



# Boletín de Estabilidad Financiera

Segundo Semestre de 2014



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



# Boletín de Estabilidad Financiera

## Segundo Semestre de 2014



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Boletín de Estabilidad Financiera**  
**Segundo Semestre de 2014**

ISSN 1668-3978  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Noviembre 2014

**Banco Central de la República Argentina**  
Reconquista 266  
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
República Argentina  
Tel. | (54 11) 4348-3500  
Fax | (54 11) 4000-1256  
Sitio Web | [www.bcra.gob.ar](http://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](mailto: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, 10 de Noviembre de 2014*



# Contenido

**Pág. 7 | Síntesis Ejecutiva**

**Pág. 13 | I. Contexto Internacional**

*Pág. 23 / Apartado 1 / Expectativas Sobre la Política Monetaria de los EEUU e Impacto sobre los Activos de Economías Emergentes*

**Pág. 27 | II. Contexto Local**

*Pág. 38 / Apartado 2 / Ley de Pago Soberano*

**Pág. 39 | III. Situación de Deudores**

*Pág. 49 / Apartado 3 / Indicador de Carga Financiera de las Familias*

**Pág. 53 | IV. Sector Financiero**

**Pág. 69 | V. Riesgos del Sistema Financiero**

*Pág. 80 / Apartado 4 / El Coeficiente de Apalancamiento del Comité de Basilea*

**Pág. 83 | VI. Sistema de Pagos**

**Pág. 87 | Anexo Estadístico**

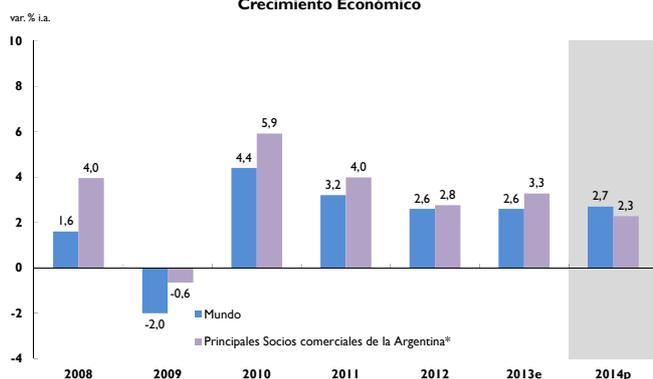
**Pág. 91 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

**Pág. 93 | Índice de Gráficos y Tablas**



# Síntesis Ejecutiva

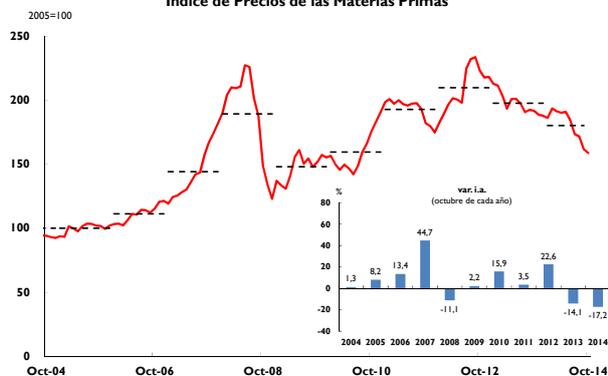
**Gráfico 1**  
**Crecimiento Económico**



\*Ponderados por su participación en las exportaciones argentinas, que en conjunto llega al 80% del total.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de FocusEconomics y FMI  
p:Proyectado

Las expectativas de crecimiento global para 2014 continuaron reduciéndose en los últimos meses, con una corrección tanto en economías desarrolladas como en emergentes. La evolución de los niveles de actividad entre los países avanzados fue aún más heterogénea en el período. La recuperación se sostiene de forma más evidente en EEUU y Reino Unido en comparación con la situación de la zona del Euro y Japón. Así, se modificó la expectativa sobre los sesgos que tomarían las políticas monetarias de los países desarrollados a futuro, con un menor tono expansivo previsto para el primer grupo (para el cual se espera que en 2015 comiencen a elevarse las tasas de interés de corto plazo) y condiciones mayormente laxas para el segundo (el BCE y el Banco de Japón continúan implementando estímulos). El volumen de comercio mundial acompañó al crecimiento económico con moderación a principios de año —aunque mostrando a partir del segundo trimestre cierta estabilización— y los flujos de capitales volvieron a direccionarse hacia los países desarrollados, en especial a EEUU, contribuyendo a una apreciación del dólar.

**Gráfico 2**  
**Índice de Precios de las Materias Primas**



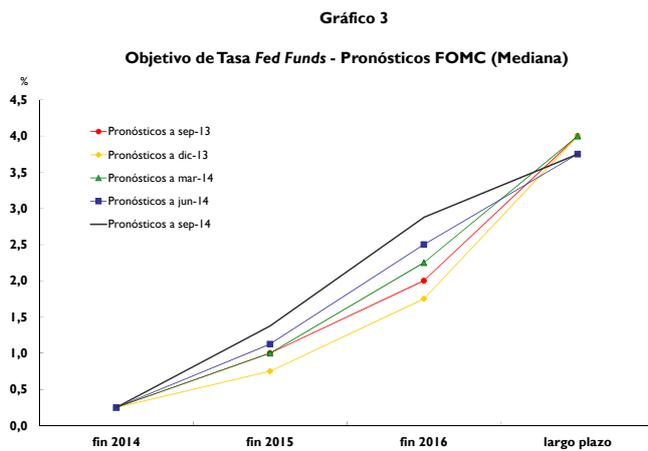
Fuente: BCRA

Los principales países emergentes siguen presentando mayor crecimiento que los avanzados. Sin embargo, la moderación de la actividad fue generalizada en este grupo de naciones, prevaleciendo cierta disparidad en los desempeños macroeconómicos y en los sesgos de política económica. Por un lado, los países cuya estructura económica los hace relativamente menos dependientes de los flujos externos de capital, pudieron generar cierto estímulo sobre la actividad a partir de una política monetaria expansiva. Por otro lado, las tasas de interés de referencia en las economías que necesitan abastecerse de los flujos externos de capital se elevaron en comparación con los niveles del año pasado, buscando atemperar las presiones sobre las monedas domésticas.

Los principales socios comerciales de Argentina siguieron experimentando un crecimiento menor al promedio global. Las cotizaciones de las materias primas cayeron con respecto al año pasado: el Índice de Precios de Materias Primas —que refleja la evolución de los precios internacionales de los productos primarios más relevantes para las exportaciones argentinas— continuó mostrando reducciones interanuales (-17,2% i.a. a octubre).

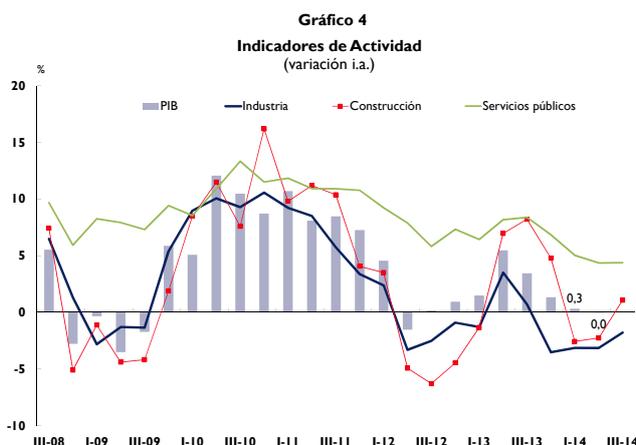
Los mercados financieros de economías desarrolladas registraron en los últimos meses una mayor cautela, con vaivenes en las cotizaciones de los principales ins-

trumentos, fundamentalmente en función de las expectativas divergentes con respecto a las políticas de estímulo en diferentes países y regiones, a lo que se le sumó la presencia de diferentes focos de riesgo a nivel mundial. Esto fue más evidente durante buena parte de septiembre y octubre, con aumento de la volatilidad y disminuciones de los precios de instrumentos considerados de mayor riesgo relativo, aunque hacia fines de octubre se observaba cierta mejora. En este contexto, los activos de economías emergentes presentaron menores precios en los últimos meses, con mermas en los índices bursátiles, aumentos de los *spreads* de deuda soberana y depreciación de las monedas contra el dólar.



Fuente: Reserva Federal.

Entre los desafíos a futuro para la estabilidad financiera internacional, se presenta la dimensión del sesgo contractivo que se espera que comience a adoptar la política monetaria estadounidense en 2015, con su correlato en los flujos de capital, los precios de las materias primas y la dispar recuperación económica global. Por su parte, cambios en las expectativas con respecto a la política monetaria en los Estados Unidos pueden afectar en particular a los mercados financieros, tras años con abundante liquidez a nivel global, creciente apalancamiento en ciertos segmentos e importantes avances de precios en activos de mayor riesgo relativo. También se mantiene un contexto de incertidumbre en función de la existencia de conflictos geopolíticos en diversos países y la situación epidemiológica frente al virus del Ébola.



Fuente: INDEC

En lo que respecta a Argentina, los indicadores disponibles para el segundo semestre de 2014 señalan una incipiente mejora de la actividad económica en relación a la primera mitad del año. Si bien volvió a reducirse la demanda externa —principalmente por Brasil— y se evidenció cierta fragilidad del consumo privado, la inversión fue el componente de la demanda que presentó un mayor dinamismo. Cabe destacar que la construcción revirtió su tendencia decreciente a partir de un mayor impulso de las obras destinadas a vivienda y de las construcciones petroleras. Por su parte, la industria y las actividades relativas a la comercialización continuaron disminuyendo interanualmente sus niveles de producción, aunque suavizaron este desempeño más recientemente. En los primeros 6 meses de 2014 los principales indicadores del mercado de trabajo reflejaron el menor dinamismo de la economía.

En este marco, se instrumentaron nuevas políticas públicas y medidas para estimular el crédito, morigerar el deterioro del mercado laboral y ayudar a los sectores de menores recursos. A partir de mediados de 2014 aumen-

taron las asignaciones familiares por hijo y desde septiembre los haberes previsionales se incrementaron. También se elevó el Salario Mínimo, Vital y Móvil. Adicionalmente, se reglamentó el Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FON.DE.AR.), se lanzó el plan PRO.EMPLEAR y comenzó la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional.

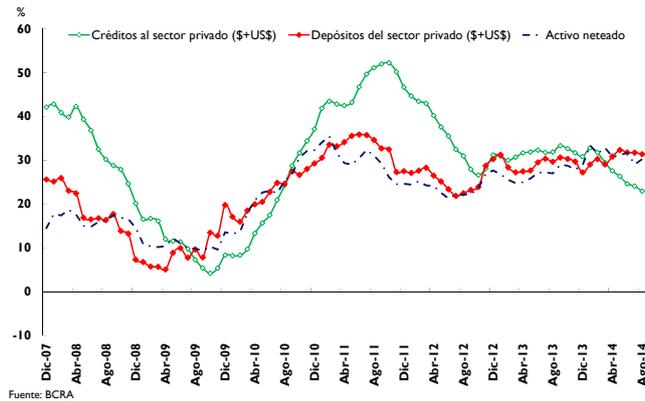
Desde el comienzo de 2014 el BCRA tomó una serie de medidas orientadas a acotar la volatilidad del tipo de cambio nominal. Uno de los cambios normativos fue reintroducir el límite a la posición global neta positiva de moneda extranjera de las entidades financieras a partir de febrero, en un nivel que inicialmente se fijó en 30% de la RPC de cada banco y que a partir de septiembre se redujo a 20%. Más aún, para mejorar las condiciones financieras y promover el desarrollo económico y el comercio bilateral, en julio el BCRA firmó con el Banco Central de la República Popular de China un nuevo acuerdo de *swap* de monedas locales. Recientemente el BCRA ha solicitado un primer intercambio de monedas por un importe equivalente a US\$814 millones, que fue acreditado el 30 de octubre del corriente. El BCRA podrá solicitar intercambios adicionales por hasta un máximo equivalente a unos US\$11.000 millones. A diferencia del *swap* suscripto entre ambos bancos centrales en 2009, este acuerdo es de carácter comercial y financiero, habiéndose mejorado significativamente las condiciones de uso, al flexibilizarse los plazos, reducirse los costos y autorizarse usos adicionales a los que previamente habían sido acordados.

A lo largo del año, en los mercados financieros locales se evidenció cierta volatilidad asociada a factores externos e idiosincrásicos, destacándose en este último caso la evolución del litigio por la deuda argentina en los tribunales de Nueva York y, más recientemente, los cambios en los tipos de cambio implícitos en operaciones de mercados de capitales. A pesar de esto, los precios de los títulos públicos y las acciones argentinas en general acumularon una mejora desde fines de mayo.

Recogiendo en parte el efecto producido por el desempeño general de la economía local, en 2014 se atemperó el dinamismo de la intermediación financiera. El financiamiento bancario a empresas y familias aumentó nominalmente 22,9% i.a. a agosto de 2014 frente a un incremento de los depósitos del sector privado de 31,4% i.a., en un contexto en el que creció la tenencia de activos más líquidos por parte del conjunto de las entidades financieras.

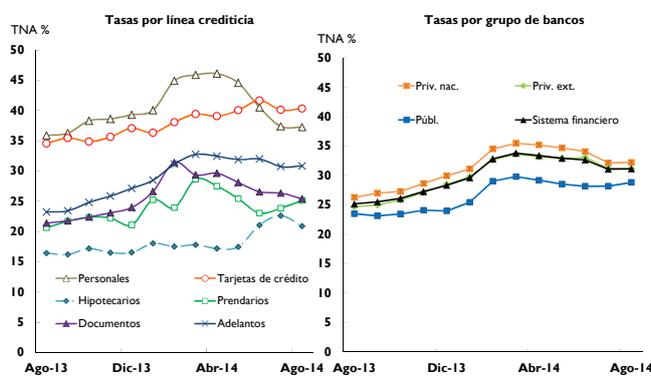
El aumento nominal del saldo total de crédito al sector privado del último año fue mayormente impulsado por

**Gráfico 5**  
**Intermediación Financiera**  
Variación % interanual - Sistema financiero



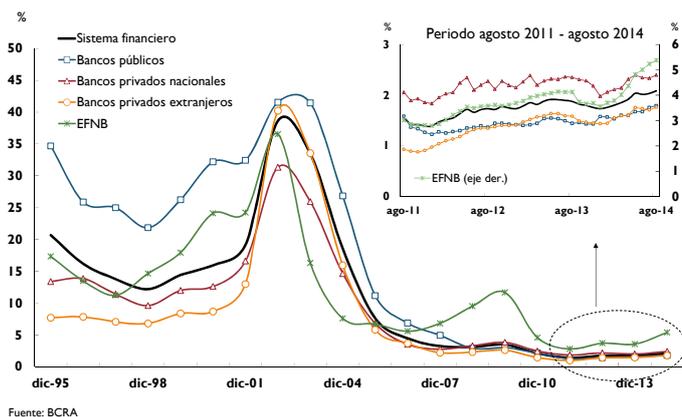
Fuente: BCRA

**Gráfico 6**  
**Tasas de Interés Activas Operadas en Pesos con el Sector Privado\***



\*Nota: Promedio ponderado por monto operado  
Fuente: BCRA

**Gráfico 7**  
**Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado**  
 Cartera irregular / Financiaciones totales (%)



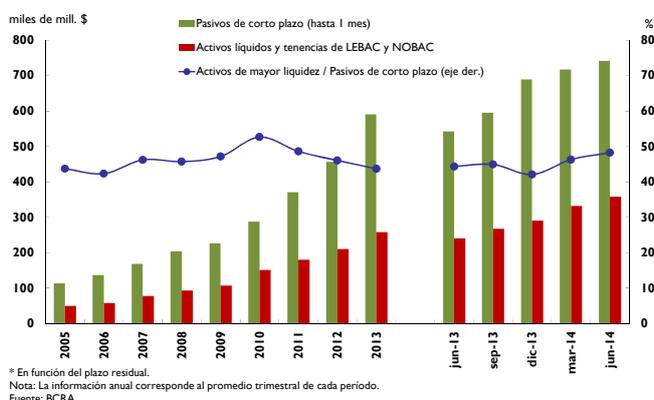
las empresas. El financiamiento al sector productivo creció 25,2% i.a. en agosto, explicando 61,3% del incremento interanual de los préstamos totales al sector privado. Este desempeño fue apuntalado por las medidas oportunamente tomadas desde el BCRA, como la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP). Con respecto a esta iniciativa, en el segundo semestre entró en vigencia la quinta etapa de la LCIP, por medio de la cual se espera asignar más de \$28.000 millones destinados principalmente a las MiPyMes. La tasa de interés estipulada es fija de hasta 19,5% nominal anual para los primeros tres años como mínimo. Desde el momento de su implementación a mediados de 2012 hasta agosto de 2014, incorporando de forma parcial el quinto tramo, por medio de la LCIP se llevan acordados créditos con fines productivos por aproximadamente \$103.000 millones, correspondiendo cerca de las dos terceras partes a MiPyMes.

Por su parte, el saldo de crédito a las familias presentó un crecimiento de 20,5% i.a. en agosto. Desde julio de este año los préstamos personales reflejaron el impulso del programa PRO.CRE.AUTO propiciado por el Gobierno Nacional y que permite financiar la compra de automóviles nacionales cero kilómetro a las familias. Adicionalmente, en septiembre último el Gobierno Nacional lanzó el programa “Ahora 12” para estimular el consumo, por medio del cual se pueden adquirir productos y servicios con tarjeta de crédito en doce cuotas sin interés.

Luego de la suba evidenciada a fines de 2013 y principios de este año, las tasas de interés activas de las operaciones en pesos comenzaron a disminuir gradualmente. Las mayores reducciones relativas de los últimos meses se verificaron en los préstamos personales, documentos y prendarios. En este particular, desde mediados de año el BCRA dispuso regular las tasas de interés en las operaciones de crédito de las personas físicas en los préstamos personales y en los prendarios. Adicionalmente, en la tasa de interés de los personales también influyó el efecto de créditos otorgados en el marco del PRO.CRE.AUTO, mientras que sobre la tasa de interés de los documentos se reflejaron en parte las operaciones de la cuarta y quinta etapas de la LCIP.

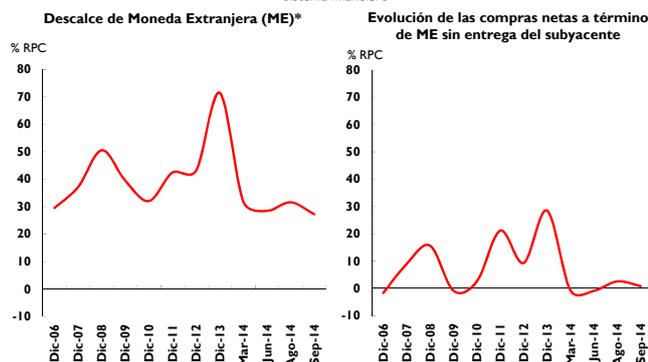
Los depósitos del sector privado siguen constituyendo el origen de recursos más importante de los bancos. Tales imposiciones representaron 56,3% del fondeo total (pasivo y patrimonio neto) en agosto de 2014, aumentando 1,3 p.p. con respecto al cierre del año pasado. Este incremento fue explicado por el segmento en pesos que abarca casi la mitad del fondeo total.

**Gráfico 8**  
**Activos de Mayor Liquidez en Términos de los Pasivos de Corto Plazo\***



\* En función del plazo residual.  
 Nota: La información anual corresponde al promedio trimestral de cada periodo.  
 Fuente: BCRA

**Gráfico 9**  
**Descalce de Moneda Extranjera**  
Sistema financiero



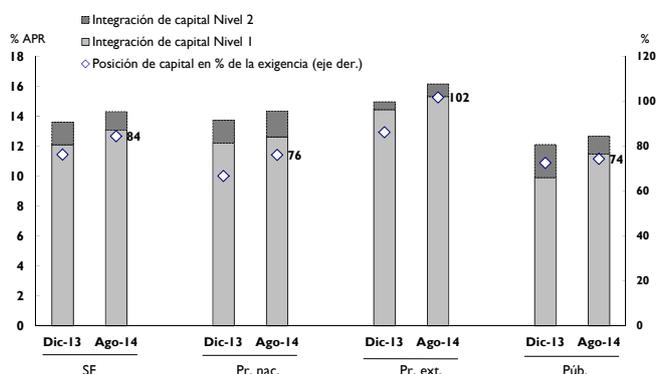
\*Nota: (Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME sin entrega de subyacente) / RPC.  
Fuente: BCRA

Luego del aumento registrado sobre el final del año pasado y en los primeros meses de este año, el costo de fondeo por las operaciones de depósitos a plazo fijo en pesos comenzó reducirse gradualmente. Con el objetivo de mejorar los instrumentos de ahorro en pesos, desde principios de octubre el BCRA dispuso un límite mínimo a la tasa de depósitos a plazo fijo en moneda nacional de las personas físicas, en la medida que el monto colocado no exceda el importe de la cobertura de la garantía de los depósitos, que se amplió de \$120.000 a \$350.000.

En este marco de menor dinamismo de la actividad bancaria, el mapa de los riesgos asumidos por las entidades financieras evidenció cambios marginales en el último año, si bien en general se sigue verificando una situación en la que prevalecen exposiciones moderadas e importantes niveles de cobertura a nivel agregado.

En 2014 el sistema financiero redujo ligeramente su exposición al sector privado producto de la desaceleración del financiamiento bancario. Desde niveles reducidos, la morosidad de la cartera presentó un pequeño aumento explicado mayormente por los préstamos a los hogares. Por su parte, el ratio de irregularidad del crédito a las empresas no evidenció cambios de relevancia, manteniéndose por debajo del correspondiente al financiamiento a las familias. Los acotados niveles de deuda y de carga financiera del sector privado favorecieron el mantenimiento de un bajo riesgo de repago enfrentado por las entidades financieras. Cabe destacar que tanto el sistema financiero como los grupos de bancos continuaron registrando un nivel de previsión agregado que está por encima del saldo total de los créditos en situación irregular.

**Gráfico 10**  
**Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición)**



Fuente: BCRA

Considerando el riesgo de liquidez que asumen los bancos a partir del descalce de plazos con el que operan, en el año se evidenciaron algunas señales de una pequeña disminución de su exposición y de una mayor cobertura. La reducción de la importancia relativa de los pasivos de menor plazo residual en el total de los pasivos y el menor grado de concentración de los depósitos, están en línea con una ligera disminución de la exposición a este riesgo. En términos de los márgenes de cobertura, en el período aumentó la proporción de los activos de mayor liquidez en el balance bancario —principalmente tenencias de LEBAC—, aumentando su relación respecto de los pasivos de corto plazo.

Desde febrero de 2014 el sistema financiero fue acotando de forma significativa su exposición al riesgo de moneda extranjera. Como una visión macroprudencial, el BCRA implementó las medidas antes mencionadas que

lograron reducir el descalce de moneda extranjera que había acumulado el sector hacia fines de 2013. A esto se sumó la paulatina disminución de la volatilidad del tipo de cambio nominal peso-dólar.

A pesar de cierto aumento en la volatilidad de las tasas de interés, se estima que en el año cayó ligeramente la exposición del sistema financiero a este riesgo. Al comparar la situación de mediados de 2014 con la de fines del año pasado se habría acotado levemente la menor sensibilidad relativa de los activos en comparación con los pasivos bancarios, ante aumentos en la tasa de interés. Por su parte, a partir de una mayor variabilidad en las cotizaciones de los activos financieros, en el año aumentó levemente la exposición del conjunto de bancos al riesgo de mercado, si bien mantiene un bajo peso relativo en el mapa global de riesgos del sector. En la primera parte del año los eventos que informaron los bancos originados en el riesgo operacional se produjeron mayormente en las líneas de negocio de banca minorista y de negociación y venta de productos, en los que interviene las tesorerías.

Los indicadores referidos a la posición de capital del sector muestran un importante grado de solidez del conjunto de entidades frente a los riesgos que son inherentes a su actividad. La integración de capital regulatorio alcanzó 14,3% de los activos ponderados por riesgo totales, con más de 90% de la integración explicada por el capital con mayor capacidad de absorción de pérdidas —Nivel 1—. Por su parte, el exceso de integración de capital representó 84% de la exigencia normativa para el sistema financiero, 8 p.p. más que a fines del año pasado. Las ganancias contables impulsaron la mejora en los indicadores de solvencia.

# I. Contexto Internacional

## Síntesis

En el tercer trimestre de 2014 se observó cierto dinamismo en la actividad económica y en las transacciones comerciales internacionales, tras el decepcionante crecimiento global registrado al inicio del año. Sin embargo, los pronósticos para 2014 se corrigieron a la baja, tanto para las principales economías emergentes como para las avanzadas. Así, la economía mundial se expandiría 2,7% este año, sólo levemente por encima del ritmo exhibido en 2013.

Entre las naciones avanzadas —aún influenciadas por los procesos de desendeudamiento público y privado y los desequilibrios residuales de la crisis financiera internacional— se siguió acentuando la heterogeneidad de los desempeños macroeconómicos. Para adelante, se presenta un escenario de políticas monetarias menos expansivas en los Estados Unidos —donde la Fed ya anunció la finalización del estímulo vinculado al programa de compras de activos financieros— y en el Reino Unido, al tiempo que en la zona del euro y en Japón aún se prevén condiciones extraordinariamente laxas durante un período prolongado para apoyar la actividad económica y alinear las expectativas inflacionarias a los objetivos de las autoridades.

Los flujos de capitales volvieron a direccionarse en mayor medida hacia los países desarrollados, y en especial hacia los Estados Unidos, contribuyendo así a una significativa apreciación relativa del dólar.

Los comportamientos de las principales economías en desarrollo siguieron siendo dispares. Mientras algunos países continuaron tomando medidas adicionales de estímulo monetario, crediticio y fiscal, otros mantuvie-

ron esquemas más restrictivos, para enfrentar presiones inflacionarias, el debilitamiento de sus monedas y mayores costos de financiamiento externo.

El fortalecimiento de la divisa estadounidense y la abundante oferta generalizada de materias primas —en un marco de debilidad de la demanda global— contribuyeron a generar nuevas mermas de los precios internacionales de los commodities.

En este escenario, desde fines de mayo los mercados financieros de los EEUU y Europa acumulan un saldo heterogéneo, aunque más recientemente se observó un comportamiento generalizado de mayor cautela, volatilidad en alza y mermas en los precios de activos de mayor riesgo relativo. En el caso de los activos de economías emergentes, el saldo desde fines de mayo fue negativo, con contracciones en los índices bursátiles, ampliaciones en los spreads de deuda y depreciación de las monedas contra el dólar.

