Privado en Pesos por Grupo de Entidades Financieras.....	8
5	Línea de Créditos para la Inversión Productiva.....	9
6	Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero.....	9
7	Transferencias Inmediatas por Canal.....	10
8	Liquidez del Sistema Financiero.....	10
9	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Sector.....	11
10	Exigencia de Capitales Mínimos por Grupo de Entidades Financieras.....	11
11	Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	12
I.1	Índice de Precios de las Materia Primas.....	15
I.2	Volatilidades Esperadas Según Instrumento.....	15
I.3	Global. Crecimiento Económico.....	16
I.4	Global. Volúmenes del Comercio Mundial.....	16
I.5	Estados Unidos. Indicadores del Mercado de Trabajo.....	16
I.6	Objetivo de Tasa <i>Fed Funds</i> – Pronósticos FOMC (Mediana)	17
I.7	Zona del Euro. Tasa de Interés de Referencia e Inflación Minorista	17
I.8	Principales Países Emergentes. Evolución de las Proyecciones de Crecimiento para 2015.....	17
I.9	Economías Emergentes Seleccionadas. Tasa de Interés de Referencia.....	18
I.10	Evolución de las Proyecciones de Crecimiento para 2015.....	18
I.11	Crecimiento Económico.....	18
I.12	China. Requisitos de Encajes Bancarios y Tasa de Interés de Referencia.....	19
I.13	EEUU: Tasas de Interés de Corto Plazo y Probabilidades de Suba de Tasas.....	19
I.14	Mercados Bursátiles de EEUU y Europa.....	20
I.15	Rendimientos de los Instrumentos de Deuda de Largo Plazo de los EEUU y Alemania.....	20
I.16	Europa – Rendimientos de Deuda Soberana a 10 Años.....	20
I.17	Evolución de Principales Monedas y Volatilidad Esperada.....	21
I.18	Dólar/Euro y Tasas de Interés de Corto Plazo.....	21
I.19	Economías Emergentes – Renta Variable.....	21
I.20	Economías Emergentes. Riesgo Percibido.....	22
I.21	Emisiones de Deuda de Emergentes en los Mercados Internacionales.....	22
I.22	Economías Emergentes Seleccionadas. Tipo de Cambio Contra el Dólar.....	22
A.1.1	Ratio Deuda /PIB del Sector Corporativo No Financiero de Economías Emergentes.....	23
A.1.2	Flujo de Colocaciones Brutas de Bonos de Empresas de Emergentes en Mercados Internacionales.....	23
I.23	Brasil: Tipo de Cambio y Tasas de Interés.....	26
II.1	Producto Interno Bruto.....	29
II.2	Financiamiento al Sector Privado a través de Instrumentos del Mercado de Capitales.....	29
II.3	Contribución al Crecimiento del PIB por Componentes de Demanda.....	30
II.4	PIB. Principales Sectores de Oferta.....	30
II.5	Principales Indicadores Parciales del Nivel de Actividad.....	31
II.6	Exportaciones, Importaciones y Saldo Comercial.....	31
II.7	Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano (IPCNU).....	32
II.8	Depósitos a Plazo Fijo del Sector Privado.....	32
II.9	Agregados Monetarios – M3.....	33
II.10	Tasa de Interés de LEBAC en Pesos en el Mercado Primario.....	33
II.11	Reservas Internacionales del BCRA.....	34
II.12	Rendimientos de Bonos Argentinos en Mercados Externos y Riesgo Soberano.....	35
II.13	Precios de Títulos Públicos Denominados en Dólares en Mercados Locales.....	35
II.14	Rendimientos de Nuevos Bonos Denominados en Dólares y Pagaderos en Pesos.....	36
II.15	Rendimiento de Títulos Públicos en Pesos.....	36
II.16	Cotización de Unidades Vinculadas al PIB.....	36
II.17	Composición del Saldo de Instrumentos del BCRA en Circulación.....	37
II.18	Tasa de Interés de LEBAC en el Mercado Secundario.....	37
II.19	Montos Negociados Renta Fija.....	37
II.20	Mercado Bursátil Argentino.....	38
II.21	Colocación de Fideicomisos Financieros y Costo de Financiamiento.....	38

II.22	Colocación de Obligaciones Negociables.....	39