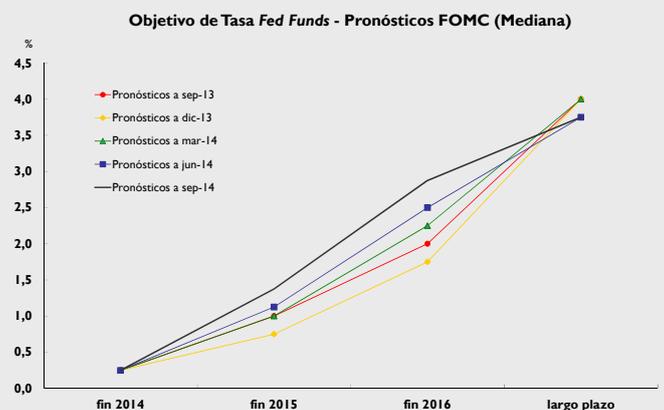
Hacia delante, se mantendría cierta preocupación respecto del sesgo que finalmente adopte la política monetaria estadounidense, por su efecto sobre los flujos de portafolio y la débil recuperación económica global. Como legado de la extraordinaria liquidez financiera en los mercados internacionales, los elevados niveles de endeudamiento y los altos precios de los activos plantean amenazas para la estabilidad financiera internacional. Por último, existen potenciales factores de incertidumbre adicional a nivel global, incluyendo la desaceleración de economías de gran porte y los conflictos geopolíticos en diversos países, entre otros.

Gráfico I.1



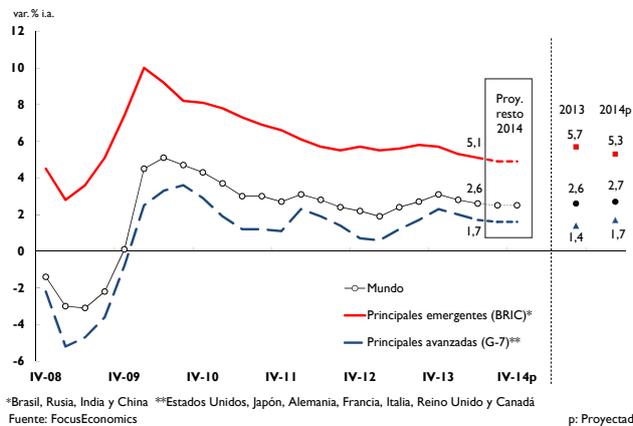
\*Purchasing Managers Index  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg y Oficina de Política Económica de Holanda

Gráfico I.2



Fuente: Reserva Federal.

**Gráfico I.3**  
**Global. Crecimiento Económico**



\*Brasil, Rusia, India y China \*\*Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Canadá  
Fuente: FocusEconomics

p: Proyectado

## Coyuntura Internacional

Según diversos indicadores parciales y adelantados, la actividad mundial habría registrado cierto dinamismo a partir del tercer trimestre de 2014 (ver Gráfico I.1), tras el débil desempeño exhibido durante la primera parte del año. Si se cumplieren los pronósticos de los principales analistas internacionales, la tasa de expansión de la economía global sería de 2,7% en 2014, ligeramente por encima de la variación de 2,6% de 2013 (ver Gráfico I.3). La expectativa de crecimiento mundial volvió a reducirse recientemente, en esta oportunidad tanto por correcciones a la baja de los pronósticos de expansión de los principales países emergentes —en línea con lo que venía sucediendo—, como por las menores perspectivas para las economías avanzadas (ver Gráfico I.4).

Acompañando al comportamiento de la actividad económica global, los volúmenes del comercio mundial reflejaron una moderación en el ritmo de crecimiento en los primeros meses del año (ver Gráfico I.5), que habría comenzado a estabilizarse o incluso a revertirse en el segundo trimestre.

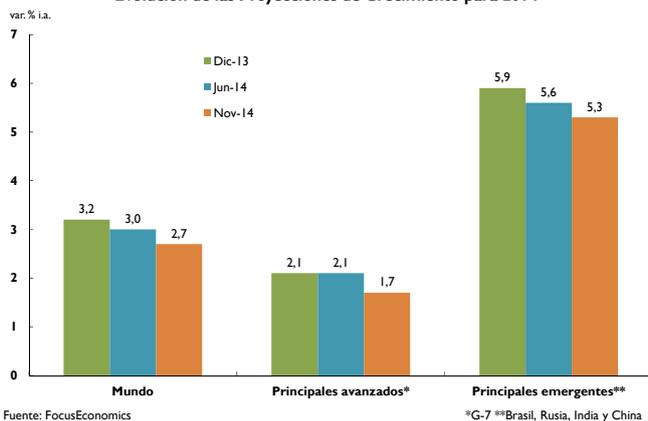
Los flujos de capital se estarían reorientando nuevamente hacia los países desarrollados donde las perspectivas aún serían más favorables, y en particular hacia los Estados Unidos. Estas tendencias contribuyeron a una marcada apreciación del dólar en los últimos meses.

El conjunto de las naciones desarrolladas habría registrado una suba de la actividad económica de 1,7% en el tercer trimestre del año, recuperando impulso luego del menor dinamismo que se observó durante el primer semestre de 2014. Teniendo en cuenta las previsiones para el último cuarto del año, el crecimiento previsto de este conjunto de naciones para 2014 sería de 1,7%, 0,3 puntos porcentuales (p.p.) por encima del aumento de 2013.

A partir del segundo trimestre de 2014, en los Estados Unidos se verificó un fuerte crecimiento, tras registrar un desempeño negativo entre enero y marzo. El gasto de consumo aumentó, impulsado por las mejoras patrimoniales de los hogares, el mayor crédito bancario y la fuerte creación de empleo (en el que la tasa de desocupación cayó 1,3 p.p. en términos interanuales hasta 5,9% actualmente). La inversión de las empresas mostró signos de un mayor dinamismo, con previsiones favorables sostenidas por expectativas optimistas en el sector empresario para el corto plazo, al tiempo que en el sector inmobiliario se mantuvo cierta incertidumbre.

En este marco, en el que además la inflación se mantiene acotada pero con incipientes presiones alcistas, la Fed

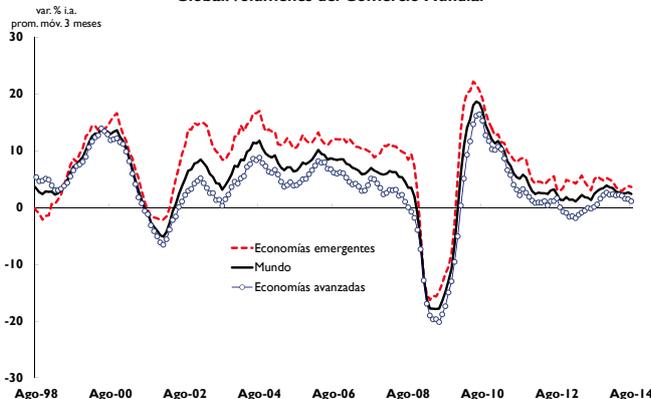
**Gráfico I.4**  
**Evolución de las Proyecciones de Crecimiento para 2014**



Fuente: FocusEconomics

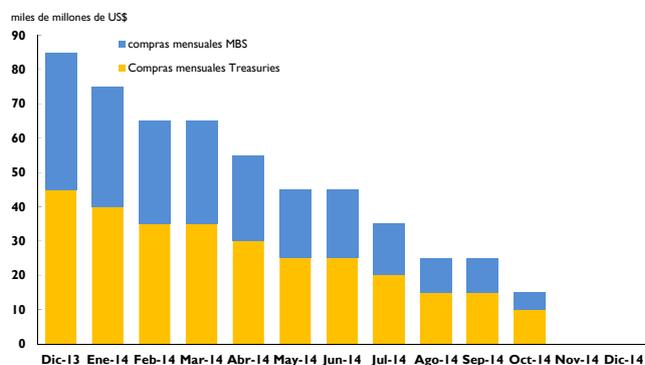
\*G-7 \*\*Brasil, Rusia, India y China

**Gráfico I.5**  
**Global. Volúmenes del Comercio Mundial**



Fuente: Oficina de Análisis de Política Económica de Holanda

**Gráfico I.6**  
**Evolución de Compras Mensuales de Activos por Parte de la Fed**

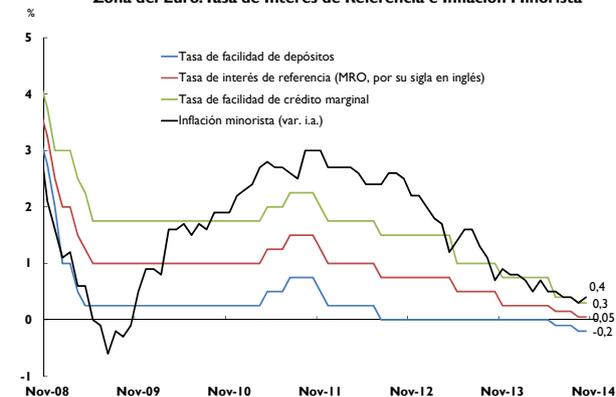


Fuente: Reserva Federal

siguió moderando sus compras mensuales de activos, hasta finalizarlas a fines de octubre (ver Gráfico I.6). Asimismo, fue ganando fuerza el debate sobre el eventual inicio de un ciclo alcista de las tasas de interés de corto plazo en 2015 (ver Apartado 1). Si bien se espera que los incrementos sean paulatinos, tanto los miembros del FOMC de la Fed, como los analistas de mercado, han ido elevando sus previsiones para las tasas de interés de corto plazo en los EEUU para los próximos dos años (ver Gráfico I.2). Por otra parte, tras la implementación de estímulos significativos, en los últimos meses desde la Fed se dieron señales de cierta preocupación con respecto a las valuaciones en segmentos específicos de los mercados financieros norteamericanos<sup>1</sup>.

Se espera que las eventuales subas en las tasas de interés de corto plazo de los EEUU se den luego del incremento previsto para inicios de 2015 de la tasa de interés de referencia en el Reino Unido. La economía de este país mantendría una sólida recuperación, sin perturbaciones tras la confirmación del rechazo a la independencia de Escocia.

**Gráfico I.7**  
**Zona del Euro. Tasa de Interés de Referencia e Inflación Minorista**

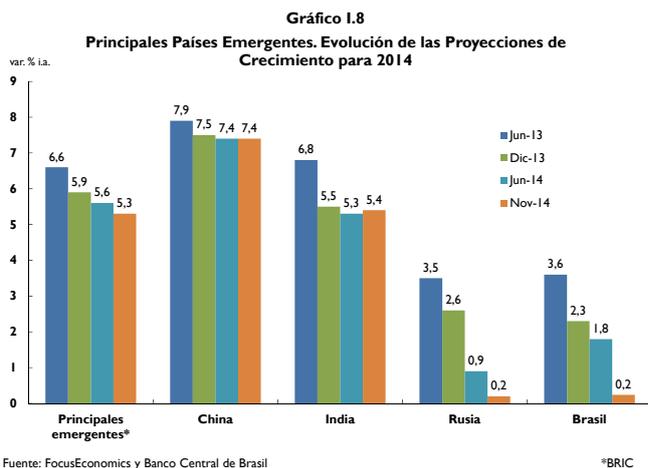


Fuente: Banco Central Europeo

En la zona del euro se prevé un crecimiento de 0,8% para 2014, luego de la caída del producto de 0,4% en 2013. El débil desempeño económico reciente se debió básicamente al comportamiento de la inversión y a cierto deterioro de la demanda externa, producto de las sanciones aplicadas por Rusia en el marco del conflicto que este país mantiene con Ucrania. Pese a la mejora prevista, se espera que persista el deterioro de los mercados laborales, al tiempo que la excesivamente baja tasa de variación de precios minoristas (0,4% interanual —i.a.— en octubre) continúa amenazando con adoptar eventuales trayectorias deflacionarias.

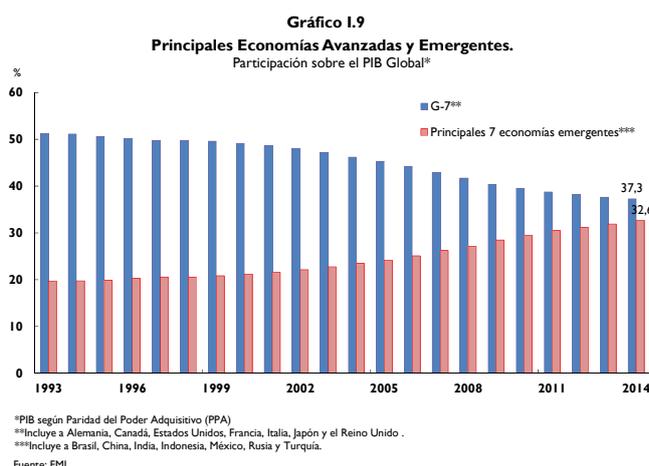
En este marco, las autoridades del BCE continuaron ampliando las medidas de estímulo monetario y financiero. En junio de 2014 desde la institución se anunciaron, entre otras medidas, recortes de tasas de interés, nuevas operaciones de inyección de liquidez a largo plazo vinculadas a la generación de nuevo financiamiento (T-LTRO) y la profundización del análisis para avanzar en un eventual programa de compras de activos securitizados (ABS). En septiembre se decidieron nuevos recortes en las tasas de interés (ver Gráfico I.7) y se activó (comenzando en octubre) un programa de compras de ABS y otro de *covered bonds*. Por otra parte, en septiembre se llevó a cabo la primera licitación de T-LTRO, con una demanda menor a la esperada. No se descarta que en el futuro, de persistir un contexto de bajo nivel de creci-

<sup>1</sup> A mediados de julio Yellen mencionó explícitamente que, si bien para la generalidad se observaba indicadores en línea con los promedios históricos, en algunos sectores (empresas chicas de *social media*, biotecnología) ciertas métricas de valuación estaban en niveles sustancialmente altos.

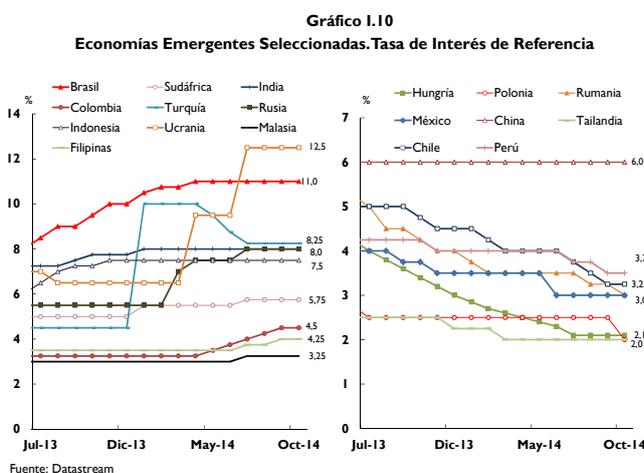


miento e inflación, se anuncie un programa más amplio de compras de activos y de mayor envergadura.

En Japón, tras el declive observado en la actividad económica durante el segundo trimestre —asociado a la suba de impuestos sobre el consumo—, y las perspectivas de débil desempeño en el corto plazo, a fines de octubre el Banco Central de Japón decidió profundizar sus medidas de expansión monetaria no convencional, aumentando el ritmo de compra de bonos soberanos —ampliando a su vez la vida promedio de la cartera de estos instrumentos<sup>2</sup>— con el objetivo de expandir la base monetaria a un ritmo anual de aproximadamente ¥80 billones (entre ¥10 y ¥20 billones por encima de las compras que venía realizando hasta el momento). Además, la entidad decidió triplicar las compras de fondos negociables en el mercado (ETF, por sus siglas en inglés) y de instrumentos vinculados al sector inmobiliario (J-REIT, por su siglas en inglés).



El conjunto de las principales economías emergentes habría crecido en torno al 5,1% en el tercer trimestre del año, previéndose —luego de sucesivas correcciones a la baja en las estimaciones— una expansión de 5,3% para 2014, 0,4 p.p. por debajo de la variación del año previo (ver Gráfico I.8). Si bien la moderación fue bastante generalizada, se mantuvo la heterogeneidad de desempeños y de respuestas de política económica entre los países en desarrollo. Pese a este comportamiento, los principales países emergentes continúan ganando participación en el Producto mundial según la medición de acuerdo a la Paridad del Poder Adquisitivo (PPA; ver Gráfico I.9)<sup>3</sup>.

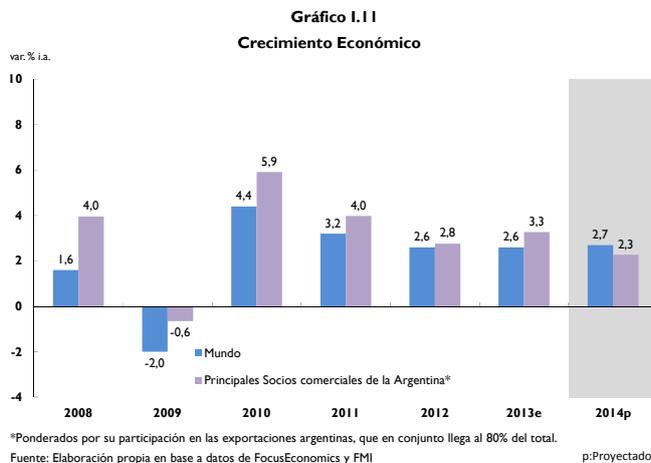


En un marco de apreciación generalizada del dólar, las economías emergentes más dependientes de los flujos de capitales externos mantuvieron sus tasas de interés de referencia de política monetaria por encima de los niveles de un año atrás. Con este tipo de medidas, procuraron reducir las presiones sobre el valor de sus monedas y/o sobre los precios internos (como Sudáfrica, Brasil, Rusia, Ucrania, Colombia, Filipinas y Malasia). Turquía fue una excepción, al continuar reduciendo gradualmente su tasa de interés de referencia, tras la fuerte suba de 5,5 p.p. dispuesta en enero de este año. En el otro extremo, ciertos países (Hungría, Polonia, Chile, Perú, Rumania y México) implementaron nuevas rebajas en sus tasas de interés de política monetaria para estimular la actividad económica en sus países (ver Gráfico I.10).

Los principales socios comerciales de Argentina siguieron experimentando un crecimiento inferior al promedio

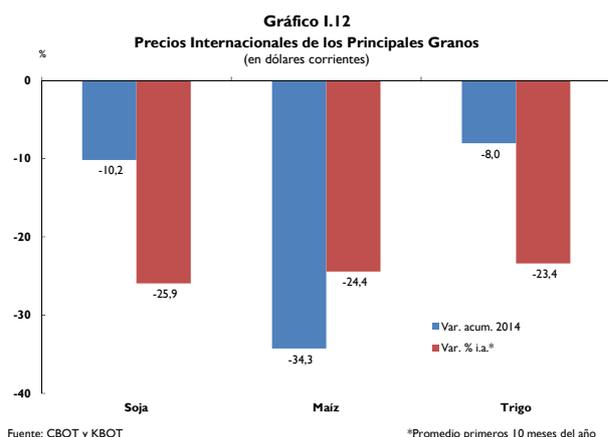
<sup>2</sup> Extendiendo en aproximadamente 3 años los plazos máximos hasta un rango entre 7 y 10 años.

<sup>3</sup> Estimaciones de variables contemplando la homogeneización del poder adquisitivo de cada moneda.

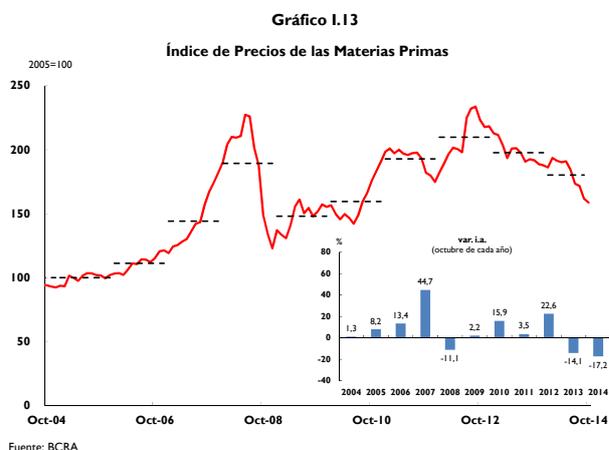


global —destacándose la moderación del ritmo de expansión de los principales socios emergentes— (ver Gráfico I.11). Brasil ingresó en un período de recesión económica en el primer semestre del año, al registrar dos trimestres consecutivos de contracción del nivel de actividad tras la modesta expansión de 2,3% en 2013. A pesar de ello, la inflación superó el límite superior de la banda objetivo del Banco Central de Brasil, por lo cual a fines de octubre la autoridad monetaria elevó en 25 p.b. la tasa de interés de referencia hasta 11,25%.

En China la economía continuó mostrando signos de moderación de su ritmo de crecimiento, al registrar una suba del PIB de 7,4% en el tercer trimestre de 2014— manteniendo el ritmo del primer semestre— pero por debajo del 7,7% observado en 2013. Cabe señalar que este sostenido crecimiento obedeció, en parte, a que el gobierno mantuvo sus medidas de impulso a la actividad económica<sup>4</sup>.

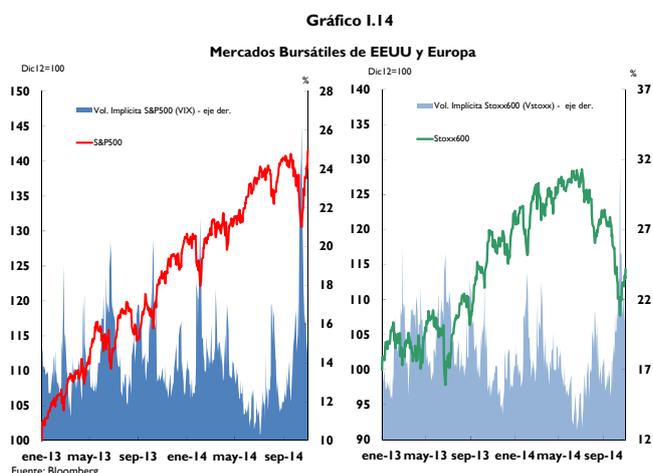


Los precios internacionales de los commodities disminuyeron, en función de: 1) la abundante oferta global agrícola, energética y minera; 2) el frágil desempeño de la actividad económica global, y particularmente de China; y 3) la apreciación generalizada del dólar y la fuerte merma en el precio del petróleo crudo. Se destacó especialmente la caída en los valores de los principales granos (ver Gráfico I.12). En este escenario, el Índice de Precios de Materias Primas (IPMP) —que refleja la evolución de los precios internacionales de los productos primarios más relevantes para las exportaciones argentinas— continuó mostrando, al igual que en 2013, mermas interanuales (-10% i.a. en los primeros 10 meses de 2014), permaneciendo de todas formas en niveles elevados en términos históricos (ver Gráfico I.13). Hacia adelante, 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), así como las tensiones geopolíticas en diversos países (Rusia, Ucrania, Siria, Palestina y Libia).



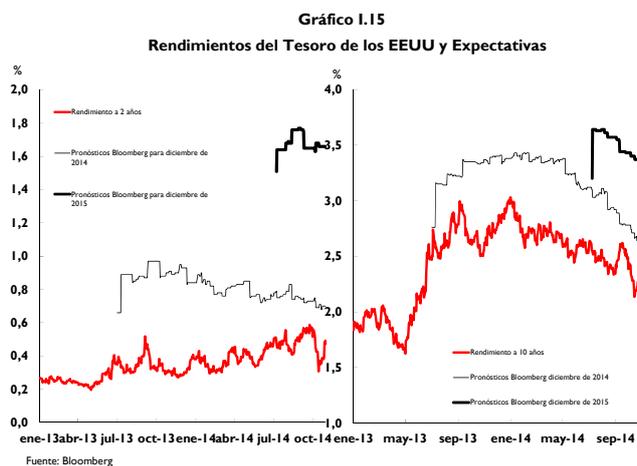
Desde fines de mayo se verificó un contexto cambiante en los mercados financieros internacionales. Si bien inicialmente los mercados extendieron el tono positivo observado durante buena parte de los primeros meses del año, desde fines de julio se fue evidenciando una mayor

<sup>4</sup> Las autoridades chinas implementaron una serie de limitados estímulos fiscales y crediticios, tales como 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.



cautela, pasando a observarse episodios de creciente volatilidad y vaivenes en las cotizaciones en septiembre y octubre. Esto se dio en un escenario de expectativas de mayor diferenciación en el sesgo de política de los principales bancos centrales. Por su parte, entre los países emergentes predominaron las dudas con respecto a la evolución de economías de gran porte como China y Brasil (en este último caso, se sumó la volatilidad propia de los períodos pre-electorales). Al mismo tiempo, se dieron diversas situaciones con potenciales implicancias geopolíticas (al conflicto entre Ucrania y Rusia se agregaron tensiones en Medio Oriente) a lo que se le sumó, más recientemente, las preocupaciones con respecto al virus del Ébola.

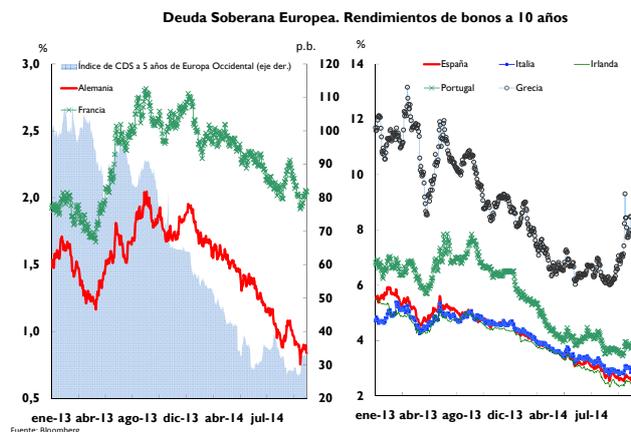
Los índices bursátiles de las principales economías desarrolladas tuvieron resultados mixtos desde fines de mayo hasta fines de octubre. En los EEUU el S&P500 acumuló una suba de casi 5% en el período y llegó a computar nuevos máximos históricos, aunque desde mediados de septiembre a mediados de octubre se observó una transitoria corrección a la baja (ver Gráfico I.14). Así, en lo que va de 2014 el S&P 500 registra un avance de más de 9%. Por su parte, el EuroStoxx 600 medido en términos de dólares cayó más de 10% desde fines de mayo, resultado en buena parte explicado por la evolución del tipo de cambio<sup>5</sup> (en 2014 acumula una merma de casi 7% en dólares). Esto se dio en un marco de volatilidad esperada todavía por debajo de sus medias históricas, a pesar de sus incrementos recientes. El VIX (EEUU) y el Vstoxx (Europa) operaron en promedio ligeramente por debajo de los valores observados en los primeros 5 meses del año, pese a que la volatilidad esperada tendió a incrementarse a fines de julio y principios de agosto y, con más fuerza, desde mediados de septiembre a mediados de octubre.



Con respecto a los retornos de los *Treasuries* norteamericanos, en los últimos meses se evidenciaron cambios en la curva de rendimientos (ver Gráfico I.15). Los retornos a 2 años —más correlacionados con las expectativas de tasas de interés de corto plazo— se ampliaron más de 10 p.b. desde fines de mayo, mientras que los rendimientos a 10 años de plazo se contrajeron casi 15 p.b. en el mismo período (en buena parte debido al recorte que se dio desde mediados de septiembre a mediados de octubre, en un contexto de búsqueda de refugio en activos considerados de menor riesgo relativo). Para la deuda a largo plazo de Alemania, en el marco de la profundización de la política expansiva del BCE (y sin que se descarte la posibilidad de un programa de compra

<sup>5</sup> El EuroStoxx 600 medido en euros cerró el período junio-octubre con una caída de más de 2% y en 2014 acumula una ganancia de más de 2,5%. Se destaca que mientras que en el primer semestre se fue incrementando el riesgo percibido con respecto a la banca portuguesa, a mitad de año esta tendencia se atenuaba, tras ser intervenido oficialmente el Banco Espírito Santo.

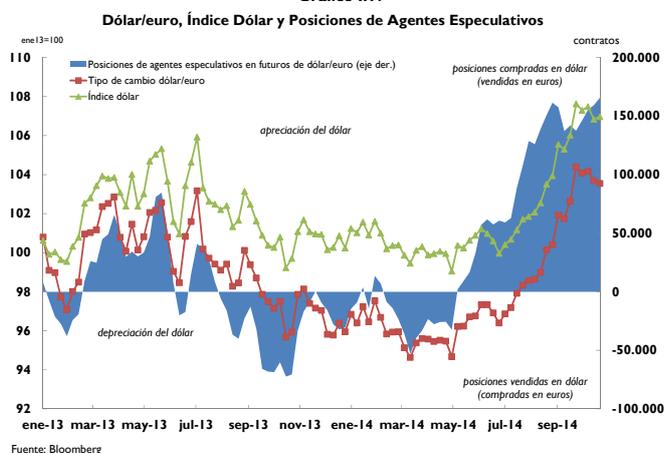
Gráfico I.16



de activos más amplio), desde fines de mayo los retornos cayeron más de 50 p.b., hasta mínimos históricos, tendencia que fue acompañada por los rendimientos a largo plazo de la deuda de economías europeas en situación más vulnerable (ver Gráfico I.16)<sup>6</sup>. En lo que va del año los rendimientos de los bonos a 10 años registran una caída de casi 70 p.b. para los EEUU y de cerca de 110 p.b. para Alemania.

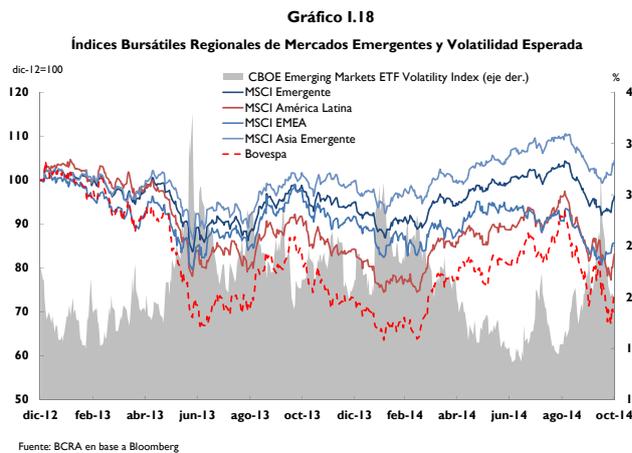
En el mercado de monedas, desde fines de mayo el dólar intensificó su tendencia a la apreciación contra el resto de las principales divisas de economías desarrolladas. El índice del dólar contra las monedas más utilizadas en el intercambio comercial de los EEUU avanzó más de 8% en el período junio-octubre (resultado que evidencia, en particular, el comportamiento observado desde principios de julio hasta comienzos de octubre). Este movimiento estuvo dado en gran parte por la fuerte revalorización contra el euro y el yen (en un rango de 8-10,5%), en función de la divergencia en las expectativas respecto a las políticas monetarias de los diferentes países y regiones involucradas. El tipo de cambio dólar/euro terminó octubre cerca de US\$/€1,25, nivel que no alcanzaba desde septiembre de 2012. Se destaca que desde mediados de mayo se evidenció un fuerte posicionamiento de inversores especulativos en derivados a favor de la moneda norteamericana, en contraposición a la divisa europea (ver Gráfico I.17). Con respecto a la libra, el dólar se apreció 4,5% desde fines de mayo, en meses en los que la volatilidad de este tipo de cambio estuvo en parte afectada por el referendo independentista que se llevó a cabo en Escocia en la segunda quincena de septiembre. En lo que va del año el dólar acumula una apreciación de casi 9% contra el euro, 3,5% contra la libra y 7% contra el yen, aproximadamente.

Gráfico I.17



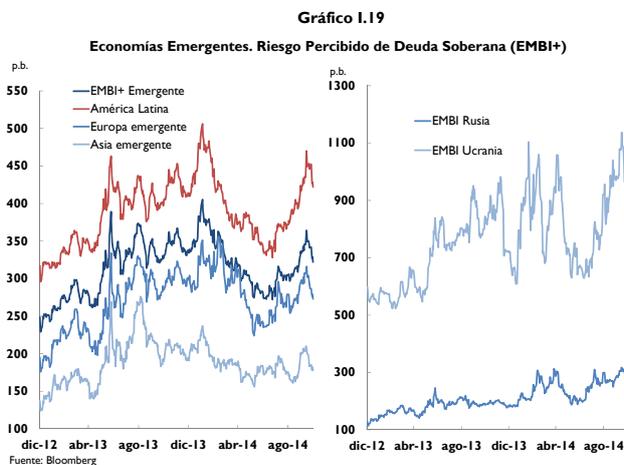
En lo que respecta a los activos de economías emergentes, acompañando la cautela que generaron diferentes factores (tensiones con potencial efecto geopolítico, posibilidad de cambios en las tasas de interés de corto plazo de la Fed antes de lo previsto y, más recientemente, erosión de los precios de las materias primas), desde fines de mayo los índices bursátiles medidos en dólares acumularon una merma. Este resultado obedeció en buena parte a la contracción observada desde mediados de septiembre a mediados de octubre, dado que hasta septiembre en general se extendió el comportamiento favorable evidenciado desde febrero de este año. El MSCI para el agregado de los emergentes acumula en el período junio-octubre una merma de más de 1% medido en dólares. Sin embargo, en lo que va de 2014 este índice computó un retorno de más de 1%. El saldo

<sup>6</sup> Con la excepción de Grecia. En este caso, los rendimientos de la deuda a largo plazo tendieron a ampliarse en octubre, en un contexto de dudas con respecto a la capacidad del país de financiarse en los mercados.



para el período junio-octubre presentó cierta heterogeneidad por región. Mientras para el agregado de los índices de Asia emergente se verificó cierto avance (1,2%), en el caso de América Latina se dio una merma de más de 2,5%<sup>7</sup> y para EMEA —el grupo más influenciado por los conflictos entre Rusia y Ucrania y las tensiones en Medio Oriente— la caída fue de casi 7,5% (ver Gráfico I.18).

El saldo desde fines de mayo también fue desfavorable para las cotizaciones en los mercados de deuda emergente, en oposición a lo observado en los primeros cinco meses de 2014. Mientras que los rendimientos de los Treasuries a largo plazo se contrajeron más de 10 p.b. en junio-octubre, el *spread* del EMBI+ se amplió 25 p.b. (en lo que va de 2014 acumuló una merma de más de 10 p.b.), dada la tendencia a la suba registrada desde julio hasta mediados de octubre, que se evidenció con más fuerza en América Latina y Europa Emergente (ver Gráfico I.19).

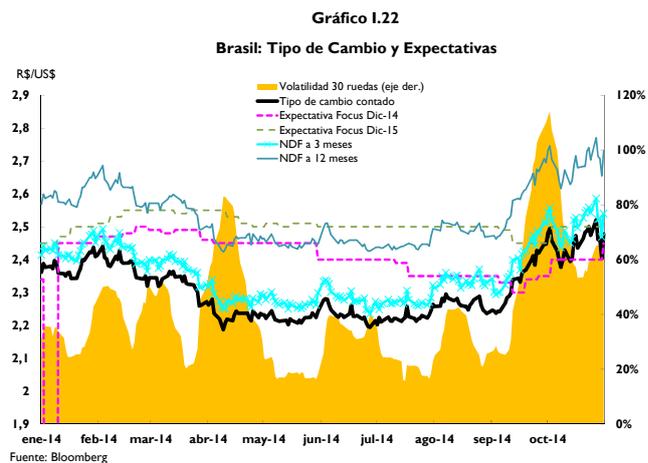
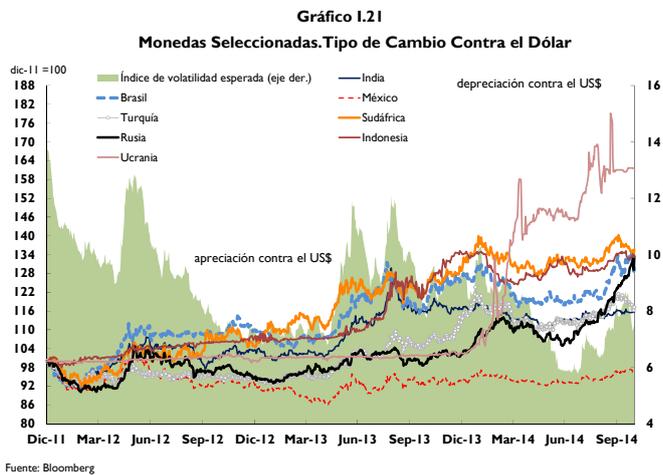
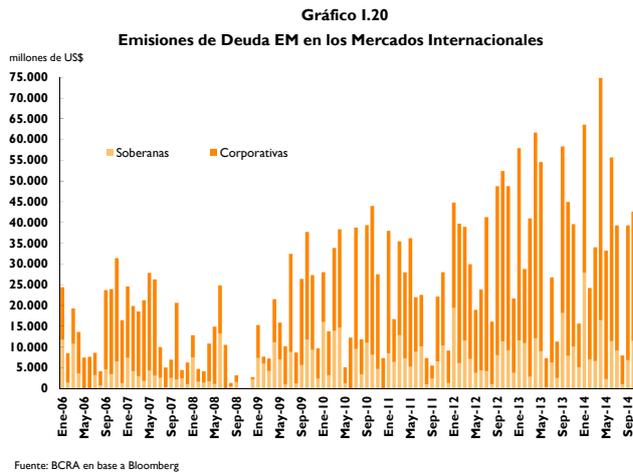


A pesar de esto, las emisiones brutas en los mercados internacionales de deuda por parte de gobiernos y empresas evidenciaron —en términos agregados— un incremento interanual de casi 25% en el período junio-octubre (ver Gráfico I.20). Este aumento se explicó mayormente por las operaciones de deuda corporativa, aunque las colocaciones de deuda soberana también se incrementaron. En lo que va de 2014 el agregado de colocaciones de emergentes computó una suba de 6% contra igual período de 2013<sup>8</sup>. Se destaca que el año pasado el agregado de los agentes de economías emergentes obtuvo un monto récord de financiamiento en los mercados internacionales de deuda.

En línea con lo observado en abril y mayo, los fondos especializados en activos de emergentes (cuyos flujos son considerados como una aproximación a los datos de movimientos de portafolio) siguieron computando mayormente entradas en los últimos meses. Esto se dio tanto para aquellos que invierten en acciones como para los que lo hacen en deuda, aunque el comportamiento no fue estable (los que invierten en deuda cerraron agosto con salidas y los que lo hacen en acciones registraron rescates durante octubre). Esto se contraponen con la tendencia a la salida sostenida desde estos fondos evidenciada desde mediados de 2013 hasta el primer trimestre de 2014. En función de los importantes rescates que se dieron a principios de año, estos fondos acumulan sali-

<sup>7</sup> En junio-octubre el índice Bovespa cayó más de 3% medido en dólares. Sin embargo, este resultado negativo se explica por la evolución del tipo de cambio (en reales el Bovespa acumuló un avance de más de 6,5%).

<sup>8</sup> A diferencia de lo observado en junio-octubre, para el acumulado de 2014 se destaca el dinamismo verificado en las colocaciones de deuda soberana, en función de las operaciones que se llevaron a cabo en enero y abril.



das netas en lo que va de 2014, mayores a las observadas en igual período del año anterior.

En el período junio-octubre las divisas de economías emergentes se depreciaron en promedio más de 6% contra el dólar. Este saldo evidenció fundamentalmente la tendencia a la revalorización del dólar que se observó desde julio hasta principios de octubre, acompañada por una mayor volatilidad esperada para las monedas emergentes (tendencia que se intensificó en septiembre y principios de octubre). En lo que va del año las monedas de economías emergentes se depreciaron en promedio 10% contra el dólar. En términos regionales, desde fines de mayo la mayor depreciación se dio en las economías de EMEA (más de 8%), evidenciando el efecto de factores de tensión geopolítica. Por ejemplo, el rublo ruso se depreció casi 23% contra el dólar desde fines de mayo (ver Gráfico I.21)<sup>9</sup>. Ligeramente más leve fue la depreciación acumulada para las monedas de América Latina (poco más de 6%). En este último caso sobresale la considerable volatilidad observada recientemente para el real (ver Gráfico I.22), que se depreció más de 9% contra el dólar desde fines de mayo, resultado que refleja el comportamiento observado en septiembre y octubre, en el marco de la primera y segunda vuelta de las elecciones presidenciales (que se llevaron a cabo a principios y a fines de octubre, respectivamente). También incidieron sobre esta evolución los continuos recortes a la baja en las expectativas de crecimiento para la economía (por ejemplo, según los datos de la encuesta Focus del Banco Central de Brasil).

En perspectiva, tras un período prolongado caracterizado por la amplia liquidez en los mercados internacionales, baja volatilidad esperada y posicionamiento en activos de mayor riesgo relativo (con impacto sobre su valuación), en los próximos meses se mantendrá el foco de atención en el seguimiento de la evolución de las principales economías, su interrelación con los cambios de políticas que implementen y su influencia sobre los mercados financieros internacionales. En tal sentido, tal como se ha evidenciado desde mediados de septiembre a mediados de octubre, los mercados financieros muestran en la actualidad una significativa sensibilidad ante cambios en el sesgo de las noticias que se van conociendo sobre la evolución de la economía mundial y los riesgos existentes.

El comportamiento de la economía norteamericana y las señales que vaya dando la Fed con respecto a los cambios en las medidas aplicadas hasta el momento tendrán

<sup>9</sup> Parte de esto estuvo dado por el conflicto con Ucrania y las sanciones económicas recibidas por Rusia. Esta tendencia a la depreciación del rublo se intensificó en los últimos dos meses, en un contexto de caída en el precio del petróleo y especulaciones con respecto a la posibilidad de cambios en relación a la política de intervención en el mercado de divisas y con respecto a eventuales controles de capitales.

particular relevancia. La futura suba de tasas de interés en los Estados Unidos podría generar un sesgo excesivamente contractivo que afecte la recuperación económica global, caracterizada por bajos niveles de inflación —e incluso el riesgo de deflación— entre los países avanzados. Por su parte, en Europa deberá seguirse con atención, además de la performance económica y factores socio-políticos<sup>10</sup>, la evolución de los países en posición más vulnerable (Grecia), la situación del sistema financiero (tras la presentación de los resultados de la evaluación amplia del sistema a fines de octubre), la aplicación de políticas ya anunciadas, y la posibilidad de que se implementen nuevas medidas.

Entre los países emergentes el foco seguirá estando en el desempeño de las economías de gran porte, la evolución de los niveles de endeudamiento (particularmente, el financiamiento en moneda extranjera del sector corporativo) y el eventual efecto de cambios en el contexto internacional y la capacidad de respuesta ante los mismos. Por último, en los próximos meses se mantendrá la atención de la evolución de otros riesgos, como los vinculados a cuestiones geopolíticas (Este Europeo y Medio Oriente)<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> Por ejemplo, la situación en España ante la posibilidad de que se lleve a cabo un referendo sobre la independencia de Cataluña.

<sup>11</sup> Otro ejemplo de riesgo vigente es la ya mencionada crisis del virus del Ébola, que podría generar interrupciones en el comercio internacional, así como provocar daños significativos sobre la salud de las poblaciones del noroeste de África.

## Apartado 1 / Expectativas Sobre la Política Monetaria de los EEUU e Impacto sobre los Activos de Economías Emergentes

Con la Reserva Federal (Fed) avanzando en la disminución progresiva de sus compras masivas de instrumentos financieros (hasta darlas por finalizadas a fines de octubre), en los últimos meses las expectativas siguieron centrándose en las subas de las tasas de interés de corto plazo que se esperan para 2015. Si bien en principio se estima que las alzas en las tasas de interés serán graduales, a lo largo del corriente año se fue incrementando el nivel esperado para fines de 2015. Los mercados financieros a nivel global, incluyendo los instrumentos de economías emergentes, podrían ser afectados por los cambios en las expectativas sobre el *timing* y la magnitud de este proceso de suba en las tasas de interés de corto plazo y sobre cuál será la reacción de los rendimientos de la deuda de largo plazo

Desde principios del corriente año, la Fed avanzó con la disminución progresiva de los estímulos monetarios implementados desde la crisis financiera con pico en 2008-2009, en función de la mejora observada en las condiciones económicas de los EEUU<sup>12</sup>. El inicio de este proceso de “*tapering*”, del cual ya se venían dando señales desde el año pasado, se puso en práctica desde enero de 2014, cuando comenzaron a reducirse las compras mensuales de instrumentos financieros (*Treasuries* y activos vinculados a hipotecas). Si bien desde fines de octubre no se realizan más compras de instrumentos, en función de los significativos saldos que quedan en el balance de la Fed y la política de reinversión implementada, la institución seguirá influenciando los mercados de deuda norteamericana a largo plazo<sup>13</sup>.

El programa de compras masivas de instrumentos de la Fed permitió a la institución presionar a la baja los rendimientos de los activos de largo plazo. Esto complementó otras líneas de acción previas, vinculadas a las tasas de interés de corto plazo (tasa de *Fed Funds* o FF), incluyendo su mantenimiento en niveles históricamente bajos y un esquema de guía prospectiva (*forward guidance*), con anuncios sobre las perspectivas con respecto a la evolución de estas tasas de interés en el futuro. Así, pese a que la Fed viene manifestando que espera mantener las

tasas de interés de FF en su rango actual por un tiempo considerable después de darse por terminado el programa de compras de activos, una vez que se fueron consolidando las expectativas con respecto a la disminución en la adquisición de instrumentos financieros, el foco pasó a estar puesto en el *timing* y la magnitud de un futuro período de subas en las tasas de interés.

Los pronósticos elaborados por los propios miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) evidencian que se espera que el ciclo de subas en las tasas de FF se inicie a fines de 2015. Se destaca que a lo largo del corriente año se fueron incrementando los niveles esperados para el objetivo de estas tasas de interés a fines de 2015 y 2016 (si bien esta evolución no estuvo exenta de volatilidad), al tiempo que las opiniones mostraban una dispersión cada vez más grande. Por ejemplo, partiendo de un rango actual de 0-0,25%, para fines de 2015 el nivel objetivo pronosticado por los miembros del FOMC registró un ascenso desde 0,75% a fines de diciembre de 2013 a 1,375% en el último sondeo (septiembre de 2014) (ver Tabla A.1.1). Por su parte, para fines de 2016 el nivel esperado del objetivo de tasas de interés pasó de 1,75% (pronósticos realizados a fines del año pasado) a 2,875% (según estimaciones presentadas en septiembre del corriente año). Finalmente, los niveles esperados para el largo plazo se corrigieron levemente a la baja, pasando de 4% a 3,75%<sup>14</sup>.

Tabla A.1.1  
Pronósticos y Expectativas sobre Evolución de Tasas de Fed Funds

Variable	Fin 2013	Último dato	Período de lectura
<i>Fed Funds fines de 2015</i>			
Expectativas FOMC (mediana)	0,75%	1,375%	Sep-14
Expectativas primary dealers (mediana)	0,50%	1,00%	Sep-14
Expectativas Bloomberg (promedio)	n/d	0,95%	prom. última semana Oct-14
Expectativas Reuters (promedio)	n/d	0,96%	Oct-14
Futuros Fed Funds	0,63%	0,53%	promedio Oct-14
<i>Fed Funds fines de 2016</i>			
Expectativas FOMC (mediana)	1,75%	2,875%	Sep-14
Expectativas primary dealers (mediana)	1,75%	2,25%	Sep-14
Futuros Fed Funds	n/d	1,47%	promedio Oct-14
<i>Otros</i>			
Swaps tasas US\$ 2 años	0,43%	0,68%	promedio Oct-14
Rendimiento Treasury 2 años	0,34%	0,43%	promedio Oct-14

Fuente: BCRA en base a Reserva Federal, Bloomberg y Reuters.

Las expectativas de mercado acompañaron el ajuste en los pronósticos de los miembros del FOMC, aunque se evidenciaron diferencias en términos de niveles. Por ejemplo, según la encuesta realizada por la Fed de Nueva

<sup>12</sup> Ver Apartado “Expectativas Respecto de la Evolución de la Política Monetaria de los EEUU” en la edición anterior del Boletín de Estabilidad.

<sup>13</sup> El FOMC mantiene una política de reinvertir los flujos de sus tenencias de *Treasuries* participando en licitaciones de nuevos instrumentos. Con respecto a los vencimientos de deuda de agencias públicas e instrumentos vinculados a hipotecas en cartera, los mismos se reinvierten en activos de agencias vinculados a hipotecas.

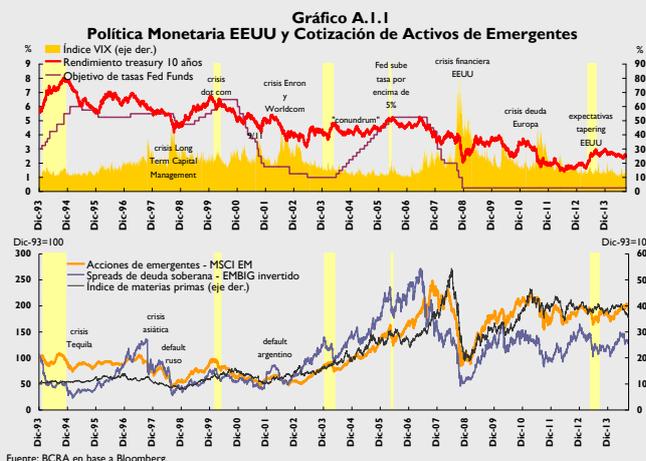
<sup>14</sup> Según los comunicados de la Fed, se anticipa que una vez que el empleo y la inflación estén cercanos a los niveles consistentes con el mandato de la institución, las tasas de FF se mantendrán por debajo de lo que el FOMC considera normal a largo plazo.

York, los *primary dealers* esperan que la tasa de FF termine 2015 en un nivel de 1%, valor que está en línea con los sondeos de Bloomberg / Reuters, pero por encima de los implícitos en el mercado de futuros de estas tasas de interés<sup>15</sup>. Se destaca que según la mediana de las expectativas de los *primary dealers*, las subas en las tasas comenzarían entre el segundo y el tercer trimestre de 2015<sup>16</sup>. Esto implica que, teniendo en cuenta diversas fuentes (incluyendo pronósticos de miembros del FOMC), para el año 2015 se esperan entre 1 y 4 subas de 25pb en la tasa de *Fed Funds*, cuando a fines del año pasado se esperaba para igual período entre 1 y 2 subas de esta magnitud. Por su parte, para 2016 los pronósticos de los *primary dealers* y los precios de los futuros de *Fed Funds* implican que en el año habría entre 4 y 5 subas adicionales de 25pb (6 incrementos según los pronósticos de los miembros del FOMC).

En la reunión del FOMC de fines de octubre se explicitó que el accionar con respecto a las tasas de interés de corto plazo dependerá de cómo evolucione la economía; en particular, de cuán rápido se avance en relación a los objetivos de desempleo e inflación. Por el momento se espera que los incrementos en las tasas se implementen en forma gradual, aunque cambios en las expectativas con respecto a cómo se irá dando este ciclo podrían generar un abrupto rebalanceo de carteras, con potencial impacto sobre flujos de portafolio y cotizaciones de instrumentos financieros a nivel global. Este riesgo se vuelve particularmente relevante luego de varios años con tasas de interés de corto plazo en niveles históricamente bajos en términos internacionales, baja volatilidad esperada en promedio, búsqueda generalizada de mejores rendimientos y, en consecuencia, mayor posicionamiento en activos de mayor riesgo relativo (incluyendo a los instrumentos de economías emergentes).

Considerando los últimos 20 años (período de fuerte crecimiento y consolidación de los instrumentos de economías emergentes como una clase particular de activos), se dieron tres ciclos de alzas en las tasas de corto plazo en los EEUU. Coincidiendo con estos ciclos, correspondientes a los años 1994-1995, 1999-2000 y 2004-2006, los rendimientos de los *Treasuries* a 10 años llegaron a incrementarse entre 100 y 200 p.b (ver Gráfico A.1.1). Un movimiento similar se observó a mediados de 2013 (en el marco de los ajustes de las expectativas con respecto al *tapering*), cuando los rendimientos de los instrumentos del Tesoro a 10 años se incrementaron unos 123 p.b. En estos episodios los activos de economías emergentes evidenciaron períodos de ventas generalizadas, con *timing*, duración e intensidad divergente<sup>17</sup>. Cabe mencionar que las mermas en los precios de los activos de economías emergentes han sido más marcadas en los casos en los que las subas en las tasas de interés de corto plazo fueron acompañadas por ampliaciones más significativas en los rendimientos de los *Treasuries* de largo plazo<sup>18</sup>.

Con respecto a la incidencia sobre los flujos de capitales privados hacia las economías emergentes, en los ciclos mencionados en general se observó una ralentización en la dinámica de la inversión extranjera directa y cierto efecto sobre los flujos de portafolio, ya sea disminuyendo los ingresos o llevando a que directamente se computen egresos (ver Gráfico A.1.2)<sup>19</sup>. Otro hecho estilizado es que el efecto negativo sobre los flujos de capitales tendió a evidenciarse en general más hacia el fin del período de incrementos en las tasas. Por otra parte, se observan en ciertos casos efectos tardíos vinculados a crisis en parte



<sup>15</sup> Los futuros de tasas de FF a diciembre de 2015, que en septiembre promediaron un nivel cercano a 0,75%, se corrigieron a la baja en octubre, a un promedio por encima de 0,50%.

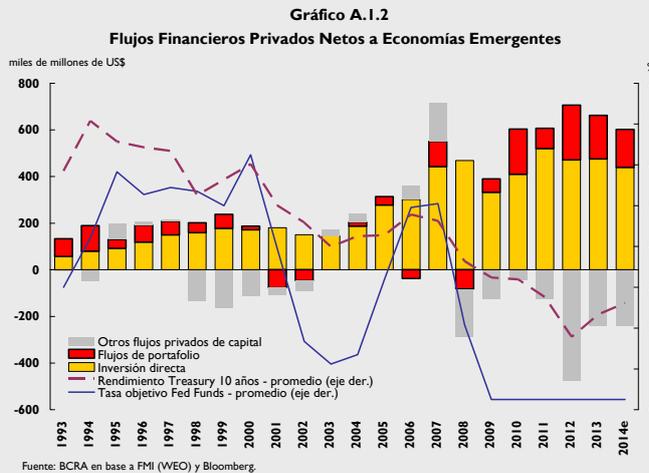
<sup>16</sup> A fines del año pasado esperaban que el ciclo se iniciase en el último trimestre de 2015.