II.23	Composición del Flujo Anual de Colocaciones Brutas de ON por Sector.....	39
A.2.1	Flujo Bruto de Colocaciones de ONs del Sector Financiero (SF).....	40
A.2.2	Flujo Bruto de Colocaciones del Sector Financiero – Moneda y Tasa.....	40
A.2.3	Sector Financiero – Plazo y Costo de Colocaciones de ONs.....	41
A.2.4	Importancia Relativa de ON y OS en el Fondo Total del Sistema Financiero.....	41
II.24	Negociación de Futuros de Dólar	42
A.3.1	Flujo de Financiamiento PyME a través del Mercado de Capitales.....	43
A.3.2	Patrimonio Neto de FCI PyME y Composición de Cartera.....	43
A.3.3	Negociación de Cheques de Pago Diferido: Montos y Plazos.....	44
A.3.4	Costo de Colocación: CHPD (Descuento) y ON PyME (tasa).....	44
III.1	Deuda de las Empresas.....	47
III.2	Indicador de Carga Financiera de las Familias.....	47
III.3	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	48
III.4	PIB Bienes y Servicios.....	48
III.5	Indicadores de Actividad.....	48
III.6	Deuda de las Empresas.....	49
III.7	Estimador Mensual Industrial.....	49
III.8	Deuda de las Empresas – Industria y Prod. Primaria.....	49
III.9	Faena Bovina.....	50
III.10	Bloques de la Construcción.....	50
III.11	Deuda de las Empresas – Comercio, Servicios y Construcción	51
III.12	Indicadores de Actividad Comercial.....	51
III.13	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	51
III.14	Índice de Salarios.....	52
III.15	Deuda de las Familias.....	52
III.16	Deuda de las Familias – Comparación Internacional.....	52
III.17	Contribución al Crecimiento de la Recaudación Tributaria Nacional	53
III.18	Ingresos y Gasto Primario del Sector Público Nacional No Financiero	53
III.19	Contribución al Aumento del Gasto Primario del Sector Público Nacional no Financiero.....	54
III.20	Resultados del Sector Público Nacional No Financiero.....	54
III.21	Deuda Pública Nacional.....	55
III.22	Perfil de Vencimientos de la Deuda Pública Nacional en Moneda Extranjera.....	55
III.23	Coparticipación, Transferencias a Provincias y Recaudación Subnacional.....	56
IV.1	Crédito al Sector Privado en Pesos por Grupo de Entidades Financieras.....	57
IV.2	Activo, Patrimonio Neto y Apalancamiento.....	57
IV.3	Intermediación Financiera.....	58
IV.4	Crédito al Sector Privado.....	58
IV.5	Crédito al Sector Privado en Moneda de Origen.....	59
IV.6	Crédito al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras.....	59
IV.7	Tasas de Interés Activas Operadas en Pesos con el Sector Privado.....	60
IV.8	Financiamiento Total al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	60
IV.9	Financiamiento a Empresas por Grupo de Bancos.....	60
A.4.1	Línea de Créditos para la Inversión Productiva.....	61
A.4.2	Montos Acordados a MiPyMEs por Tipo de Actividad.....	62
A.4.3	Destinos de los Montos Desembolsados a MiPyMEs.....	62
A.4.4	Estructura de las Empresas MiPyMEs Financiadas por Tramo.....	62
A.4.5	Estructura de las Financiaciones Acordadas a MiPyMEs.....	62
IV.10	Crédito a las Empresas.....	64
IV.11	Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario.....	64
IV.12	Préstamos en Pesos Otorgados a Personas Jurídicas.....	64
IV.13	Crédito a las Familias.....	65
IV.14	Depósitos del Sector Privado No Financiero en el Sistema Financiero.....	65
IV.15	Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero.....	65
IV.16	Composición Patrimonial.....	66
IV.17	Estimación del Costo de Fondo Promedio por Depósitos en Moneda Nacional.....	66
IV.18	Estructura Operativa del Sistema Financiero.....	66
IV.19	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	67