<sup>17</sup> Estos períodos no necesariamente coincidieron con mermas en los precios de las materias primas. Por ejemplo, a mediados de 2013, cuando los precios de las acciones y bonos de economías emergentes tendieron a contraerse, las cotizaciones de las materias primas no se vieron particularmente afectadas. Un fenómeno similar se observó en los períodos de baja en los precios de los activos de economías emergentes de 1994 y de principios de 2004.

<sup>18</sup> En este sentido, el período de incrementos en las tasas de corto plazo de 2004-2006 tuvo un efecto negativo transitorio sobre los precios de activos emergentes en forma previa al inicio del ciclo y llegando hacia su fin (cuando la tasa de interés de corto plazo se subió por encima de 5%). Sin embargo, a lo largo de todo el período esta clase de activos acumuló una mejora en los precios, en sintonía con el comportamiento observado en los precios de las materias primas. Esto coincide con lo que hacia fines de 2005 Greenspan caracterizó como un enigma (*conundrum*), en función de los recortes observados en los rendimientos de los *Treasuries* a largo plazo en un escenario de subas de tasas de interés de corto plazo desde fines de 2004. En perspectiva, se observa que la tendencia hacia menores rendimientos en la parte larga de la curva norteamericana coincide con menores y más estables tasas de inflación en las economías avanzadas en los últimos 20 años.

<sup>19</sup> Para mayor información sobre el debate en torno a la incidencia de factores internacionales y domésticos en la demanda de activos emergentes (y los flujos de capitales relacionados) ver apartados respectivos en ediciones del Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de julio de 2013, octubre de 2013 y agosto de 2014.

relacionadas con el impacto en mercados específicos de las subas previas en las tasas de corto plazo<sup>20</sup>.



En función de los factores mencionados, resultará particularmente importante para la evolución de los activos de economías emergentes tanto el accionar de la Fed con respecto a la cartera de activos de largo plazo, como –en términos más generales– el manejo de las expectativas con respecto a la implementación de cambios en el sesgo de las políticas implementadas. En este sentido, se destaca que el contexto actual se diferencia por la inédita expansión del activo de la Fed en los últimos años. Tal como se explicitó en las últimas reuniones del FOMC, se está llevando a cabo un amplio debate de carácter prudencial con respecto a cómo se avanzará, eventualmente, en la normalización del balance de la institución. Si bien ya se especificó que la reducción en la tenencia de activos se dará en forma gradual y predecible (dejando de reinvertir los flujos recibidos por los activos en cartera), la comunicación de cómo será esta normalización en la práctica ha pasado a tener particular relevancia.

<sup>20</sup> Un ejemplo de esto es la propia crisis financiera de los EEUU con pico en 2008-2009 (tras el ciclo de subas en las tasas de interés de corto plazo de 2004-2006). Otro ejemplo se da en el 2000-2001 tras estallar la burbuja *dot com* en los EEUU, luego del ciclo alcista en las tasas de 1999-2000. En ambos casos esto coincidió con períodos de mermas en los precios de las materias primas.



## II. Contexto Local

### Síntesis

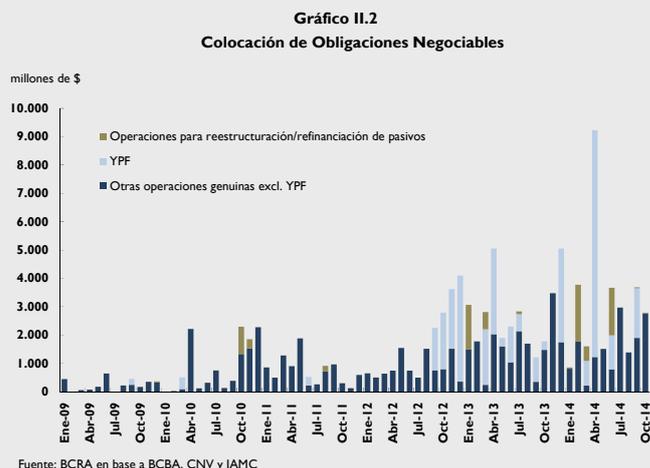
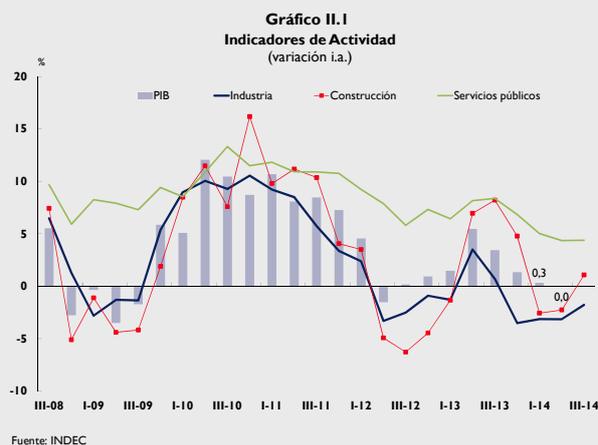
Los indicadores disponibles correspondientes al segundo semestre de 2014 señalan una incipiente mejora de la actividad económica en relación al desempeño de los primeros seis meses del año. Si bien volvió a disminuir la demanda externa, con una fuerte influencia de la baja en las compras desde Brasil y el consumo privado mantuvo un comportamiento similar al del primer tramo del año, la inversión presentó un mayor dinamismo. Por el lado de la oferta, la industria y las actividades relativas a la comercialización siguieron disminuyendo sus niveles de producción en términos interanuales, aunque en general recortaron las caídas en el margen. El resto de los servicios continuaron en alza, impulsados principalmente por las comunicaciones. Por su parte, la construcción revirtió su tendencia decreciente a partir de un mayor impulso de las obras destinadas a vivienda y de las edificaciones petroleras.

Los principales indicadores del mercado de trabajo reflejaron el menor dinamismo de la economía del primer semestre del año. Con información al cierre de dicho período, se observó una disminución interanual de la tasa de empleo y una leve suba de la desocupación, ello en un marco de una menor tasa de participación laboral. Frente a esta situación, a lo largo de 2014 las autoridades intensificaron y promovieron nuevas políticas destinadas a financiar la inversión y el consumo, sostener el nivel y la calidad del empleo y brindar ayuda económica a las familias de menores recursos.

El Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU) estabilizó su ritmo de crecimiento mensual desde mediados de año, luego de la desaceleración evidenciada los meses previos. En esta última dinámica influyeron además de factores estacionales, la política monetaria y cambiaria y los acuerdos de precios, en un marco de débil desempeño de la demanda agregada.

En lo que va del año el BCRA tomó un conjunto de medidas con las que consiguió reducir la volatilidad en el tipo de cambio, y volvió a ser comprador neto en el mercado de moneda extranjera. A partir de febrero se reintrodujo el límite a la posición global neta de moneda extranjera de las entidades en un nivel equivalente a 30% de su capital, y posteriormente se redujo a 20% en septiembre pasado. Esta medida permitió aumentar la oferta de moneda extranjera y así contribuir a quitar presiones al mercado cambiario. Asimismo, en julio el BCRA firmó con el Banco Central de la República Popular de China un nuevo acuerdo de swap de monedas locales, con el objetivo de mejorar las condiciones financieras para promover el desarrollo económico y el comercio entre ambos países. Por otro lado, se implementaron una serie de regulaciones para promover el ahorro en moneda nacional e impulsar el crédito al sector privado, entre las que se destacan el establecimiento de un nivel mínimo para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo en pesos que realicen las personas físicas, y el incremento en el importe de la cobertura de garantía de los depósitos.

Los precios de los títulos públicos y las acciones argentinas en general se fortalecieron desde fines de mayo. Este resultado se dio pese a que se verificaron episodios de aumento en la volatilidad y vaivenes en las cotizaciones por factores externos y propios del país, destacándose en este último caso la evolución del litigio por la deuda argentina en los tribunales de Nueva York y, durante octubre, la corrección a la baja en los tipos de cambio implícitos en operaciones de mercado de capitales. Con respecto al financiamiento a través de instrumentos de mercados de capitales, en los últimos meses se mantuvo una buena dinámica, aunque los montos cayeron en relación con los meses previos.



## II.1 Coyuntura macroeconómica

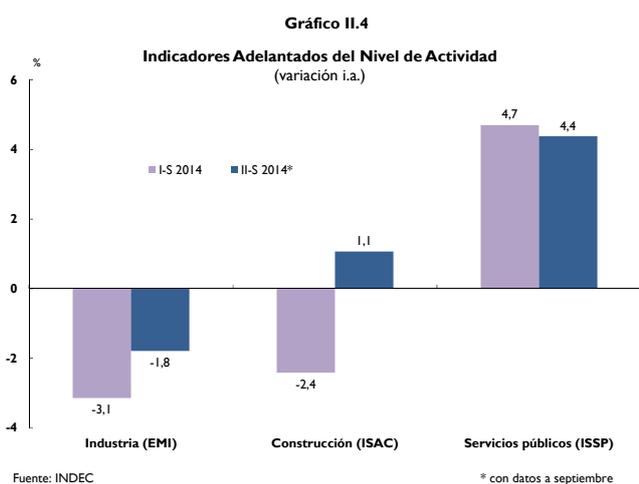
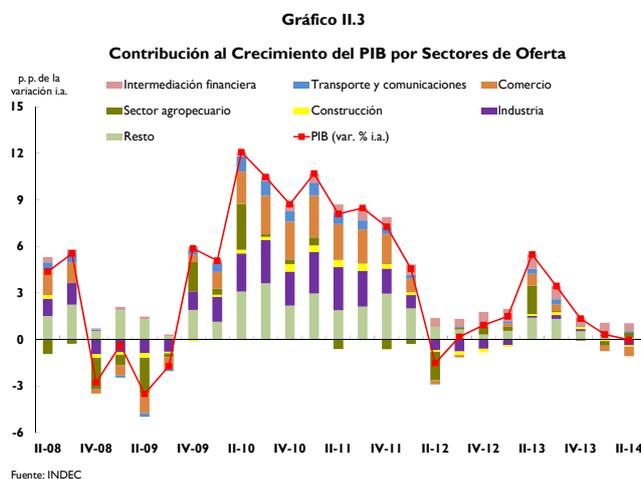
Durante el primer semestre de 2014 la producción de bienes y servicios alcanzó prácticamente el mismo nivel de un año atrás, al registrar el PIB un alza de sólo 0,1% interanual (i.a.). De esta manera, se mantuvo la desaceleración en el crecimiento económico, tendencia iniciada a mediados de 2013. Esta menor expansión estuvo principalmente asociada a las disminuciones de la actividad industrial, de la construcción y del comercio, contrarrestadas por el alza en la provisión de servicios, como es el caso de las comunicaciones (ver Gráfico II.3).

Los indicadores adelantados disponibles muestran algunas señales de recuperación de la actividad económica en lo que va del segundo semestre. Por el lado de la demanda, esta evolución se explicó fundamentalmente por el desempeño del gasto privado en inversión.

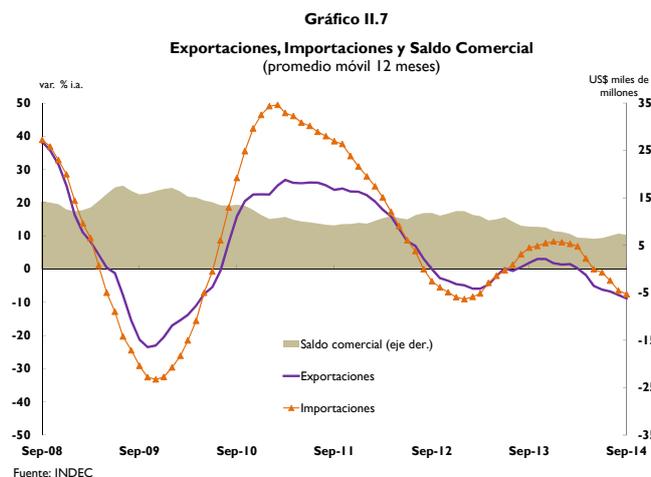
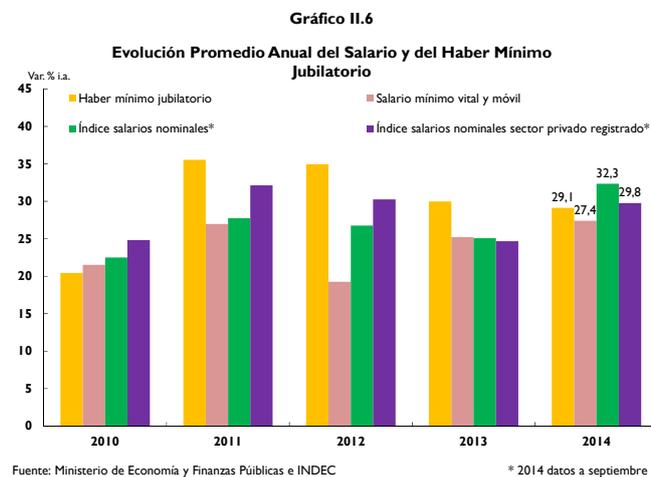
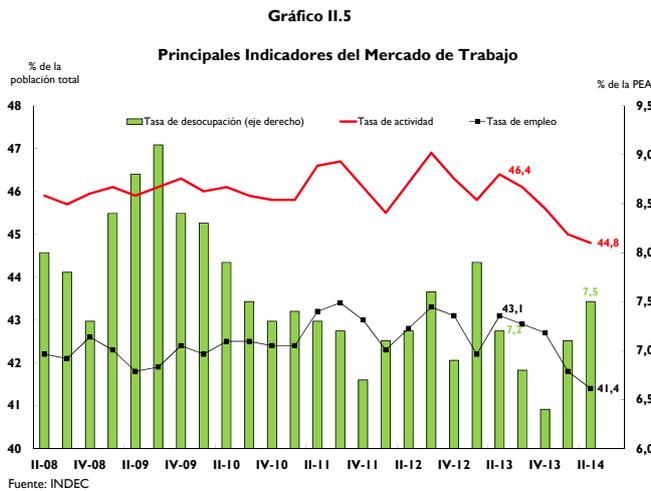
Desde una perspectiva de oferta, la construcción exhibió la mejora marginal más notoria: según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), este sector creció 1,1% i.a. en el inicio del segundo tramo del año (vs. -2,4% i.a. entre enero y junio). La industria, medida por el Estimador Mensual Industrial (EMI), recortó su tasa de disminución interanual desde 3,1% en el primer semestre de 2014 hasta 1,8% entre julio y septiembre (ver Gráficos II.1 y II.4). Por su parte, los servicios siguieron en aumento, elevándose en promedio 4,4% i.a. en lo que va del segundo semestre de 2014.

El frágil desempeño económico a lo largo del primer semestre se reflejó en el mercado laboral, a partir del leve incremento de la desocupación y de la caída de la tasa de empleo y de la tasa de actividad. La tasa de desempleo en los 31 aglomerados urbanos relevados se ubicó en 7,5% de la Población Económicamente Activa, y registró un incremento de 0,3 puntos porcentuales (p.p.) en el segundo trimestre con respecto a un año atrás. La tasa de empleo se redujo en igual período a 41,4% (-1,7 p.p. i.a.), a partir de una disminución en el número de ocupados, mientras que la tasa de actividad cayó 1,6 p.p. i.a. hasta 44,8% (ver Gráfico II.5).

Los ingresos nominales de las familias se mantuvieron en alza impulsados por la entrada en vigencia de los aumentos salariales pautados en las últimas paritarias y por la continuidad de las políticas públicas de transferencias de ingresos a los sectores de menores recursos económicos (ver Gráfico II.6). Respecto de estas últimas se dispuso una suba en las asignaciones familiares por hijo a partir de junio<sup>21</sup> y se incrementaron los haberes previsionales



<sup>21</sup> También se incluyó la actualización a partir de junio y de octubre de las escalas salariales asociadas a las asignaciones familiares.



17,21% a partir de septiembre<sup>22</sup>. También se incrementó el Salario Mínimo, Vital y Móvil.

Ante el impacto de la evolución de la actividad económica en el mercado de trabajo, las autoridades además de dar continuidad a los planes vigentes, intensificaron las políticas destinadas a financiar la inversión y el consumo, sostener el nivel y la calidad del empleo y brindar ayuda económica a las familias más vulnerables. Entre las principales medidas se destacan: 1) la ampliación de las líneas de crédito del BCRA y el establecimiento de tasas de interés máximas para préstamos y mínimas para depósitos de personas físicas; 2) la reglamentación del Fondo para el Desarrollo Económico Argentino (FON.DE.AR.); 3) el lanzamiento de programas de créditos blandos para la compra de vehículos de producción nacional (PRO.CRE.AUTO)<sup>23</sup>; 4) el lanzamiento del plan PRO.EMPLEAR; 5) la implementación del programa “AHORA 12” para la compra de bienes y servicios en 12 cuotas sin interés, con el objetivo de fomentar el consumo y la producción nacional y, 6) la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional.

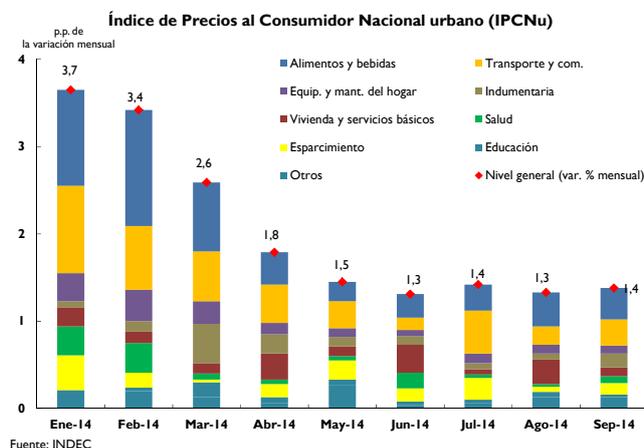
Las exportaciones acumularon una baja de 10,4% i.a. entre julio y septiembre —similar a la caída del primer semestre— principalmente debido a las menores cantidades embarcadas. A diferencia de los primeros meses del año, todos los rubros de exportación registraron una disminución interanual. Nuevamente la retracción de las ventas de manufacturas industriales —que reflejó la baja de los envíos de material de transporte con destino a Brasil— fue la principal razón de la disminución de las ventas externas. Las importaciones, por su parte, volvieron a contraerse, profundizando la tendencia registrada en el primer tramo de 2014. Todos los usos de importación disminuyeron en términos interanuales, a excepción de los bienes de capital. El desempeño conjunto de las exportaciones y de las importaciones determinó un superávit comercial acumulado de US\$5.790 millones en 2014, aproximadamente US\$800 millones por debajo del registro de igual lapso del año previo (ver Gráfico II.7).

En materia de precios, el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU) registró a inicios de año una disminución en la tasa de aumento mensual y más recientemente cierta estabilidad en la tasa de incremento. Varios factores incidieron sobre este comportamiento, entre los que se encuentra la política monetaria y cambiaria y los acuerdos de precios, todo ello en un marco de frágil desempeño de la actividad económica. De esta manera, la

<sup>22</sup> En el marco de la Ley de Movilidad Previsional el alza de septiembre se sumó a la suba en las prestaciones por jubilaciones y pensiones de 11,31% que entró en vigencia a partir de marzo pasado.

<sup>23</sup> Desde su lanzamiento en junio hasta el 23 de septiembre este programa llevaba otorgados préstamos por alrededor de \$1.400 millones, con aproximadamente 14.000 operaciones.

Gráfico II.8

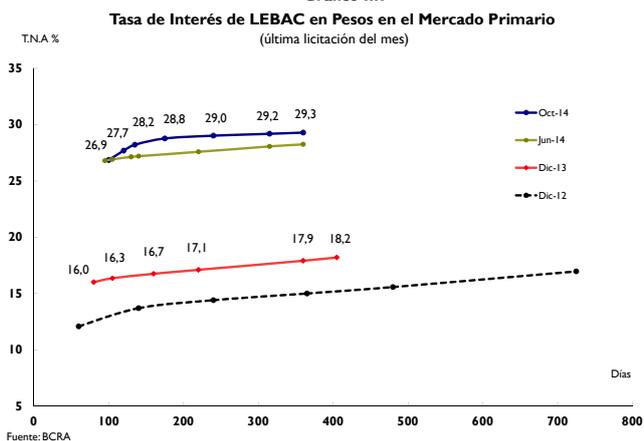


tasa anualizada del promedio móvil de tres meses de la variación mensual se retrajo hasta niveles cercanos a 18% en el tercer trimestre, dinámica en la que también influyeron factores estacionales. En el acumulado de los primeros nueve meses de 2014, el IPCNu arrojó un alza de 19,8%, mayormente debido a la suba de los precios de los alimentos y bebidas y de transporte y comunicaciones (ver Gráfico II.8).

## II.2 Coyuntura monetaria

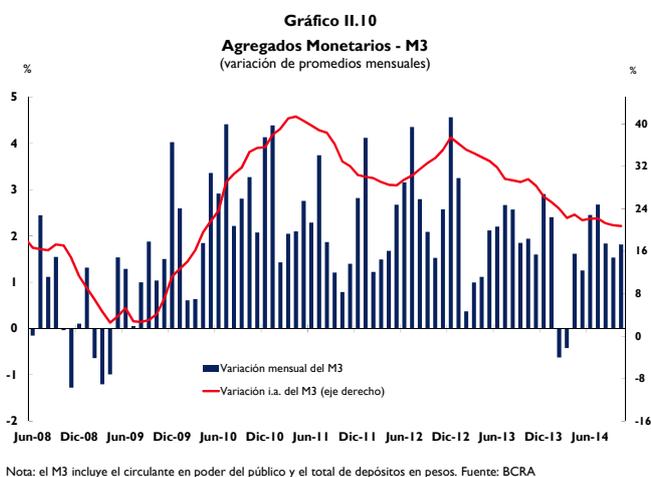
El BCRA ha venido implementando una serie de acciones con el objeto de promover el ahorro en moneda nacional. A principios de 2014 se aumentó las tasas de interés que paga por sus títulos en el mercado primario. De esta manera, en junio las tasas de interés de las LEBAC a plazos de 95 días y 105 días se ubicaron en 26,8% y 26,9%, respectivamente, mientras que la tasa de interés de la especie adjudicada a 360 días de plazo, se situó en 28,3% (ver Gráfico II.9). En lo que va del segundo semestre estas tasas de interés evidenciaron variaciones menores, ubicándose en octubre levemente por encima de los registros de mediados de año.

Gráfico II.9



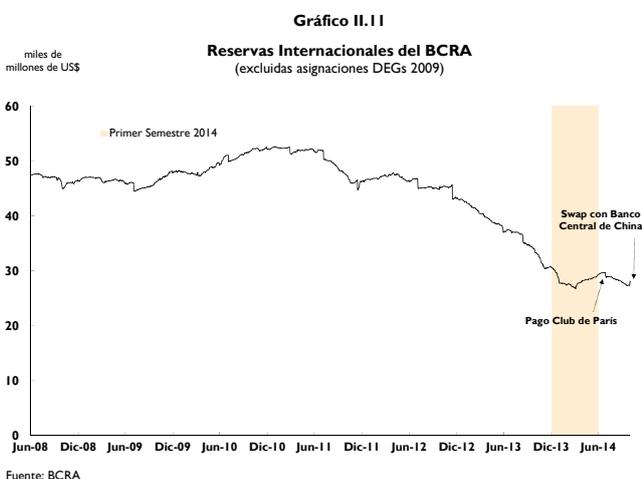
La base monetaria presentó en la primera mitad del año un incremento de 1,2% (\$4.424 millones). La expansión monetaria generada por las compras de divisas del BCRA y por las operaciones del sector público resultó esterilizada, mayoritariamente mediante la colocación de LEBAC y NOBAC (cerca de \$58.500 millones). De esta forma la base monetaria registró una tasa de variación interanual de 17,7% en junio, que resultó la menor desde comienzos de 2010. Durante los meses posteriores, la base monetaria aceleró ligeramente su marcha, acumulando un incremento interanual de 19,8% a fines de octubre.

En la primera parte del año las tasas de interés del mercado monetario reflejaron los movimientos de las tasas de referencia del BCRA y las condiciones de liquidez del mercado, mostrando un marcado incremento inicial para luego estabilizarse y revertirlo parcialmente. Sin embargo, aún permanecen por encima de los niveles de diciembre último. En este marco de mayores rendimientos, los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado crecieron considerablemente durante el primer semestre del año. Si bien este incremento fue generalizado para las imposiciones pertenecientes a distintos segmentos de monto, se destacaron las colocaciones a plazo de menos de \$1 millón que exhibieron el mayor aumento interanual de los últimos años (41,6%). Las correspondientes al estrato mayorista también mostraron gran dinamismo (33,1% i.a.). A partir de julio comenzó a observarse una moderación en el ritmo de crecimiento de las imposiciones a plazo del sector privado.



Para profundizar el estímulo al ahorro en pesos el BCRA estableció a partir de principios de octubre un nivel mínimo para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo que realicen las personas físicas, siempre y cuando el total de depósitos a plazo por persona física en la entidad no supere el importe de la cobertura del seguro de garantía de los depósitos<sup>24</sup>. Así, las tasas de interés mínimas se establecieron como una proporción de la tasa de interés de corte predefinida de la LEBAC de plazo más próximo a los 90 días<sup>25</sup>. 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 \$350.000<sup>26</sup>.

En este marco, la mayoría de los agregados monetarios en pesos moderaron su ritmo de expansión. El agregado en pesos más amplio (M3<sup>27</sup>) presentó en junio una variación interanual de 22,1% (4,2 p.p. menor que la de diciembre) la cual se mantuvo relativamente estable durante los meses siguientes (ver Gráfico II.10).



Cabe considerar que a partir de enero el BCRA permitió que las personas físicas residentes con autorización previa de la AFIP tengan acceso a la formación de activos externos de libre disponibilidad<sup>28</sup>. Además, en febrero de 2014<sup>29</sup> el BCRA reintrodujo el límite a la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGNME) positiva de cada banco. Inicialmente el mismo se fijó en un nivel equivalente a 30% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) de cada entidad financiera<sup>30</sup> y, a partir de septiembre de 2014, este margen se redujo a 20%<sup>31</sup>. También desde febrero se fijó un límite para la posición neta positiva de moneda extranjera a término en 10% de la RPC<sup>32</sup>.

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 11 mil 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 entre ambos países. El BCRA podrá solicitar al Banco Central de China desembolsos por hasta 70 mil millones de yuanes y depositar el equivalente en pesos, con un plazo de reintegro de hasta 12 meses. Así, el 30 de octubre el BCRA decidió activar el primer tramo del *swap*, solicitando un intercambio de monedas locales por un importe equivalente a US\$814 millones.