IV.20	Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición)	67
IV.21	Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	68
IV.22	Composición del Margen Financiero.....	68
IV.23	Resultados por Intereses.....	70
IV.24	Resultados por Servicios.....	70

IV.25	Principales Fuentes de Ingresos del Sistema Financiero.....	70
IV.26	Gastos de Administración por Grupo de Bancos.....	71
IV.27	Cargos por Incobrabilidad por Grupo de Bancos.....	71
IV.28	Evolución de la Cartera de los Inversores Institucionales.....	71
IV.29	FGS: Tenencias de Títulos Públicos e Inversiones Productivas.....	72
IV.30	Evolución del Patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión.....	73
V.1	Activos de Mayor Liquidez en Términos de los Pasivos de Corto Plazo.....	75
V.2	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Sector.....	75
V.3	Indicadores de Exposición al Riesgo de Liquidez.....	76
V.4	Liquidez por Grupo de Bancos.....	76
V.5	Liquidez del Sistema Financiero.....	76
V.6	Importancia Relativa del Fondeo de Menor Plazo Residual y Cobertura con Activos Líquidos	77
V.7	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	77
V.8	Mercado de <i>Call</i>	77
V.9	<i>Spread</i> de Tasas de Interés y Volatilidad del <i>Spread</i> en el Mercado Interfinanciero.....	78
V.10	Exposición Bruta al Sector Privado No Financiero.....	78
V.11	Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado.....	78
V.12	Irregularidad. Comparación Internacional.....	79
V.13	Previsiones por Grupo de Bancos.....	79
V.14	Financiaciones a Familias.....	80
V.15	Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas por Actividad y Línea.....	80
V.16	Financiaciones e Irregularidad de Empresas.....	80
V.17	Exposición al Sector Público del Sistema Financiero.....	81
V.18	Exigencia de Capitales Mínimos por Grupo de Entidades Financieras.....	81
V.19	Clasificación de los Eventos de Riesgo Operacional del Sistema Financiero.....	81
V.20	Valor a Riesgo de Mercado.....	85
V.21	Exigencia de Capitales Mínimos por Bonos Nacionales.....	85
V.22	Posición en Títulos Públicos y en Instrumentos de Regulación Monetaria en Cartera de los Bancos.....	85
V.23	Descalce de Moneda Extranjera.....	86
V.24	Composición del Descalce de Moneda Extranjera (ME)	86
V.25	Descalce de Moneda Extranjera y Volatilidad del Tipo de Cambio Nominal.....	86
V.26	<i>Duration</i> Estimada para la Cartera en Moneda Nacional del <i>Banking Book</i>	87
V.27	Reducción Estimada en el Valor Económico (VE) por una Suba en la Tasa de Interés.....	87
VI.1	Transferencias a Terceros por Modalidad.....	91
VI.2	Evolución de la Utilización de Distintos Medios de Pago.....	91
VI.3	Transferencias Inmediatas por Canal.....	92
VI.4	Transferencias Inmediatas por Estrato de Monto.....	92
VI.5	Cheques.....	93
VI.6	Tarjetas de Crédito y Débito.....	93
VI.7	MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....	94

Índice de Tablas

A.1.1	Colocaciones de Bonos Corporativos de Emergentes en Mercados Internacionales.....	24
III.1	Producción Agrícola Principales Cultivos.....	50
III.2	Tesoro Nacional. Emisiones de Deuda en el Mercado Local.....	55
III.3	Colocaciones de Bonos en Dólares y Vinculados al Dólar (<i>dollar-linked</i>) de Distritos Subnacionales.....	56
IV.1	Situación Patrimonial.....	58
IV.2	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	68
IV.3	Estructura de Rentabilidad por Grupo de Entidades Financieras.....	36
IV.4	Evolución Cartera FGS.....	72
IV.5	Evolución de la Cartera de Compañías de Seguros.....	72
V.1	Evolución de las Financiaciones al Sector Privado / Jun-14 a Dic-14.....	79