<sup>24</sup> Ver la Comunicación "A" 5640.

<sup>25</sup> 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.

<sup>26</sup> Ver la Comunicación "A" 5641 y Comunicación "A" 5651.

<sup>27</sup> Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.

<sup>28</sup> Ver la Comunicación "A" 5526.

<sup>29</sup> Comunicación "A" 5536.

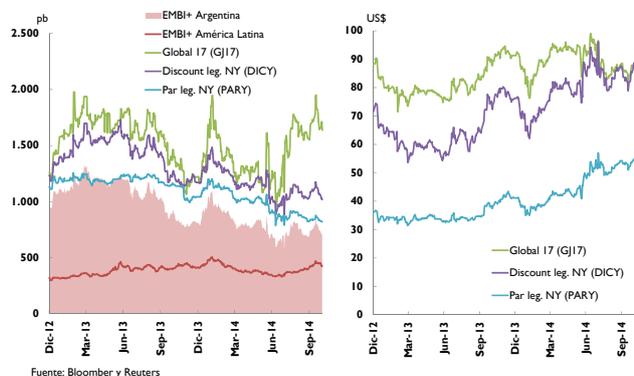
<sup>30</sup> Del mes anterior o los recursos propios líquidos, lo que fuere menor.

<sup>31</sup> Comunicación "A" 5627.

<sup>32</sup> Del mes anterior.

Gráfico II.12

Evolución del Spreads de Riesgo Soberano, Componentes del EMBI+ Argentina y Precios en Mercados del Exterior



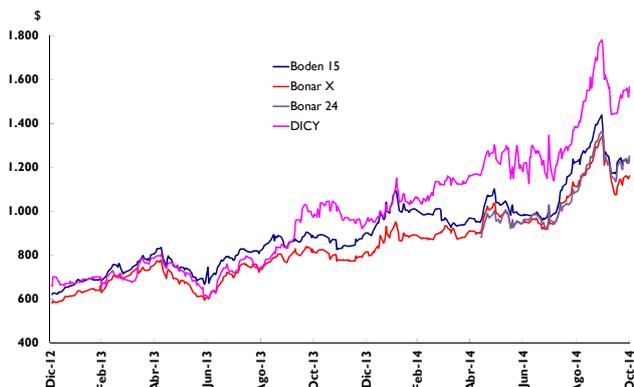
Fuente: Bloomberg y Reuters

A diferencia del *swap* anterior, suscripto en 2009, en esta oportunidad se han mejorado significativamente las condiciones, flexibilizando plazos, reduciendo costos y autorizando usos adicionales. El acuerdo recientemente suscripto tiene como usos principales facilitar las inversiones en la moneda del país proveedor de fondos y fortalecer el nivel de reservas internacionales de la parte que solicite el desembolso. De esta manera, este instrumento permitirá afianzar la relación con la segunda economía del mundo, al tiempo que el BCRA contará con un respaldo adicional para implementar su política financiera, cambiaria y monetaria. Los avances logrados se basan en el proceso de internacionalización del yuan alcanzado en los últimos años. Su volumen de pagos ha desplazado a otras monedas de reserva tradicionales, como el franco suizo. En la actualidad, el yuan puede ser convertido libremente en dólares, euros o cualquier otra moneda en plazas internacionales como Hong Kong, Londres o Singapur. Esta condición ha llevado a que diversos bancos centrales ya hayan decidido invertir una porción de sus reservas en la moneda china.

El nivel de reservas internacionales se estabilizó desde fines de enero y el BCRA volvió a ser comprador neto en el mercado de cambios. En un contexto de mayor liquidación estacional de divisas por parte de los exportadores, las reservas internacionales aumentaron entre febrero y junio y totalizaron a fin de ese mes US\$29.278 millones. A fines de octubre finalizaron en alrededor de US\$28.100 millones principalmente por el efecto del pago de deuda en moneda extranjera (ver Gráfico II.11).

Gráfico II.13

Cotización de Principales Títulos Públicos Denominados en Dólares

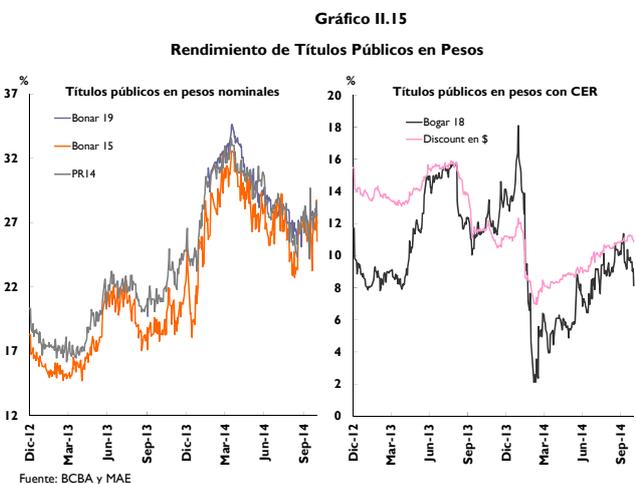
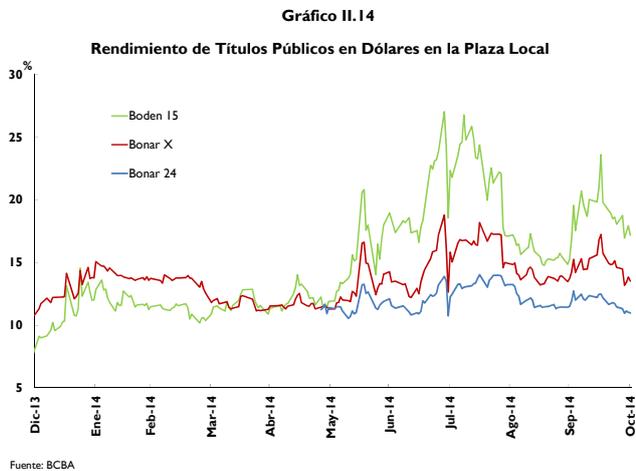


Fuente: BCBA y MAE.

### II.3 Mercado de Capitales

Los activos financieros argentinos tuvieron, desde fines de mayo, un comportamiento mayormente positivo en el mercado local, mientras que en los mercados externos también se evidenció un saldo favorable, aunque con ciertas excepciones. Se destaca que este resultado se verificó a pesar de observarse episodios de volatilidad en alza y parcial deterioro en las cotizaciones para estos instrumentos, recogiendo tanto el efecto de la mayor cautela en los mercados financieros a nivel global, como las novedades relacionadas al litigio por la deuda argentina en los tribunales de Nueva York. A esto se le sumó, en octubre, el efecto de una corrección a la baja en las cotizaciones del tipo de cambio \$/US\$ implícitas en las operaciones de mercados de capitales.

En tal sentido, en junio la Corte Suprema de los Estados Unidos rechazó un pedido de la República Argentina y decidió dejar en firme la sentencia de la Cámara de Apelaciones, confirmando el fallo de primera instancia que ordena la ejecución de la cláusula de *pari passu*, siguiendo



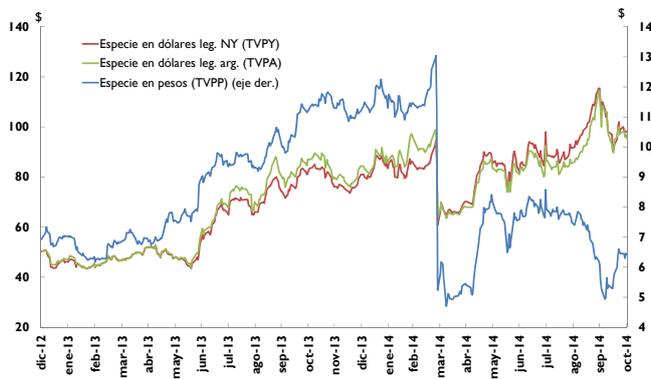
do el criterio del juez Griesa, de manera tal que, con carácter previo o en forma simultánea al pago a acreedores de títulos que surgieron de los canjes de deuda de 2005 y 2010, deberá acreditarse el pago de sus acreencias a los actores. Esto provocó el levantamiento de la suspensión (*stay*) de los efectos de la sentencia del mencionado juez. Sin perjuicio de lo resuelto, a fines de junio la República Argentina efectuó el depósito correspondiente al vencimiento de los intereses de las distintas series del Discount, aunque los fondos no fueron transferidos, en virtud de una orden del juez de la causa. La República Argentina solicitó en forma reiterada la reposición del *stay*, lo cual no fue concedido. Por otro lado, se inició un proceso de conversaciones con el *Special Master* designado, en el cual la República Argentina volvió a ofrecer a los reclamantes el ingreso a un canje con condiciones similares a las de las operaciones efectuadas en 2005 y 2010, propuesta que fue rechazada. Más recientemente, en septiembre se sancionó en Argentina la Ley 26.984 con el objetivo de implementar instrumentos legales que permitan el cobro de los servicios correspondientes a los títulos emitidos en las operaciones de canje de 2005 y 2010 (ver Apartado 2).

Estas novedades llevaron a que en los mercados externos las cotizaciones de los títulos públicos argentinos en dólares mostraran un comportamiento cambiante durante los últimos meses (ver Gráfico II.12), acumulando desde fines de mayo mayoría de mermas para las especies más cortas (muchas de ellas con legislación doméstica) y mejoras en las especies de mayor plazo (la mayoría con legislación internacional). De esta manera, el *spread* del EMBI+ para Argentina se recortó en 130 p.b. desde fines de mayo, mientras que el mismo indicador para América Latina se ampliaba en casi 50 p.b. Según el EMBI+, en lo que va de 2014 la sobretasa de los bonos argentinos se recortó más de 100 p.b.

En el mercado local, los precios de los títulos públicos en dólares mostraron importantes subas desde fines de mayo, reflejando la tendencia alcista observada en el período agosto-septiembre. Estas cotizaciones, expresadas en moneda doméstica para las operaciones de mayor liquidez, acumulan incrementos en un rango de 15-30% desde fines de mayo para especies como el Boden 15, Bonar X, Bonar 24 o Discount con Ley Nueva York<sup>33</sup> (ver Gráfico II.13). Se destaca que, al tratarse se precios en pesos de activos denominados en moneda extranjera, esta evolución estuvo en buena parte explicada por la suba en los tipos de cambio implícitos en operaciones realizadas en pesos con instrumentos de mercado de capitales, con incrementos más marcados en el período agosto-septiembre (y parcial corrección a la baja durante octubre). Por su parte, los rendimientos de los títulos en

<sup>33</sup> En lo que va de 2014 los precios de estas especies (para transacciones en pesos) presentan avances de 50% en promedio.

**Gráfico II.16**  
Cotización de Unidades Vinculadas al PIB

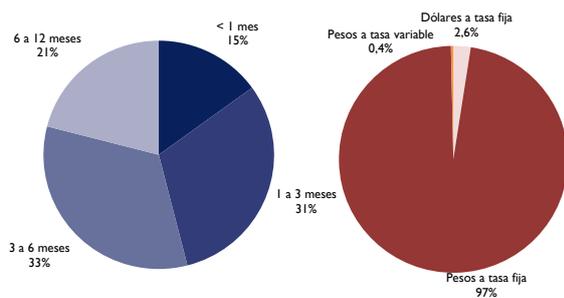


Fuente: BCBA

dólares de mayor liquidez mostraron un comportamiento cambiante en los últimos meses<sup>34</sup> (ver Gráfico II.14), en función de las novedades que se fueron conociendo con respecto al litigio por la deuda en los tribunales de Nueva York.

En los últimos meses, los rendimientos de los títulos públicos denominados en moneda doméstica mostraron cambios mixtos. Entre las series en pesos nominales se evidenciaron, desde fines de mayo, recortes en los rendimientos de 300 p.b. en promedio para las especies más operadas, en un contexto de continua rebaja de la BADLAR Bancos Privados. Por su parte, los retornos de los bonos en pesos con CER se ampliaron, con subas de más de 200 p.b. (ver Gráfico II.15).

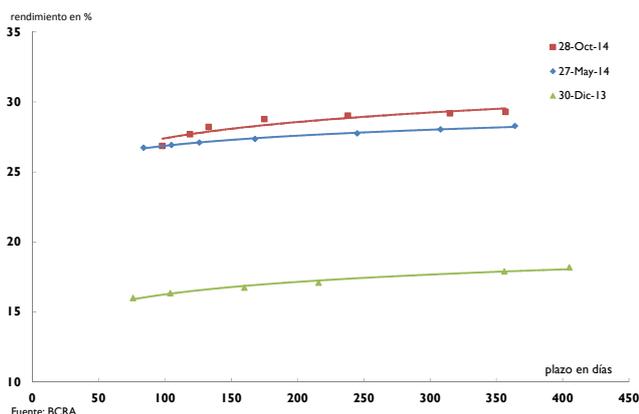
**Gráfico II.17**  
Composición del Saldo de Lebac y Nobacs en Circulación  
Por tipo de plazo y tipo de tasa, en base al saldo en circulación a fin de Oct-14



Fuente: BCRA

Los precios de las unidades vinculadas al PIB tuvieron un comportamiento diferenciado según cual sea su moneda de denominación (ver Gráfico II.16). Así, la versión en pesos acumuló un comportamiento negativo desde fines de mayo, especialmente debido a la performance observada entre mediados de julio y de octubre, mientras que los precios de las especies en dólares (con cotizaciones en pesos) crecieron cerca de 15% en promedio en el período, a partir de las fuertes alzas observadas desde las primeras semanas de agosto hasta fines de septiembre. Este desempeño mixto se observó también para el acumulado de 2014.

**Gráfico II.18**  
Mercado Primario de Lebac



Fuente: BCRA

En lo que respecta a los instrumentos del BCRA, el saldo nominal en circulación de letras y notas siguió creciendo. Así, a fines de octubre se ubicó en \$243.881 millones. Este crecimiento estuvo fundamentalmente vinculado al comportamiento de las letras, que pasaron a representar casi la totalidad del saldo en circulación (la ponderación de las notas continuó reduciéndose hasta explicar menos del 0,5% del saldo, ver Gráfico II.17<sup>35</sup>). En términos de los depósitos totales en pesos, el saldo de estos instrumentos alcanzó un nivel cercano a 30%, todavía por debajo de los máximos alcanzados históricamente<sup>36</sup>. En lo que respecta al segmento en moneda extranjera, el saldo de letras se ubicaba a fines de octubre en US\$713 millones.

El crecimiento del saldo de instrumentos del BCRA en pesos se dio en un contexto en el cual las tasas de interés licitadas se ampliaron hasta niveles levemente superiores a los de finales de mayo, en función de los incrementos que se dieron a fines de agosto<sup>37</sup> (ver Gráfico II.18). El plazo promedio (ponderado por monto) de las licitaciones en pesos fue en octubre cercano a 200 días residuales,

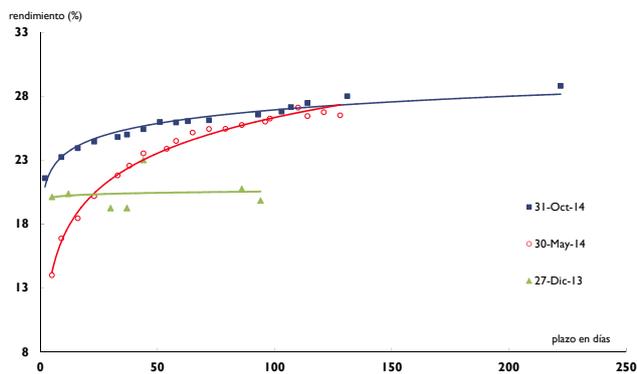
<sup>34</sup> Para el cálculo de rendimientos en dólares se usan precios de operaciones realizadas en moneda extranjera en plazas domésticas (si bien las operaciones de mayor liquidez se llevan a cabo en pesos).

<sup>35</sup> Desde comienzos de junio las licitaciones de notas vienen resultando desiertas.

<sup>36</sup> 36% en julio de 2007.

<sup>37</sup> Las tasas de interés en el segmento en dólares, por su parte, se mantuvieron estables.

**Gráfico II.19**  
**Mercado Secundario de Lebac**

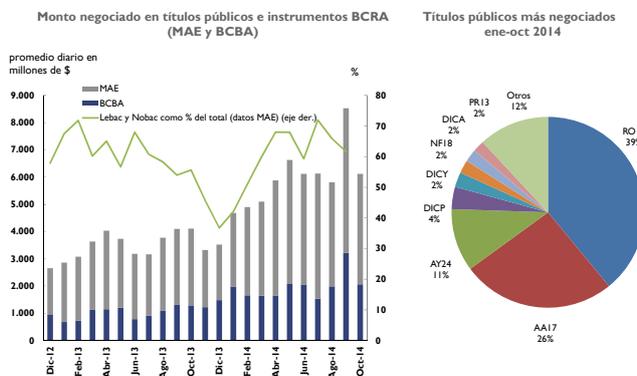


Fuente: BCRA en base a MAE

frente a un promedio de 160 días en mayo y más de 260 días en diciembre de 2013. Así, la duración promedio de la cartera en circulación de instrumentos del BCRA en pesos disminuyó de 125 días a fines de mayo a 117 días a fines de octubre.

Acompañando el comportamiento observado en las licitaciones, en el mercado secundario los rendimientos exigidos para las letras se ampliaron (ver Gráfico II.19). Los incrementos fueron más fuertes para instrumentos de hasta 3 meses de plazo. En el caso de las notas, con pocas transacciones en los mercados secundarios, no se puede realizar una comparación directa entre diferentes momentos del tiempo<sup>38</sup>.

**Gráfico II.20**  
**Montos negociados en instrumentos de renta fija**

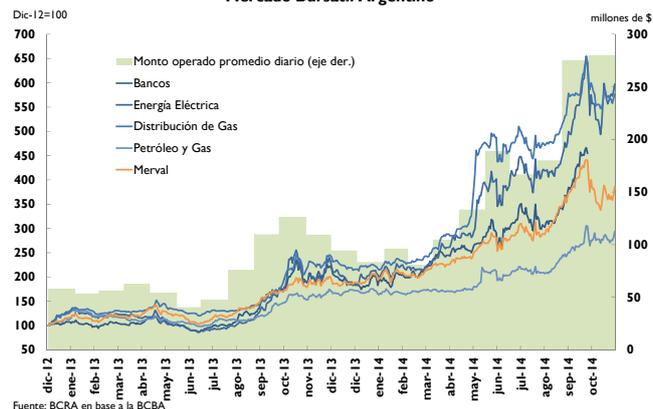


Fuente: MAE y BCBA

El volumen operado en instrumentos de renta fija (letras y notas del BCRA y títulos públicos) en la plaza doméstica promedió \$6.500 millones por día en el período junio-octubre. Se destaca que en septiembre hubo jornadas en las cuales se marcaron máximos, aunque en octubre los volúmenes volvieron a niveles más cercanos al promedio. Esto implicó un aumento de más de 20% en relación al volumen promedio de enero-mayo, y una suba interanual de casi 80% (ver Gráfico II.20). Desagregando por tipo de instrumento, se destaca que en el MAE desde fines de mayo hasta fines de septiembre el aumento fue más marcado para las operaciones con instrumentos del BCRA. Entre los bonos en dólares, el Boden 15, el Bonar X y el Bonar 24 explicaron buena parte de las operaciones entre junio y octubre, con un aumento en la ponderación del agregado de los tres títulos en relación al total en comparación con lo observado en enero-mayo. Asimismo, el volumen transado en bonos en pesos retrocedió en relación a lo observado en los primeros cinco meses del año.

**Gráfico II.21**

**Mercado Bursátil Argentino**



Fuente: BCRA en base a la BCBA

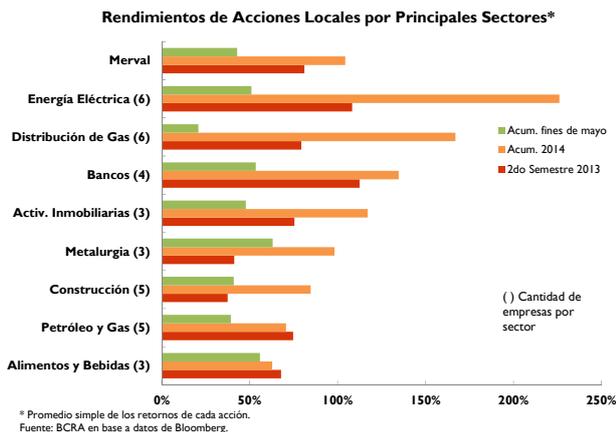
En el mercado secundario de acciones, el índice Merval acentuó la tendencia alcista iniciada a mediados del año pasado, alcanzando en septiembre nuevos máximos históricos en términos nominales, para luego mostrar una parcial corrección a la baja durante octubre<sup>39</sup> (ver Gráfico II.21). Medido en moneda doméstica, desde fines de mayo el índice computó un incremento de 43% (36% si se lo mide en dólares usando el tipo de cambio mayorista<sup>40</sup>). De esta forma, en lo que va del año acumuló una suba de más de 100% (57% en dólares). A nivel sectorial, se destacaron desde fines de mayo los avances de las acciones vinculadas a las actividades de metalurgia, alimentos y bebidas, sector financiero y energía eléctrica, con avances en un rango de 50-65% (ver Gráfico II.22). Las mejoras

<sup>38</sup> En octubre prácticamente no hubo operaciones.

<sup>39</sup> En el mercado primario, por su parte, no hubo operaciones desde fines de mayo. En lo que va del año del año se realizaron dos suscripciones y una oferta pública inicial por un total de \$318 millones, frente a una operación por \$555 millones en todo 2013.

<sup>40</sup> Por su parte, en la bolsa norteamericana los ADRs de acciones argentinas presentaron mayormente subas de precios (en dólares). Desde fines de mayo los ADRs de acciones argentinas de mayor liquidez subieron, en promedio, más de 10%.

Gráfico II.22

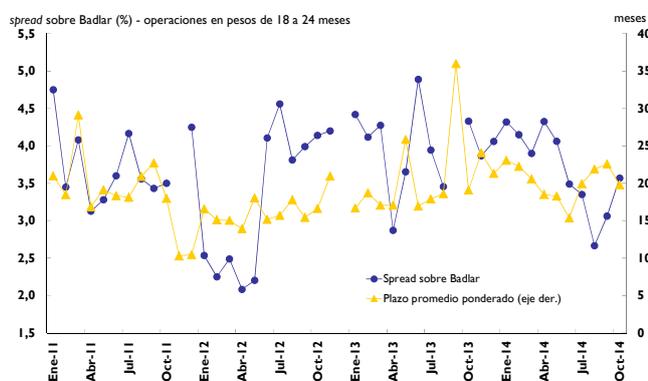


en los precios se dieron con aumentos en los volúmenes negociados: el promedio diario de transacciones en los últimos cinco meses fue de casi \$220 millones, más del doble del registrado en el período enero-mayo.

El monto bruto de financiamiento al sector privado y para obras de infraestructura y viviendas a través de instrumentos del mercado de capitales mantuvo un buen dinamismo desde fines de mayo, aunque se desaceleró en comparación con los primeros meses del año (en los que hubo operaciones puntuales de gran porte). Así, se pasó de un volumen de casi \$30.000 millones en enero-mayo (con fuerte ponderación de una operación de YPF por US\$1.000 millones) a uno de \$27.400 millones en junio-octubre. En este último período los montos computaron una caída de 23% en términos interanuales (en octubre de 2013 hubo una operación de fideicomiso de gran tamaño vinculada a viviendas). Por su parte, en lo que va del año el monto bruto de financiamiento superó los \$57.300 millones, ligeramente por debajo del de igual período de 2013<sup>41</sup>.

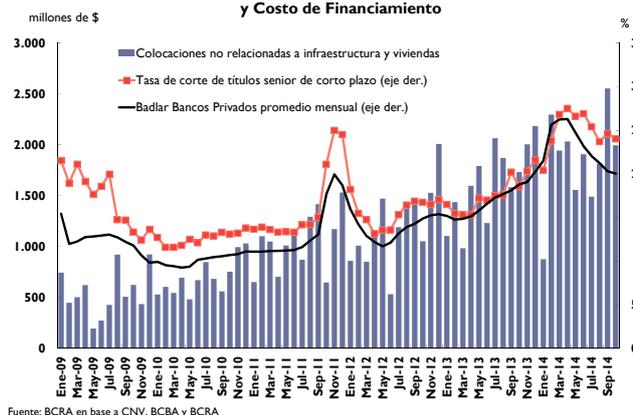
Gráfico II.23

**Sector Financiero - Plazo y Costo de Colocaciones de ON en Pesos**



En el segmento de obligaciones negociables, se colocaron \$14.500 millones entre junio y octubre, de los cuales casi \$3.000 millones correspondieron a colocaciones de YPF y unos \$1.750 millones a reestructuraciones o refinanciamientos de obligaciones de otras compañías (ver Gráfico II.2). Si bien esto representa una merma en relación a los \$17.000 millones de enero-mayo, sin contar las emisiones de YPF y las vinculadas a administración de pasivos<sup>42</sup> se observa una importante suba en el período, pasando de \$5.500 millones a casi \$9.800 millones. En términos interanuales esto también se compara favorablemente con el monto de \$6.700 millones de junio-octubre de 2013 (sin contar las operaciones por más de \$3.000 millones de YPF ni las operaciones de gestión de pasivos por unos \$100 millones).

Gráfico II.24  
**Colocación de Fideicomisos Financieros y Costo de Financiamiento**



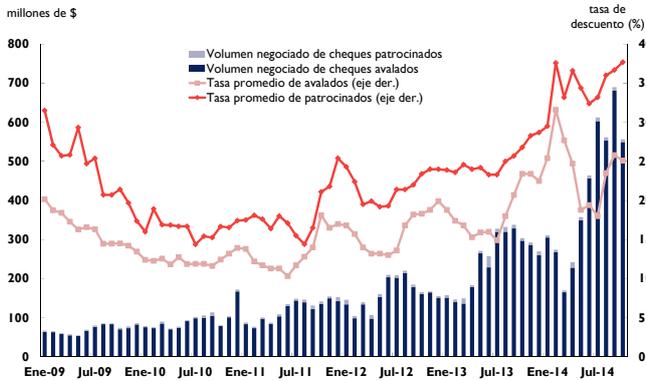
En los últimos cinco meses continuaron predominando las colocaciones de obligaciones negociables en moneda local; hubo sólo siete operaciones de bonos *dollar-linked* en el mercado primario (uno de ellos de YPF) y otras cuatro en dólares (correspondientes a refinanciamientos de intereses y deuda). En línea con lo que se venía observando, las colocaciones de empresas petroleras (fundamentalmente YPF) y del sector financiero siguieron explicando la mayor parte de los montos obtenidos en los mercados (dos tercios del volumen emitido en el período). En términos de las operaciones de empresas del sector financiero<sup>43</sup>, se verificó una tendencia a la extensión en los plazos de colocación para las transacciones en pesos hasta septiembre

<sup>41</sup> Sin contar emisiones de infraestructura, en los primeros diez meses de 2014 el monto de financiamiento fue de casi \$54.700 millones contra \$42.300 millones de igual período del año pasado.

<sup>42</sup> En enero-mayo \$8.900 millones fueron por colocaciones de YPF y \$2.500 millones por operaciones de administración de pasivos.

<sup>43</sup> Incluyendo bancos y EFNB, además de grupos financieros, sistemas cerrados de tarjetas y otros.

**Gráfico II.25**  
**Negociación de Cheques de Pago Diferido**



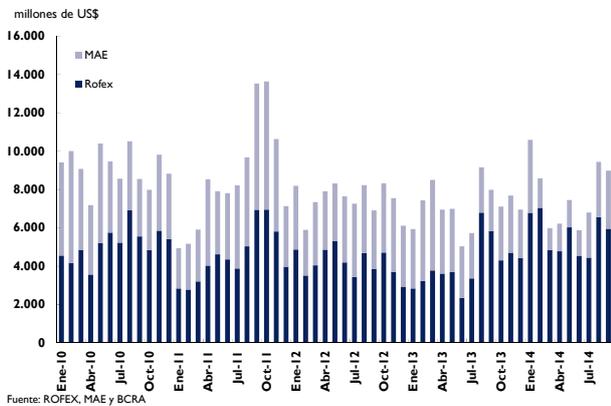
Fuente: IAMC

(las de mayor relevancia), junto con una caída en los costos de las financiaciones hasta agosto, a partir de la baja de la BADLAR Bancos Privados (ver Gráfico II.23).

En el período junio-octubre la colocación de fideicomisos financieros no vinculados a infraestructura y viviendas<sup>44</sup> implicó un monto cercano a \$10.000 millones, por encima de los \$8.700 millones de los cinco meses previos. Esto implica, por su parte, un incremento contra igual período de 2013, cuando se habían colocado unos \$8.500 millones (sin considerar infraestructura y viviendas). La tasa de corte de los valores de mayor calidad crediticia tendió a contraerse en los últimos meses (ver Gráfico II.24), acompañando a la BADLAR Banco Privados.

En relación a los cheques de pago diferido, se verificó un fuerte incremento en sus operaciones en la bolsa. Entre junio y octubre se negociaron casi \$2.900 millones, incluyendo meses con récord de volumen, contra \$1.350 millones en los cinco meses anteriores y casi \$1.600 millones en junio-octubre de 2013 (ver Gráfico II.25). El plazo promedio de las colocaciones avaladas creció con fuerza en el período, alcanzando un máximo de más de 7 meses en promedio entre junio y octubre. Con respecto al costo de financiamiento, las tasas de descuento para el segmento avalado experimentaron un incremento, pasando de 18,8% en promedio en mayo a casi 25% en promedio en octubre.

**Gráfico II.26**  
**Negociación de Futuros de Dólar**



Fuente: ROFEX, MAE y BCRA

El monto negociado en derivados de tipo de cambio aumentó en junio-septiembre en relación a los cuatro meses previos, en un contexto de comportamiento relativamente estable del tipo de cambio mayorista. El mayor volumen se verificó especialmente en los últimos dos meses (ver Gráfico II.26). Por su parte, las tasas implícitas en las operaciones de contratos de futuros de dólar con vencimiento más próximo no mostraron mayores cambios durante buena parte del período; si bien hubo episodios de mayor volatilidad, no llegaron a alcanzarse los valores de enero. Por último, en lo que se refiere a los futuros de BADLAR, no se realizan operaciones desde octubre del año pasado.

<sup>44</sup> En el período no hubo operaciones vinculadas a financiamiento de infraestructura y vivienda.

## *Apartado 2 / Ley de Pago Soberano*

**En septiembre se promulgó la Ley 26.984, que busca establecer mecanismos para resolver los problemas generados por la obstrucción —a raíz de órdenes judiciales dispuestas en el marco del litigio por la deuda del país en los tribunales de Nueva York— de los fondos depositados por la República Argentina para que tenedores de bonos emitidos en los canjes de 2005 y 2010 (títulos reestructurados) cobren sus acreencias. Así, entre otras cosas, la ley autorizó la adopción de medidas para disponer un nuevo agente fiduciario para permitir el cobro de los servicios de los títulos reestructurados. Por otra parte, abrió la posibilidad de que se realicen nuevos canjes, ya sea para aquellos tenedores de bonos no regidos por la ley argentina que soliciten un cambio en la legislación y jurisdicción aplicables, o para los poseedores de acreencias no presentadas a los canjes ya efectuados (en condiciones similares a la reestructuración de 2010)**

En respuesta a la obstrucción de los mecanismos de cobro de los fondos pagados por la República Argentina a fines de junio de 2014 (vinculados a los servicios de los bonos Discount), dispuesta por órdenes judiciales en los tribunales de Nueva York, el Congreso de la Nación sancionó en septiembre la Ley 26.984 de Pago Soberano y Reestructuración de Deuda. La ley declara de interés público los canjes de deuda llevados a cabo en 2005 y 2006 y busca implementar instrumentos legales que permitan el cobro de los servicios correspondientes para la totalidad de los instrumentos emitidos en dichas reestructuraciones. De esta manera, se apunta a realizar los pagos en condiciones justas, equitativas, legales y sustentables al cien por ciento de los tenedores de títulos públicos del país.

Con este objetivo, la Ley 26.984 autorizó la adopción de las medidas necesarias para remover al Bank of New York Mellon como agente fiduciario del convenio de fideicomiso vinculado a la distribución de fondos para el cobro de los títulos reestructurados. En su remplazo se designó a Nación Fideicomisos<sup>45</sup>; al vencimiento de cada servicio de los instrumentos de los canjes realizados, los pagos se depositarán en cuentas especiales de Nación Fideicomisos en el BCRA. Estos fondos se mantendrán en fiducia para aplicarlos al pago de los instrumentos, que será distribuido a través de las nuevas entidades que a tales fines se designen (la nueva Ley establece que las

<sup>45</sup> Esto sin perjuicio del derecho de los tenedores de bonos del canje de 2005 y 2010 de designar a un nuevo agente fiduciario que garantice el canal de cobro de los servicios correspondientes a los bonos.

divisas depositadas son de libre disponibilidad para los tenedores). De hecho, a fines de septiembre la República Argentina depositó en estas cuentas especiales los montos correspondientes a los intereses de los títulos Par sujetos a legislación de Nueva York y de Inglaterra y Gales.

Por otra parte, en caso que los tenedores optasen por solicitar un cambio en la legislación y jurisdicción aplicable a los títulos no regidos por la ley argentina, la Ley 26.984 autorizó a implementar un canje que implique la entrega de nuevos instrumentos en términos y condiciones financieras idénticas, y por igual valor nominal, a los de los títulos presentados, pero regidos por legislación y jurisdicción local o de Francia<sup>46</sup>.

Finalmente, en términos de la situación de los tenedores de instrumentos que no ingresaron a las reestructuraciones de deuda realizadas, se autorizó la concreción de una nueva operación de canje, en línea con lo establecido en la Ley 26.886 de septiembre de 2013. Esta última Ley determina que los términos y condiciones financieros que se ofrezcan no podrán ser mejores que los ofrecidos a los acreedores en la reestructuración de 2010 (Decreto N° 563/10)<sup>47</sup>. Por su parte, para demostrar la voluntad y capacidad de pago en condiciones equitativas para todos sus acreedores, se creó una cuenta especial de Nación Fideicomisos en el BCRA, en la cual se irán depositando, en las fechas de vencimiento, los fondos equivalentes a los que correspondería pagar por los servicios de los nuevos instrumentos que en el futuro se emitan en reemplazo de aquellos que aún no ingresaron a los canjes<sup>48</sup>.

Por último, la nueva Ley creó, en el ámbito del Congreso de la Nación, una comisión bicameral permanente dedicada a la investigación del origen, la evolución y el estado actual de la deuda externa argentina y al seguimiento de la gestión y los pagos que se realicen.

<sup>46</sup> La ley explicita que, en caso de prorrogarse la jurisdicción a favor de tribunales franceses, la República Argentina no renuncia a inmunidad alguna respecto de sentencias que deriven de las cláusulas de prorrogación.

<sup>47</sup> La ley prohíbe ofrecer a los tenedores de deuda pública que hubieran iniciado acciones judiciales un trato más favorable que a aquellos que no lo hubieran hecho.

<sup>48</sup> Los fondos depositados serán entregados a los tenedores de deuda aun no presentada que participen en un futuro canje, junto con los nuevos títulos públicos, al momento de su colocación.

### III. Situación de Deudores

#### Síntesis

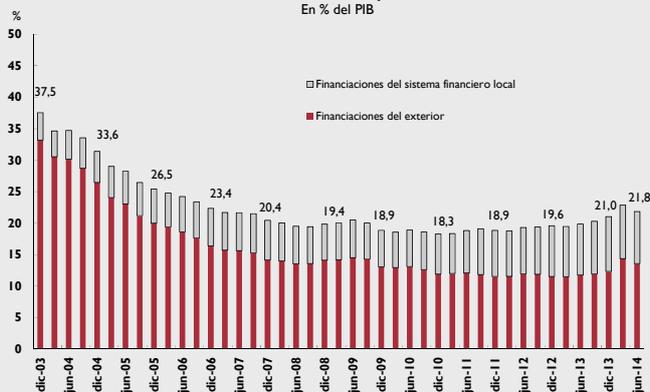
Las empresas, principales deudores del sistema financiero local, evidenciaron un menor dinamismo en sus niveles de actividad en lo que va de 2014. Esta evolución se dio en paralelo a un incremento marginal del endeudamiento agregado, que alcanzó a representar 21,8% del producto a mediados de año. Esto se debió principalmente al componente de recursos externos, influenciados por la evolución del tipo de cambio peso-dólar en el período. Por su parte, el peso del financiamiento proveniente del sistema financiero local cayó levemente, representando a mediados de 2014 casi 38% del total.

Los niveles de endeudamiento del sector corporativo siguen siendo bajos, ayudando a mantener la capacidad financiera de las firmas a pesar del escenario de reducido crecimiento en sus niveles de actividad. En esto también contribuyen las políticas públicas de estímulo impulsadas por el Gobierno, que permiten a las empresas obtener financiamiento en condiciones favorables a través de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva, al tiempo de ayudar a sostener la demanda de sus productos ya que incentivan el consumo de las familias (como por ejemplo mediante el Programa “Ahora 12”) y la adquisición de bienes durables (PRO.CRE.AUTO, entre otras iniciativas).

El nivel de endeudamiento agregado de los hogares en términos de la masa salarial se redujo en lo que va de 2014, evolución principalmente explicada por la desaceleración del crédito a este sector y el sostenido incremento de sus ingresos nominales. De esta forma, el apalancamiento de los hogares se ubicó en 21% de la masa salarial —neta de aportes y contribuciones— en agosto, con una caída de 3,7% en lo que va del año. Cabe considerar que la carga financiera de las familias se mantiene en niveles moderados (ver Apartado 3), situación que, combinada con el bajo endeudamiento, contribuye a sostener su capacidad de pago. Más aún, este escenario de bajo endeudamiento y carga de los servicios permitiría prever una recomposición del consumo de los hogares en el mediano plazo.

El sector público permanece como un deudor de baja envergadura en los balances bancarios y al considerar sus depósitos en el agregado del sistema financiero se constituye como un acreedor neto de las entidades. Considerando la trayectoria de los ingresos y gastos del SPNF, los resultados primario y financiero en los últimos doce meses acumulados a agosto representaron aproximadamente -0,6% y -2,2% del PIB, respectivamente.

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

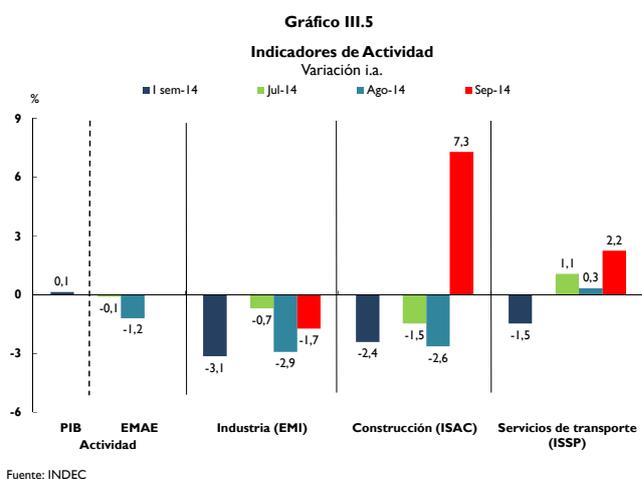
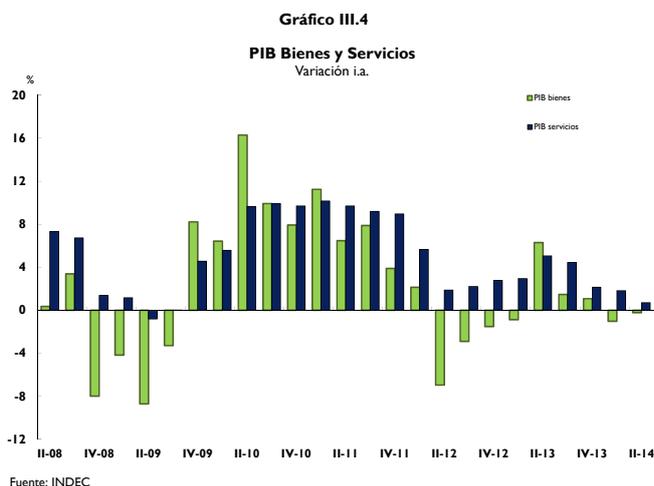
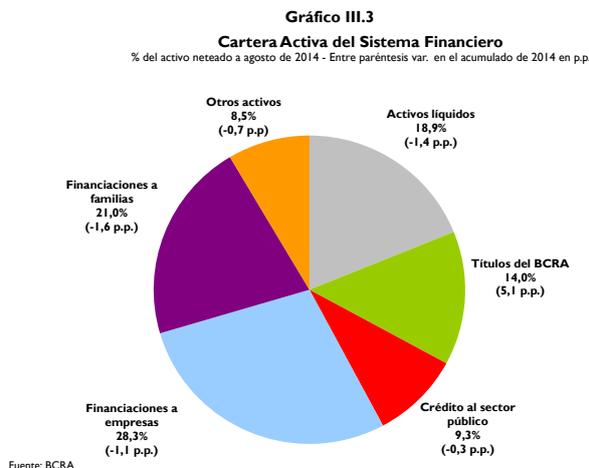


Nota: Los datos están sujetos a posteriores rectificaciones  
Fuente: BCRA e INDEC

**Gráfico III.2**  
Deuda de las Familias  
En términos de la masa salarial anual neta de aportes y contribuciones



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. \*Masa salarial anual: promedio de 4 trimestres.  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA, INDEC y CNV.



### III.1 Deudores del sistema financiero

En lo que va de 2014 se redujo la ponderación relativa del crédito a las empresas y a las familias en los activos bancarios, aunque siguen siendo los principales deudores del sistema financiero (ver Gráfico III.3). Esto se dio junto con una gradual desaceleración en el crecimiento del crédito al sector privado (ver Capítulo IV), desempeño en parte asociado a un escenario macroeconómico de menor dinamismo. Así, las financiamientos a las empresas alcanzaron poco más de 28% de los activos bancarios en agosto pasado (con una caída de 1,1 p.p. en el acumulado de 2014), nivel que se ubica en 21% para los hogares (-1,6 p.p. en igual período).

Por su parte, se evidenció un sostenido crecimiento de la ponderación de los activos de mayor liquidez en el total, en particular de los títulos del BCRA en cartera de las entidades.

### III.2 Empresas

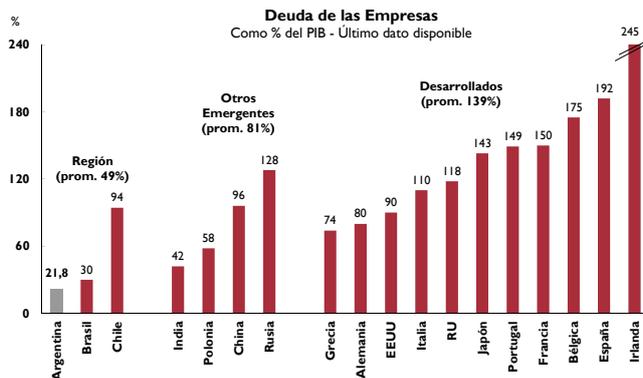
Durante el primer semestre de 2014 el nivel de actividad fue similar al registrado en el mismo período de 2013, observándose una reducción interanual (i.a.) de 0,6% en la producción de bienes que fue contrarrestada por un crecimiento de 1,2% i.a. en la provisión de servicios (ver Gráfico III.4).

Los indicadores adelantados de oferta señalan cierta reversión de esa tendencia en lo que va del segundo semestre del año. En lo referente a la actividad industrial, que explica casi el 60% del PIB de bienes, el estimador mensual del sector (EMI) indicó que la producción de algunas ramas mejoró en el margen, mientras que la actividad de la construcción se ubicó por encima de sus niveles de un año atrás. Dentro del sector agropecuario, la producción agrícola estuvo favorecida en los meses más recientes por la siembra del trigo y la cosecha de maíz —esto último debido al retraso en las tareas de recolección en relación a otros años—, al tiempo que el sector ganadero y de la producción de lácteos habrían disminuido sus niveles de actividad respecto de un año atrás. La provisión de servicios continuó en alza a pesar que las actividades comerciales y de transporte mantuvieron un débil desempeño (ver Gráfico III.5).

El nivel de apalancamiento del sector corporativo se ubicó en torno a 21,8% del producto a mediados de 2014, indicador que si bien presenta un moderado incremento de 0,8 p.p. en el semestre (ver Gráfico III.1), se mantiene en valores acotados en términos internacionales (ver Gráfico III.6). En el margen se observa una pequeña caída en el nivel de endeudamiento con el sis-

tema financiero local, movimiento que fue más que compensando por la mayor valuación del endeudamiento externo como resultado de la evolución del tipo de cambio peso-dólar en el período; de hecho, al analizar los datos en moneda de origen, el endeudamiento externo no habría presentado cambios de magnitud en el primer semestre de 2014.

Gráfico III.6

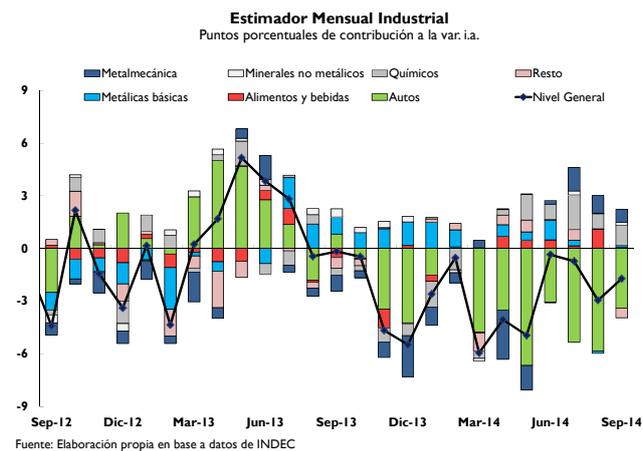


Nota: Datos de India, Brasil, China corresponde a 2008; Polonia a 2009; Rusia a 2010, Argentina a junio 2014 y los restantes países a 2011. Fuente: FMI GFSR y FSI (Financial Soundness Indicators); McKinsey Global Institute (año 2008); Reportes de Estabilidad Financiera y BCRA

Aproximadamente 62,2% de la deuda agregada estimada del sector corporativo se encuentra originada en financiamiento comercial y financiero proveniente de fuentes externas al país. En particular, se estima que 62% de estas fuentes de recursos estarían conformadas por deuda de tipo comercial (participación que es relativamente más importante en las empresas industriales y de servicios), siendo aproximadamente el 40% de la misma vinculada a empresas del mismo grupo. Por su parte, en el 38% restante, conformado por deuda financiera —con mayor participación relativa en los sectores primarios, especialmente aquellos vinculados al petróleo y la minería—, casi 57% está vinculado a operaciones realizadas con el mismo grupo.

Entre los recursos financieros obtenidos en el agregado de bancos locales siguen presentando una mayor ponderación los tomados por firmas del sector industrial (casi 41% del total) y de los servicios (20%), si bien ganan gradualmente participación en el margen el comercio y la construcción. Cabe considerar que se está observando un mayor rol de las MiPyMES en este financiamiento, en gran parte de la mano de las políticas públicas impulsadas por el BCRA (ver Capítulo IV).

Gráfico III.7



La desaceleración observada en la actividad de varios de los sectores productivos en los últimos meses podría generar desafíos en términos de posición financiera. El mayor peso relativo del endeudamiento externo resultante del incremento del tipo de cambio de principios de año también podría influir en igual sentido sobre la situación de algunos casos puntuales, si bien esto se compensaría con cierta mayor competitividad a nivel internacional. Las políticas públicas instrumentadas para morigerar este escenario contribuyen tanto a reducir la carga financiera de las empresas, especialmente mediante la profundización de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva que brinda créditos con destino productivo en condiciones ventajosas, así como a estimular la demanda de las familias de productos locales (ver Capítulo II y IV).

## Sectores productivos

### Industria

La actividad en la industria manufacturera se contrajo 3,1% i.a. en la primera mitad del año, especialmente afectada por la caída de la producción automotriz y los sectores conexos (caucho y plástico, entre otras). Los datos correspondientes al tercer trimestre dieron cuenta de un recorte de las tasas de caída que venía mostrando el sector, derivado básicamente del repunte de ciertas ramas de la industria metalmecánica y de los productos químicos y alimenticios (ver Gráfico III.7). Dicho comportamiento permitió contrarrestar parcialmente el deterioro exhibido por el complejo automotriz, recortando la tasa de disminución del EMI hasta -1,8% i.a. entre julio y septiembre.

El nivel de utilización de la capacidad instalada (UCI) del conjunto de la industria se redujo 2% i.a. en lo que va del año, en tanto que su nivel de ocupación formal retrocedió 1% i.a. durante el primer semestre.

Este escenario de menor actividad manufacturera se combinó con un mayor nivel de endeudamiento sectorial en el período hasta casi 80% del producto (ver Gráfico III.8.). Este último movimiento se encontró principalmente explicado por el componente de recursos externos (totaliza a mediados de año aproximadamente 52% del producto), en línea con la evolución del tipo de cambio peso-dólar en el primer semestre. Aproximadamente 85% del apalancamiento externo del sector industrial está explicado por líneas asociadas a la actividad comercial —vinculadas a la importación y exportación—, mientras que sólo el remanente corresponde a préstamos financieros o títulos de deuda, entre otros instrumentos.

### Sector agropecuario

La actividad agropecuaria se expandió levemente durante el primer semestre de 2014 (+0,2% i.a.). Si bien la producción agrícola correspondiente al ciclo 2013/14 creció cerca del 5% en relación a la campaña anterior hasta obtenerse un récord de 111 millones de toneladas de granos, la actividad del sector pecuario se ubicó por debajo de los niveles observados en igual período de 2013.

Respecto de la cosecha de granos, el impulso provino básicamente de la soja cuya producción sumó 53,4 millones de toneladas en el ciclo 2013/14 (+8,3%). El mayor dinamismo de la actividad agrícola respondió además a la recuperación de la cosecha de trigo respecto al ciclo previo (ver Tabla III.1). La faena bovina se redujo

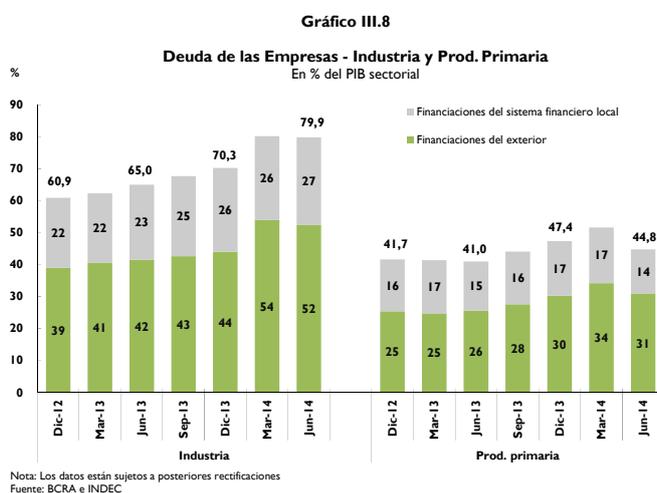


Tabla III.1

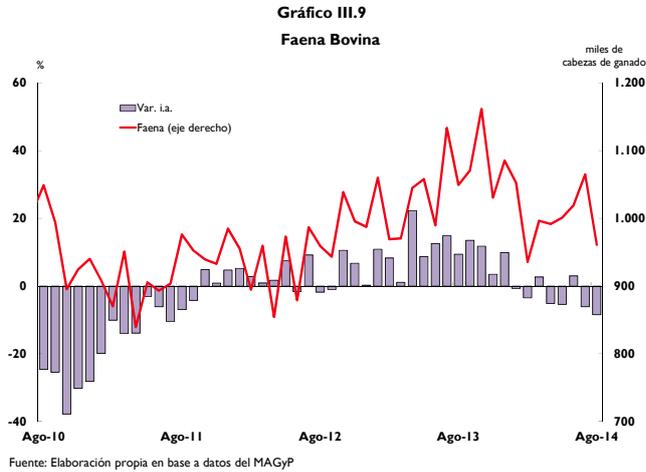
#### Producción Agrícola Principales Cultivos

	2012/13 miles tns	2013/14 miles tns (e)	Var % 2013/14 vs. 2012/13	Dif. en miles de tns 2013/14
<b>Cereales</b>	<b>51.191</b>	<b>52.648</b>	<b>2,8</b>	<b>1.457</b>
Maíz	32.119	33.000	2,7	881
Trigo	8.025	9.200	14,6	1.175
Otros	11.047	10.448	-5,4	-599
<b>Oleaginosas</b>	<b>53.632</b>	<b>56.695</b>	<b>5,7</b>	<b>3.064</b>
Soja	49.306	53.400	8,3	4.094
Otros	4.325	3.295	-23,8	-1.030
<b>Resto</b>	<b>639</b>	<b>1.610</b>	<b>151,9</b>	<b>971</b>
<b>Total</b>	<b>105.462</b>	<b>110.953</b>	<b>5,2</b>	<b>5.491</b>

e: Estimado

Fuente: MAGyP

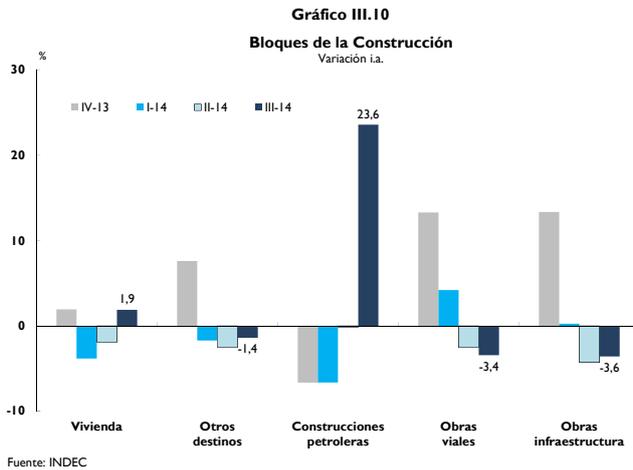
en torno al 3% i.a. entre enero y agosto, tras crecer aproximadamente 10% i.a. en 2013. La faena de aves también registró disminuciones en ese lapso, en tanto que se acentuó la merma en la producción de leche.



El nivel de endeudamiento estimado de las firmas vinculadas a la producción primaria se redujo en el primer semestre del año, alcanzando un nivel de 44,8% (ver Gráfico III.8.). Esta reducción estuvo principalmente originada en la menor utilización observada en el financiamiento proveniente del sistema financiero local, movimiento que fue sólo en parte compensado con un mayor componente de recursos externos. Estos últimos representan más de 69% del total, siendo la mayor parte originado en los sectores de petróleo y minería y conformado por deuda financiera.

Cabe señalar que en lo que va del segundo semestre del año, la actividad agrícola se vio favorecida por las tareas de cosecha tardía del maíz y por la siembra del trigo correspondiente a la campaña 2014/15, en este último caso con muy buenas condiciones iniciales de humedad en los suelos, necesidad de rotación de los cultivos y el positivo diferencial de precios previsto respecto de otras alternativas<sup>49</sup>. En cuanto a la actividad pecuaria, los datos parciales conocidos permiten prever una nueva baja en la producción (ver Gráfico III.9).

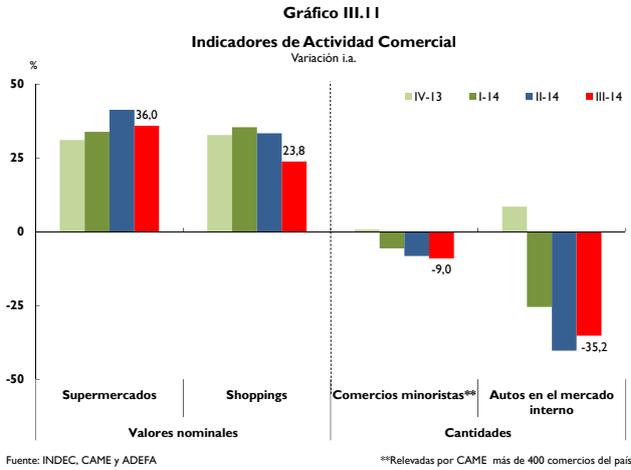
### Construcción



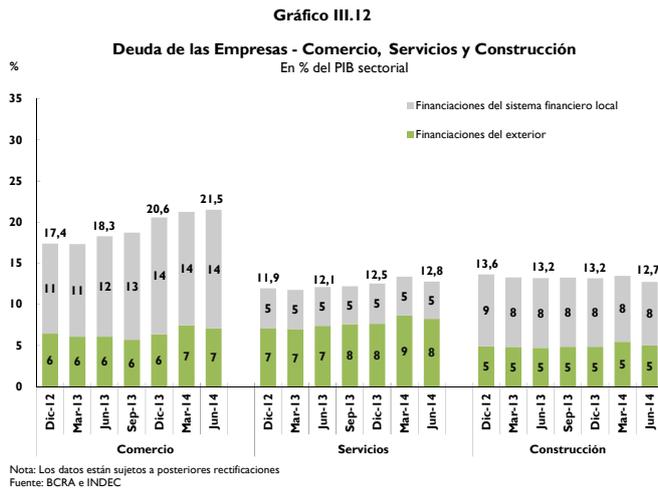
En la primera mitad del año la construcción perdió dinamismo y mostró tasas de variación negativas respecto de igual período del año anterior. La retracción fue generalizada a los distintos tipos de obra, tanto las desarrolladas por operadores del sector público como del ámbito privado, destacándose por su incidencia el descenso de aquellas destinadas a vivienda. No obstante, en los meses más recientes se observó un notorio avance de las obras destinadas a vivienda conjuntamente con un fuerte repunte de las construcciones petroleras que permitieron al sector contabilizar una tasa de crecimiento de 1,1% i.a. en el tercer trimestre del año (ver Gráfico III.10). El nivel de endeudamiento de las firmas del sector se redujo gradualmente en el margen, hasta aproximadamente 12,7% del producto (ver Gráfico III.11.). De esta manera la construcción sigue ubicándose entre los sectores productivos que presentan un menor apalancamiento relativo, con una moderada participación de recursos del exterior del país.

<sup>49</sup> Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MAGyP).

## Sector comercial

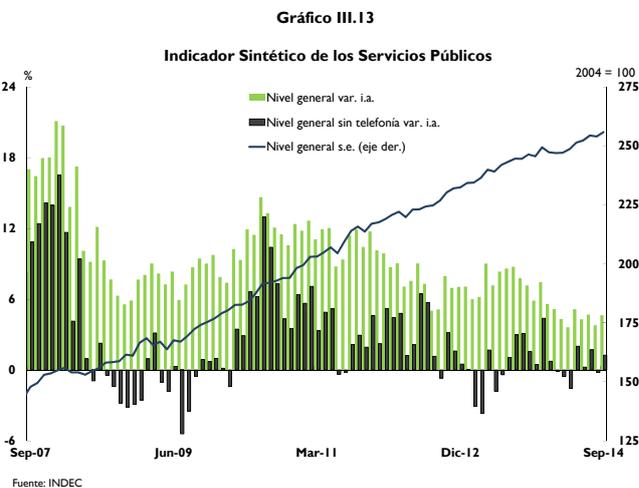


En el primer semestre la actividad comercial se redujo en relación a un año atrás, en línea con el desempeño de la producción de bienes. El deterioro se extendió también al tercer trimestre del año, aunque las mermas se atenuaron en ciertos rubros. De acuerdo a indicadores parciales, durante los últimos tres meses se observó un recorte de las tasas de caída en las cantidades vendidas de bienes durables, incluyendo vehículos automotores y electrodomésticos. Paralelamente, el ritmo de suba de la facturación en los principales centros de compra disminuyó en una cuantía superior a los 10 p.p. con respecto al primer semestre. En relación a la comercialización de productos masivos, la cantidad de alimentos despachados por comercios pequeños y medianos retrocedió cerca del 4% i.a. en el tercer trimestre (vs. -2,8% verificado en el primera mitad del año) en tanto que se moderaron levemente los montos vendidos por las grandes cadenas de supermercados (ver Gráfico III.11). Las empresas comerciales alcanzaron un nivel de endeudamiento de aproximadamente 21,5% del producto a mediados de 2014 (ver Gráfico III.12), presentando un incremento de casi 1 p.p. en el primer semestre del año. Este movimiento estuvo principalmente impulsado por el componente de financiamiento externo (totaliza un tercio del saldo total).



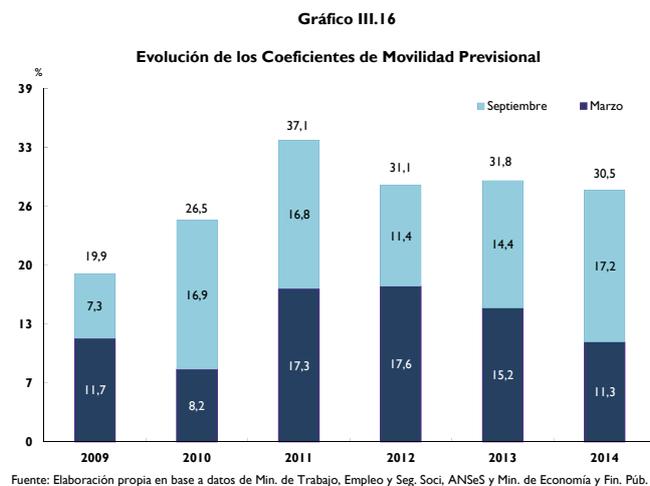
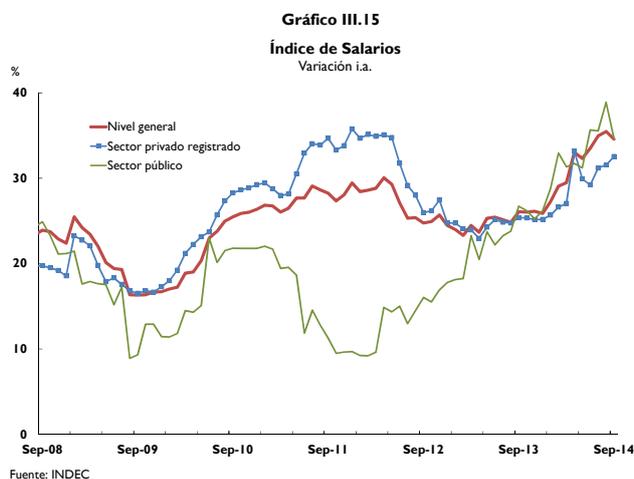
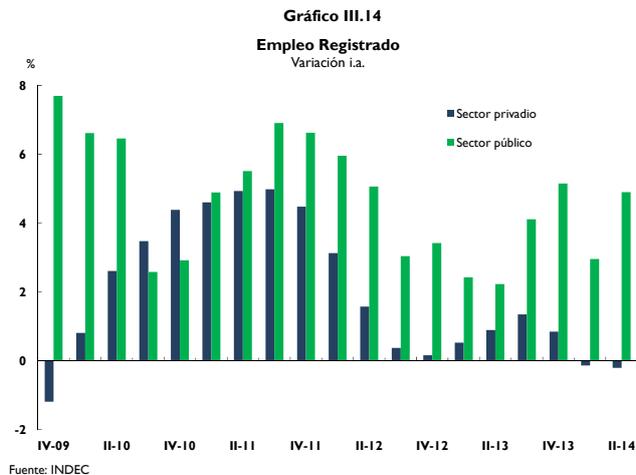
## Otros Servicios

El consumo de servicios públicos continuó en expansión, manteniendo la tendencia de desaceleración iniciada a mediados de 2013, aunque con cierta estabilización en el margen (ver Gráfico III.13).



De acuerdo con el Indicador Sintético de Servicios Públicos la telefonía se sostuvo como el rubro de mayor contribución al aumento interanual del índice, mientras que los restantes segmentos de servicios mostraron un comportamiento dispar durante el transcurso de 2014. El transporte de carga se retrajo notoriamente, en línea con el desempeño de las exportaciones de productos primarios. También presentó un signo negativo en relación a un año atrás la cantidad de autos pasantes por las cabinas de peajes. En sentido contrario, se incrementó la cantidad de usuarios de los servicios de transporte urbano —destacándose la suba reciente en la demanda por vuelos de cabotaje— y se sostuvo en terreno positivo el consumo de energía eléctrica.

El endeudamiento sectorial observó un pequeño crecimiento en la primera parte de 2014 hasta totalizar 12,8% del producto (ver Gráfico III.12). En este desempeño confluía una reducción en la ponderación del financia-



miento local y un crecimiento de los recursos financieros externos, impulsado en este último caso por la evolución del tipo de cambio peso-dólar.

### III.3 Familias

Los ingresos nominales de los hogares continuaron en ascenso en los últimos meses, al tiempo que el mercado laboral comenzó a dar cuenta del menor desempeño de la actividad económica. Ante este escenario, se intensificaron las políticas públicas orientadas a brindar soporte a los sectores de menores recursos y se tomaron nuevas medidas con el propósito de facilitar el acceso al crédito y fomentar la inclusión social.

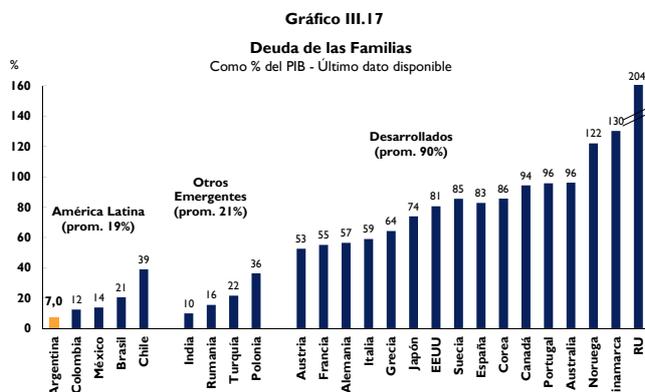
Con datos de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) al segundo trimestre del año, la tasa de desempleo<sup>50</sup> se elevó 0,3 p.p. respecto del año anterior, ubicándose en 7,5% de la Población Económicamente Activa (PEA). La suba del desempleo se dio a pesar de que la participación laboral se retrajo, en un marco en el que la tasa de ocupación alcanzó el mínimo nivel de los últimos años. En el ámbito privado, el nivel de empleo formal se redujo 0,2% i.a. en el primer semestre, principalmente como consecuencia de las desafectaciones observadas en la industria, el agro y la construcción. Dichas mermas fueron más que compensadas por el sector público, en el que se observó una creación de puestos de trabajo registrados equivalente al 3,9% de la planta ocupada en el primer semestre de 2013 (ver Gráfico III.14).

La calidad del empleo mostró signos de mejora. La informalidad laboral alcanzó al 33,1% de los asalariados en el segundo trimestre del año, cifra que implicó una reducción de 1,4 p.p. en relación a igual período de 2013. En tanto, la tasa de subocupación descendió 0,3 p.p. en el segundo trimestre hasta ubicarse en 9,4% de la PEA.

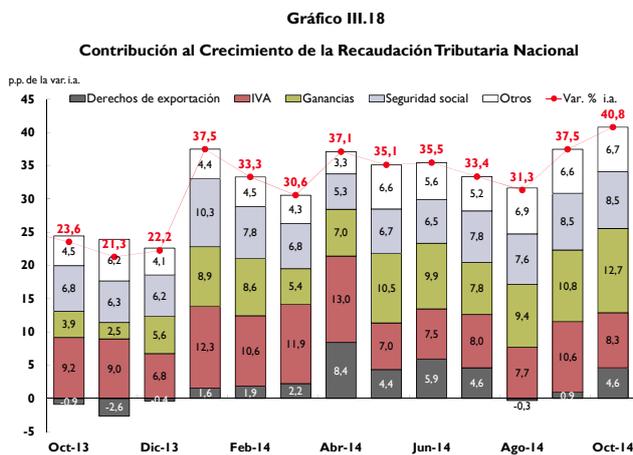
Con respecto a los ingresos salariales, el Índice de Salarios del INDEC dio cuenta de una persistente aceleración en el ritmo de suba de las remuneraciones promedio de la economía, influidos por la entrada en vigencia de los aumentos salariales acordados en las últimas negociaciones paritarias. De esta manera, los salarios contabilizaron un aumento nominal de 34,6% i.a. en septiembre de 2014, frente a un alza de 33,5% i.a. que registraban en junio y de 25,9% i.a. en diciembre de 2013 (ver Gráfico III.15).

En cuanto a las políticas de ingresos implementadas a lo largo del presente año, se actualizaron las transferencias monetarias dirigidas a las familias de menores recursos,

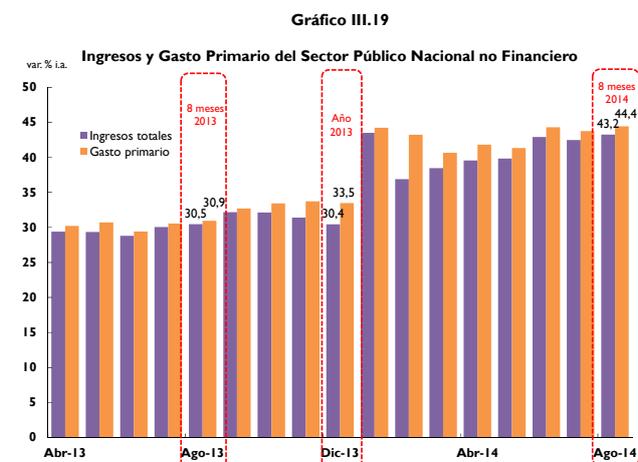
<sup>50</sup> En los 31 aglomerados urbanos relevados.



Nota 1: Datos a 2014, excepto India a 2008; México a 2009; Colombia, Chile y Japón a 2010; Reino Unido a 2011; España, Polonia, Alemania, Italia, Corea y Noruega a 2013 y Argentina a agosto de 2014. Los datos de Argentina están sujetos a futuras modificaciones.  
Nota 2: En el caso de la Argentina, se incluye la deuda bancaria, los 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 2008), Reportes de Estabilidad Financiera y BCRA.



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



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

destacándose el incremento de hasta un 40% en los montos de las asignaciones familiares a partir de junio — entre las que se encuentra la Asignación Universal por Hijo— y el establecimiento de nuevas escalas salariales asociadas. Adicionalmente, entró en vigencia un nuevo aumento del Salario Mínimo, Vital y Móvil y se ajustaron las jubilaciones y pensiones por aplicación de la Ley de Movilidad Previsional (+11,31% en marzo y +17,21% en septiembre; ver Gráfico III.16). Además se implementó un conjunto de nuevas iniciativas tendientes a favorecer el consumo de las familias (ver Capítulos II y IV).

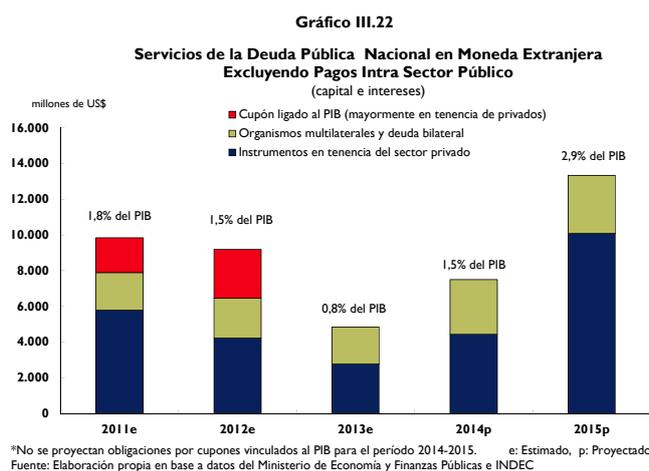
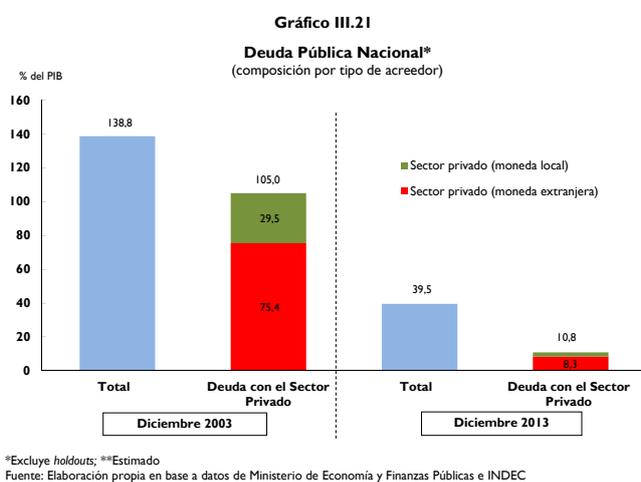
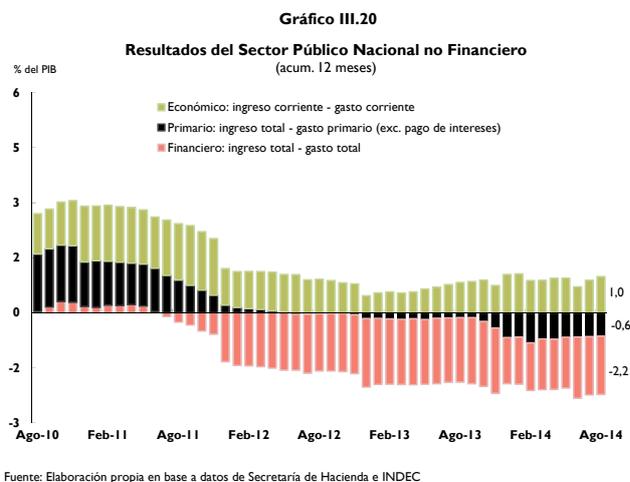
La desaceleración del crédito al sector privado en lo que va del año (ver Capítulo IV), sumado al incremento en los ingresos nominales de los hogares, dio lugar a una reducción del endeudamiento agregado del sector. Así la deuda estimada de las familias con el sistema financiero se ubicó en aproximadamente 21% de los ingresos anuales a agosto pasado, con una reducción de 3,7 p.p. en el acumulado de 2014 —movimiento especialmente originado en el desempeño de las líneas de consumo— (ver Gráfico III.2), sosteniéndose por debajo de lo observado en otras economías (ver Gráfico III.17). De esta manera, los reducidos niveles de apalancamiento de los hogares contribuyen a sostener moderados niveles de carga promedio de los servicios de la deuda del sector (ver Apartado 3).

### III.4 Sector público

Entre julio y octubre de 2014 la recaudación tributaria nacional mantuvo un dinámico ritmo de expansión (36% interanual —i.a.—), destacándose el aporte de los tributos ligados al mercado interno, mientras que los impuestos asociados al comercio exterior evidenciaron cierta desaceleración (ver Gráfico III.18). El gasto primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) siguió creciendo a un ritmo elevado, ligeramente por encima de la variación de los ingresos (ver Gráfico III.19). Las prestaciones previsionales continuaron siendo el rubro que más contribuyó a la suba interanual del gasto primario, seguidas por las transferencias corrientes al sector privado y el gasto de capital.

El mayor gasto previsional se dio a partir del alza de los haberes y de la mayor cantidad de beneficiarios<sup>51</sup>. En tanto, el gasto de capital contempla los aportes al Programa de Crédito Argentino del Bicentenario para la Vivienda Única Familiar (PRO.CRE.AR). Por otra parte, el aumento de las transferencias al sector privado se ex-

<sup>51</sup> Además de las subas de los montos de los beneficios previsionales en marzo y septiembre de este año se sancionó la Ley 26.970 correspondiente a la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional, que podría implicar hasta unos 470.000 beneficiarios adicionales de jubilaciones y pensiones, que estaban excluidos por no tener suficientes años de aportes acreditados.



plica mayormente por aquellas realizadas en concepto de asignaciones familiares —incluyendo la asignación universal por hijo para protección social (AUH)<sup>52</sup>— y de subsidios energéticos y al transporte de pasajeros.

Como consecuencia de la trayectoria de los ingresos y gastos, los resultados primario y financiero del SPNF en los últimos 12 meses acumulados a agosto representaron aproximadamente -0,6% y -2,2% del PIB, respectivamente (ver Gráfico III.20).

En los primeros meses del segundo semestre, el Tesoro Nacional (TN) siguió cubriendo sus necesidades de financiamiento fundamentalmente a partir de fuentes intra sector público. Además, se efectuó una nueva colocación en moneda nacional en el mercado hacia fines de septiembre, por un valor nominal original de \$10.000 millones<sup>53</sup> y otra a fines de octubre por el equivalente a US\$983 millones de un nuevo título cuyos pagos de servicios se efectúan en pesos de acuerdo a la cotización del dólar estadounidense (*dollar-linked*)<sup>54</sup>.

La continuidad de la estrategia de financiamiento y las operaciones de administración de pasivos —entre las que se destacan los canjes de 2005 y de 2010— permitieron una mejora significativa en los diversos indicadores de solvencia desde 2003. Dicha mejora se mantendría incluso cuando la normalización de la deuda con el Club de París, sumada a los acuerdos con REP-SOL, den lugar a un aumento de los pasivos del sector público. En diciembre de 2013, última información disponible, la deuda pública nacional ascendió a 39,5% del Producto (ver Gráfico III.21). Considerando sólo las obligaciones con acreedores privados —de mayor riesgo de refinanciación— la deuda representa tan sólo 10,8% (de los cuales 8,3 puntos porcentuales del producto corresponden a obligaciones denominadas en moneda extranjera).

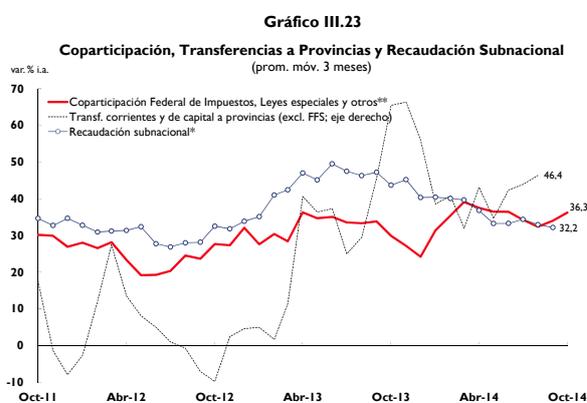
En cuanto a los vencimientos en moneda extranjera, se prevé que en 2014 los servicios destinados a tenedores privados de deuda pública y aquellos asociados a deuda bilateral y con organismos internacionales representen un valor equivalente a 1,5% del PIB, elevándose a poco menos de 3% del Producto en 2015 (ver Gráfico III.22).

La situación de la deuda argentina continuó estando condicionada por la evolución del actual litigio en los tribunales de Nueva York, con diversas novedades en

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

<sup>53</sup> Se colocó BONAR \$ 2016 (Badlar Privada + 200 puntos básicos —p.b.—), por un valor efectivo de \$9.710 millones, con un spread implícito de tasa de 385 p.b. sobre la tasa Badlar.

<sup>54</sup> Se colocó BONAD 1,75% 2016 vinculado al dólar por un valor efectivo de \$8.350 millones.



\*Estimación en base a información disponible.  
 \*\*A partir de Abr-09 contempla la distribución de los recursos del Fondo Federal Solidario (Decreto N° 206/2009).  
 Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda

los últimos meses (ver Sección II.3). En respuesta a los eventos que se fueron sucediendo, se sancionó en septiembre la Ley 26.984 de Pago Soberano Local de la Deuda Exterior y de Reestructuración de la Deuda Pública Nacional (ver Apartado 2).

En lo que va de 2014 los recursos tributarios de origen nacional recibidos por las provincias registraron un mayor ritmo de expansión que en el último semestre de 2013, en línea con la evolución de la recaudación nacional. A su vez, las transferencias presupuestarias de origen nacional continuaron evidenciando subas interanuales significativas. Finalmente, los recursos tributarios propios de las jurisdicciones siguieron mostrando elevadas tasas de variación interanual, aunque persistió la tendencia de moderación del ritmo de expansión iniciada a mediados de 2013 (ver Gráfico III.23). De acuerdo a estimaciones oficiales sobre el desempeño de las cuentas públicas subnacionales de 2014, el resultado financiero del consolidado de las jurisdicciones se ubicaría en un nivel prácticamente equilibrado, presentando mejoras respecto del año previo. Sobre este desempeño influiría el fuerte incremento de los ingresos tributarios, tanto de origen nacional —coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros recursos de distribución automática— como de los ingresos propios de los distritos.

**Tabla III.2**  
**Colocaciones de Bonos Vinculados al Dólar (*dollar-linked*) de Distritos Subnacionales**

Fecha colocación	Provincia	Moneda	Monto en millones moneda original	Plazo original (años)	Rendimiento de colocación
Mar-13	CABA	<i>dollar-linked</i>	100,0	5,0	4,0%
May-13	CABA	<i>dollar-linked</i>	216,0	6,0	4,0%
May-13	Mendoza	<i>dollar-linked</i>	94,6	3,0	3,0%
Jun-13	Neuquén	<i>dollar-linked</i>	131,4	3,0	3,0%
Jul-13	Entre Ríos	<i>dollar-linked</i>	89,0	3,0	4,8%
Ago-13	PBA	<i>dollar-linked</i>	200,0	1,5	4,2%
Oct-13	Neuquén	<i>dollar-linked</i>	198,6	5,0	3,0%
Oct-13	Chubut	<i>dollar-linked</i>	220,0	5,8	4,0%
Oct-13	Mendoza	<i>dollar-linked</i>	55,4	5,0	2,8%
Dic-13	Mendoza	<i>dollar-linked</i>	69,9	5,0	2,8%
Dic-13	CABA	<i>dollar-linked</i>	113,2	6,0	2,0%
Dic-13	Entre Ríos	<i>dollar-linked</i>	63,9	3,0	2,3%
<b>Total 2013</b>			<b>1.552,0</b>		
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	4,7	2,3%
<b>Acum. 2014</b>			<b>522,3</b>		

(\*) Denominada como letras según el prospecto de emisión.  
 Fuente: Elaboración propia en base a datos de las provincias.

El Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias continuó implementándose, con extensiones trimestrales —a partir de convenios bilaterales— del período de gracia al conjunto de provincias participantes, implicando el ahorro de servicios de deuda por un monto equivalente al 0,2% del PIB.

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

## *Apartado 3 / Indicador de Carga Financiera de las Familias*

**Desde un punto de vista macroprudencial, el mayor uso de los instrumentos de financiamiento por parte de las familias genera nuevos desafíos a la hora de monitorear la exposición del sistema financiero al riesgo de crédito. En particular, los indicadores usuales que se utilizan para evaluar el comportamiento de este riesgo —niveles de exposición, endeudamiento, e irregularidad— pueden ser complementados con nuevos ratios que aporten más información sobre la evolución reciente y esperada de la posición financiera y, por lo tanto, de la capacidad de repago del sector. El Indicador de Carga Financiera de las familias (ICF) que mide los compromisos financieros (pagos de capital e intereses) en términos de los ingresos del sector, permite mejorar el diagnóstico sobre dicho aspecto. Las primeras estimaciones del ICF para Argentina realizadas por el BCRA muestran que los valores actuales se encuentran en niveles moderados, en línea con lo observado en otros países de la región**

El monitoreo de las condiciones de endeudamiento de los distintos sectores tomadores de préstamos resulta una herramienta clave a la hora de evaluar el riesgo de crédito que enfrenta el sistema financiero. Si bien la profundización bancaria en la economía y la extensión del uso de las financiaciones permiten a las familias suavizar intertemporalmente su consumo y a las empresas mejorar las posibilidades de inversión, los altos niveles de endeudamiento pueden implicar una mayor sensibilidad de los deudores a potenciales *shocks* negativos en el nivel de actividad y, por lo tanto, generar efectos de amplificación del ciclo económico.

Para el caso de las familias existe una variedad de indicadores que permiten realizar este seguimiento. La mayor parte de los cuales ponen al saldo de deuda y a los servicios que de ella se derivan en relación con alguna estimación de ingresos o riqueza del sector. Dado que los diversos indicadores captan diferentes aspectos del endeudamiento de las familias, un diagnóstico completo del riesgo de crédito del sector debe considerarlos en forma complementaria y en combinación con otros ratios, como por ejemplo el de irregularidad.

Actualmente en nuestro país, para monitorear la evolución de la deuda asumida por los hogares, se utiliza principalmente el indicador que referencia el saldo de deuda con los ingresos salariales. Por definición, este ratio permite evaluar la importancia relativa del nivel de endeudamiento total de las familias, poniendo en consideración todos los compromisos futuros de capital. Este indicador debe ser complementado con otros que tomen

en consideración las condiciones financieras que fueron pactadas para hacerse de dichos recursos (tasas de interés y plazos de otorgamiento), de manera que provea información sobre la posición financiera del sector.

El Indicador de Carga Financiera de las familias (ICF) es un ratio que muestra a las obligaciones por los servicios de la deuda —en concepto de intereses y amortización de capital— en relación con los ingresos a disposición de los hogares. De esta manera, si bien con limitaciones propias del cálculo, constituye una aproximación del porcentaje de ingresos que las familias tendrían comprometido para el pago de obligaciones financieras previamente contraídas, suponiendo en este sentido que no existe posibilidad de hacer *roll-over* de deuda o que solo se puede hacer de forma limitada<sup>55</sup>. Más aún, este indicador permite mensurar las alteraciones que puedan ocurrir en la capacidad de pago de las familias ante modificaciones en el saldo de deuda, el nivel de ingresos o las condiciones financieras de los créditos tomados. A su vez, constituye una herramienta que podría ayudar a explicar, junto a otras variables, la evolución del crédito y el consumo de las familias.

Las metodologías de estimación de la carga financiera de las familias pueden agruparse en dos grandes clases. Por un lado, están aquellas estimaciones que utilizan micro datos provenientes de encuestas financieras a los hogares. Este tipo de estimaciones, al utilizar datos a nivel individual, posibilitan el análisis de carga financiera por nivel socioeconómico del deudor<sup>56</sup>. El segundo grupo está constituido por estimaciones agregadas, es decir, se calcula el monto de intereses y amortizaciones a pagar por el conjunto de los hogares en un período y se lo pone en relación con el ingreso disponible del total de las familias. El monto total del servicio de la deuda —en su versión agregada— puede a su vez obtenerse de diversas maneras según el tipo información disponible. Una variante resulta de tomar los montos de servicios de los créditos a las familias según informan las entidades financieras<sup>57</sup>. Una segunda opción es calcular el ratio con

<sup>55</sup> Este tipo de supuesto contribuye a dimensionar escenarios de tensiones financieras en la economía, que generalmente presentan una muy baja frecuencia.

<sup>56</sup> Países como Colombia, Chile y Estados Unidos realizan estas encuestas periódicamente.

<sup>57</sup> Cabe mencionar que esta forma de estimar los servicios no resultaría del todo satisfactoria por varias razones —ver, por ejemplo, en Cifuentes, R., y Cox, P. (2005), *Indicadores de deuda y carga financiera de los hogares en Chile: metodología y comparación internacional*, en Boletín de Estabilidad Financiera)—. Por un lado, se basa en información de compromisos pasados. Por otro lado, incluye eventuales erogaciones voluntarias y no tiene en cuenta información de los pagos incumplidos (ver Maki, D. (1999). *The Growth of*

información proveniente de las cuentas financieras sectoriales de cuentas nacionales, en los casos que se calcule la cuenta con el detalle de erogaciones de servicio de la deuda por sector. Cabe destacar que este tipo de información resulta poco frecuente entre los países<sup>58</sup>. Una tercera opción es estimar la carga en función de los datos que provean las entidades financieras referidos a saldos, series de montos brutos otorgados por período, plazo y tasa de interés de los crédito a las familias<sup>59</sup>.

En función de la información que se encuentra disponible, a los efectos de estimar el ICF de las familias en el caso de Argentina, se ha optado por la metodología que incorpora información de montos otorgados y de las condiciones financieras operadas en cada período.

Con respecto a la interpretación del valor que asume el ICF, resulta oportuno realizar algunas consideraciones<sup>60</sup>. En primer lugar, al ser el cociente de dos números agregados, expresa el peso del servicio de la deuda de la población en su conjunto, pero no necesariamente las obligaciones de un hogar promedio<sup>61</sup>. En segundo lugar, debe subrayarse que no incorpora expectativas sobre los ingresos y riqueza de los tomadores de crédito, debiéndose interpretar con prudencia las variaciones observadas en dicho indicador en términos de señal de vulnerabilidad para el sistema financiero. Así, puede suceder que un incremento en el valor efectivo del ICF esté recogiendo el efecto de una percepción de mejora en la solvencia por parte de los hogares, permitiéndoles a éstos comprometer una porción mayor de sus ingresos actuales al servicio de las deudas contraídas<sup>62</sup>, sin que cambie necesariamente la capacidad de pago del sector.

La diversidad de metodologías utilizadas en los distintos países a efectos de estimar un ICF, llama a la necesidad de tener mucha precaución al llevar adelante compara-

ciones internacionales con fines analíticos. Más aún, al ser una estimación basada en agregados, se trata sólo de una aproximación del servicio de deuda que deben enfrentar las familias. No obstante lo mencionado, se entiende que es posible extraer información relevante referida a la posición financiera de los hogares, en la medida en que se generan series temporales de mediano plazo que permitan detectar las fluctuaciones importantes en el tiempo.

El cálculo del numerador del ICF para Argentina se realiza de forma separada para los diversos tipos de deuda de las familias, que luego son sumados para obtener la carga financiera total. Una primera división es entre deuda crediticia y deuda por tarjeta de crédito (deuda de tipo “rotativa”). El primer conjunto se refiere a las obligaciones que provienen de los préstamos tomados por las familias, con un monto y una estructura pactada de pago determinados —plazo y tasa de interés— como es el caso de los hipotecarios, prendarios y personales. La deuda por tarjeta de crédito no tiene, *a priori*, un plazo determinado de cancelación.

Considerando que en nuestro sistema financiero los pagos de los préstamos y los vencimientos de las tarjetas de crédito son mayormente mensuales, se eligió esa periodicidad para el cálculo del indicador.

La estimación de la carga financiera proveniente de la deuda de tipo crediticia —se tiene en cuenta las financiaciones de entidades financieras— se realizó separadamente para créditos hipotecarios, prendarios y personales, recurriéndose en los tres casos a la misma metodología de cálculo. Utilizando la información referida a los créditos otorgados en el pasado a las personas físicas, particularmente el monto, la tasa y el plazo pactados, se estimaron los flujos de amortización e intereses a vencer en cada mes<sup>63</sup>. De esta manera, quedan incluidas todas las obligaciones que se desprenden de la toma de deuda por parte de las familias, independientemente de que luego hayan sido securitizadas por las entidades y sin considerar si son efectivamente pagadas por los deudores, ya que el concepto de carga financiera lleva a que sean considerados los pagos devengados y no los efectivos.

La deuda de tarjeta de crédito, por sus características intrínsecas, recibió un tratamiento diferente. Por un lado, el saldo deudor queda determinado por: 1) el uso que se

---

*Consumer Credit and the Household Debt Service Burden*. Washington DC: Board of Governors of the Federal Reserve System). Finalmente, la información brindada por las entidades suele referirse a los intereses de la deuda, excluyendo los pagos de amortización de capital.

<sup>58</sup> En muchos casos también se excluye el pago de las amortizaciones de capital, subestimando por lo tanto la carga financiera de las familias.

<sup>59</sup> Esta opción, que incorpora información de saldo y tasas de interés y plazo promedios, es utilizada por países como Chile, Brasil, Estados Unidos y Rumania.

<sup>60</sup> Estas observaciones valen para la metodología desarrollada en este apartado.

<sup>61</sup> Esta interpretación es más correcta para la mediana del ratio de deuda obtenido de encuestas a los hogares, principalmente debido a que considera en su denominador sólo a las familias que efectivamente tienen deuda.

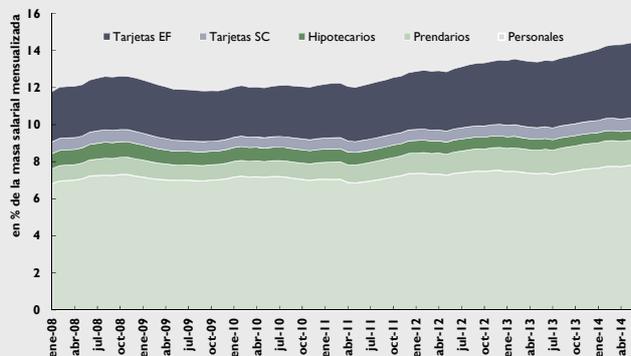
<sup>62</sup> Dynan, K., Johnson, K., y Pence, K. (2003). *Recent Changes to a Measure of U.S. Household Debt Service*. <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2003/1003lead.pdf>: Federal Reserve.

---

<sup>63</sup> Se asumió que los créditos se otorgaron bajo la modalidad del sistema de amortización francés, habitual en el sistema financiero local. La metodología supone que no se realizan amortizaciones anticipadas de los préstamos —totales o parciales— que implicarían, para los períodos siguientes al que se realiza dicho pago voluntario, una merma en la carga de la deuda.

haga de dicha línea de crédito en cada período —cuyo monto máximo está dado por el tope de financiación que la emisora brinde a cada usuario— 2) las cancelaciones de saldos periódicas que realicen. Por otro lado, en lo relativo al plazo, si bien en un principio el saldo tiene como vencimiento la fecha que figura en la liquidación mensual, su carácter rotativo hace que estos saldos puedan a su vez refinanciarse. En general, las tarjetas de crédito suelen tener estipulado un “pago mínimo”, que permite establecer cierto plazo para el saldo de la deuda rotativa. Se ha adoptado aquí el criterio de que al ser voluntarias las cancelaciones realizadas por encima del “pago mínimo”, éstas no son en principio consideradas parte de la carga financiera de las familias<sup>64</sup>. Establecido un plazo para la deuda de tipo rotativa, en función del pago mínimo requerido, fue posible determinar el monto correspondiente a cada mes. Para el monto total de deuda se consideró el importe financiado de liquidaciones anteriores. Para este tipo de deuda se ha incluido información tanto para las tarjetas de las entidades financieras como para las tarjetas no bancarias. Respecto del “pago mínimo” requerido por las entidades, el mismo se estableció a partir de información proveniente de las tareas de supervisión.

**Gráfico A.3.1**  
Indicador de Carga Financiera de las Familias  
2008-2014



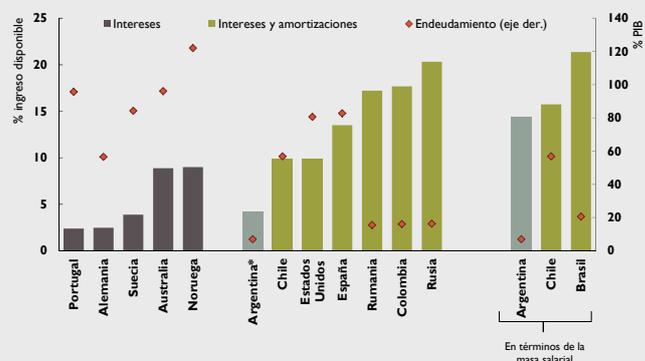
Fuente: BCRA

Finalmente, una vez estimados los valores de carga financiera de cada tipo de deuda para cada mes, se calcula el ratio poniéndolo en relación con la masa salarial total mensualizada<sup>65</sup>, como indicador del ingreso de las familias (ver Gráfico A.3.1). Considerando la última información disponible, este indicador se ubicaría en torno a 14,4% de la masa salarial, siendo 12,6 p.p. explicados por las líneas de consumo —personales y tarjetas de crédito— y verificado un leve crecimiento en los últimos años.

<sup>64</sup> El uso de este criterio permite una comparación más homogénea del indicador a nivel internacional. Además de este criterio, también se dispone para uso de monitoreo interno otros indicadores para este tipo de deuda con definiciones más amplias de carga financiera.

<sup>65</sup> Neta de aportes y contribuciones.

**Gráfico A.3.2**  
Indicadores de Deuda de las Familias - Comparación Internacional



\* en términos del PIB. Datos a 2014 excepto Alemania y Colombia 2013, Chile 2011. Fuente: FMI y Banco Centrales.

A los efectos de una comparación internacional, al ratio en términos de la masa salarial se debe agregar uno que utiliza como denominador al PIB<sup>66</sup>. Debe tenerse en cuenta que existen algunas diferencias metodológicas entre los países para el cálculo del ICF. Una comparación preliminar muestra que los niveles actuales del indicador para Argentina son menores a los observados en otros países de la región y países desarrollados (ver Gráfico A.3.2). En parte esta situación estaría explicada por el bajo nivel de endeudamiento del conjunto de las familias que prevalece en Argentina en comparación al resto de los países.

<sup>66</sup> En general, la comparación internacional se realiza en términos del Ingreso Disponible. Ante la falta de disponibilidad de este dato, se utiliza alternativamente el PIB.



## IV. Sector Financiero

### Síntesis

En un marco de fortalecimiento de los niveles sistémicos de liquidez y solvencia, durante los primeros ocho meses de 2014 la actividad de intermediación del conjunto de entidades financieras con el sector privado presentó un ritmo de expansión más moderado en comparación con años anteriores. De esta manera, en agosto el financiamiento total a empresas y familias mostró un incremento de 22,9% i.a. en términos nominales, casi 8 p.p. por debajo del valor observado el mismo mes de 2013.

En lo que va del año los créditos canalizados a las empresas continuaron explicando mayormente el crecimiento de las financiaciones totales al sector privado. Los préstamos al sector productivo aumentaron 25,2% i.a. en agosto de 2014 e incrementaron su participación en el saldo de crédito total hasta representar 57,3%. La evolución del crédito bancario a las empresas recogió el efecto de las medidas diseñadas por el BCRA para promover el financiamiento con fines productivos, destacándose Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP). Con el objetivo de continuar estimulando la inversión productiva, el BCRA extendió esta herramienta para el segundo semestre, incrementando en más de \$28.000 millones los recursos bancarios destinados principalmente a MiPyMEs. De esta manera, desde el momento de implementación de la LCIP hasta agosto del corriente —incorporando de forma parcial el quinto tramo— se llevan acordados créditos por aproximadamente \$103.000 millones, correspondiendo cerca de dos terceras partes a financiaciones a MiPyMEs. Por su parte el financiamiento a las familias aumentó 20,5% i.a. en el período.

Los depósitos totales de las empresas y familias se incrementaron a un ritmo de 31,4% i.a. en agosto de

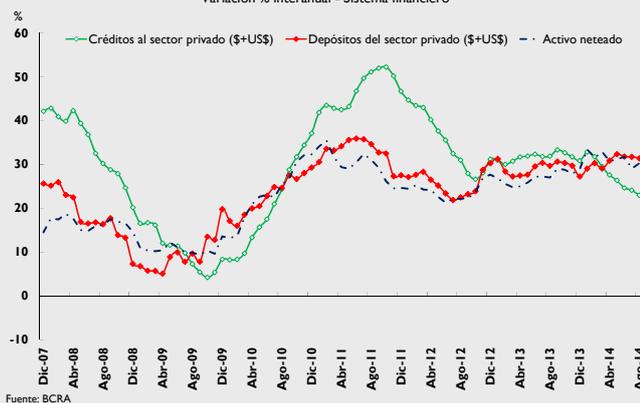
2014, 1,7 p.p. por encima del valor observado el mismo período de 2013. Por su parte, en el año el saldo de balance de las colocaciones totales del sector público siguió creciendo, si bien se evidenció cierta morigeración en su evolución a partir del segundo trimestre del año. En este marco, en agosto las colocaciones totales (incluyendo moneda nacional y extranjera, sector privado y público) crecieron 26,6% i.a., superando a la tasa de expansión observada al cierre de 2013.

El patrimonio neto del sistema financiero consolidado continuó expandiéndose a lo largo de 2014, totalizando un incremento interanual de 44,2% en agosto. Como resultado del mayor crecimiento relativo del patrimonio neto respecto de los activos bancarios, en lo que va del año el apalancamiento del sector disminuyó. Así, activo neteado alcanzó 7,7 veces el patrimonio neto del sistema financiero. La integración de capital regulatorio se ubicó en 14,3% de los activos totales ponderados por riesgo (APR) en agosto, 0,7 p.p. más que en el cierre de 2013. El capital Nivel 1, que presenta la mayor capacidad de absorción de pérdidas, representó 13,3% de los APR (más del 90% de la integración total), 0,8 p.p. más que al nivel de fines del año pasado. Las ganancias contables en términos de los activos (ROA) de los bancos se ubicaron en 4,7% de forma anualizada (a.) en 2014, 1,8 p.p. y 1,3 p.p. por encima de los primeros ocho meses de 2013 y de todo el año pasado, respectivamente.

La cartera agregada de los inversores institucionales (FGS, compañías de seguros y FCI) siguió mostrando un importante dinamismo, registrando en el primer semestre de 2014 un incremento (24%) mayor al de los dos semestres previos. Así, esta cartera asciende a un monto que equivale a 15% del PIB.

Gráfico IV.1

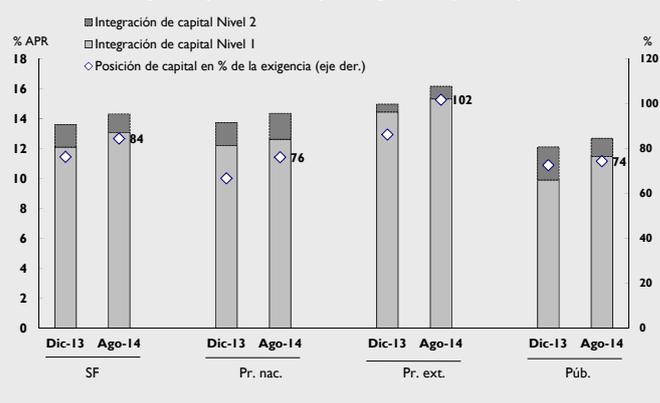
Intermediación Financiera  
Variación % interanual - Sistema financiero



Fuente: BCRA

Gráfico IV.2

Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición)



Fuente: BCRA

## IV.1 Entidades financieras<sup>67</sup>

### IV.1.1 Actividad

En lo que va de 2014 la actividad de intermediación financiera de los bancos con el sector privado evidenció un ritmo de crecimiento más moderado con respecto períodos anteriores (ver Gráfico IV.1). En agosto de este año, última información disponible de balance, el saldo de créditos y de depósitos (incluyendo tanto moneda nacional como extranjera) de las empresas y familias en conjunto verificaron aumentos nominales de 22,9% i.a. y 31,4% i.a. respectivamente.

El activo neteado<sup>68</sup> del conjunto de entidades financieras creció 30,3% i.a. en agosto de 2014, por encima del nivel observado el mismo período del año pasado y del registro del cierre de 2013. Esta expansión fue impulsada mayormente por la banca pública, y en menor medida, por los bancos privados nacionales y extranjeros. El crédito total al sector privado, a pesar de crecer a un ritmo más moderado en el margen, siguió presentando la mayor participación relativa en el activo neteado totalizando 49% en agosto. En los primeros ocho meses de 2014 los instrumentos de regulación monetaria —LEBAC y NOBAC (no relacionadas con pases)— cobraron dinamismo, aumentando 5,1 p.p. su participación en el activo neteado total de los bancos, hasta representar 14% en agosto (ver Tabla IV.1). En particular, el incremento interanual de las tenencias de LEBAC y NOBAC se profundizó en el segundo trimestre de 2014, tendencia que continuó observándose en lo que va del tercer trimestre del año. Por su parte, los depósitos del sector privado en moneda nacional y extranjera aumentaron su importancia relativa hasta alcanzar 56% del fondeo total de los bancos, 1,3 p.p. por encima del valor registrado a fines de 2013. Como contrapartida en los primeros ocho meses de 2014 se redujo la ponderación de las colocaciones del sector público en el fondeo total.

El crédito bancario al sector privado se ubicó en 12,9%<sup>69</sup> del producto de la economía en agosto de este año, 1 p.p. por debajo del nivel observado al cierre de 2013 y 0,5 p.p. menos que el registro del mismo mes del año pasado (ver Gráfico IV.3). Este ratio acumuló un aumento de más de 3 p.p. del PIB desde fines de 2009,

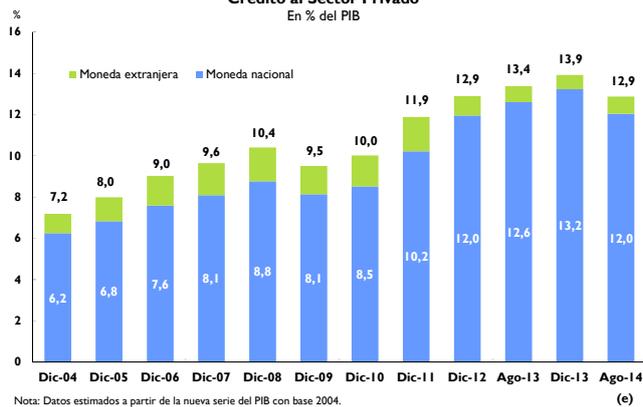
Tabla IV.1  
Sistema financiero

	En % del activo neteado						Variación del saldo*
	Ago-13	Dic-13	Ago-14	Variación en p.p.		Últimos 12 meses (%) Ago-14	
				Ago-14 vs. Dic-13	Ago-14 vs. Ago-13		
<b>Activo</b>	100	100	100				
Activos líquidos	19	20	19	-1,4	-0,4	30	
Títulos del BCRA	10	9	14	5,1	4,0	128	
Crédito total al sector público	10	10	9	-0,3	-0,4	27	
Crédito total al sector privado	53	52	49	-2,7	-4,1	23	
Crédito en \$ al sector privado	50	49	46	-3,3	-4,2	20	
Crédito en US\$ al sector privado	3	3	3	0,6	0,1	-3	
Otros activos	8	10	9	-0,7	0,9	-2	
<b>Pasivo + Patrimonio neto</b>	100	100	100				
Depósitos del sector público	22	20	18	-2,2	-3,3	13	
Depósitos del sector privado	57	55	56	1,3	-0,7	31	
ON, OS y Líneas del exterior	2	2	3	0,5	0,5	63	
Otros pasivos	7	11	10	-0,8	2,3	38	
Patrimonio neto	12	12	13	1,2	1,0	44	

\*Variaciones en moneda de origen

Fuente: BCRA

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



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

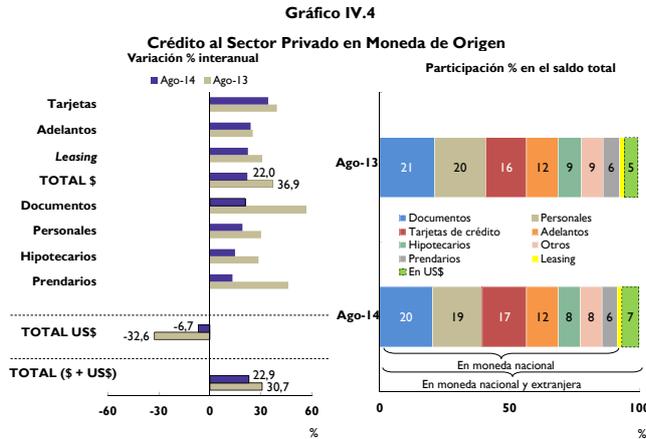
Fuente: BCRA e INDEC

<sup>67</sup> En esta sección se incluyen en el análisis exclusivamente a las entidades financieras reguladas y supervisadas por el BCRA (Ley N° 21.526).

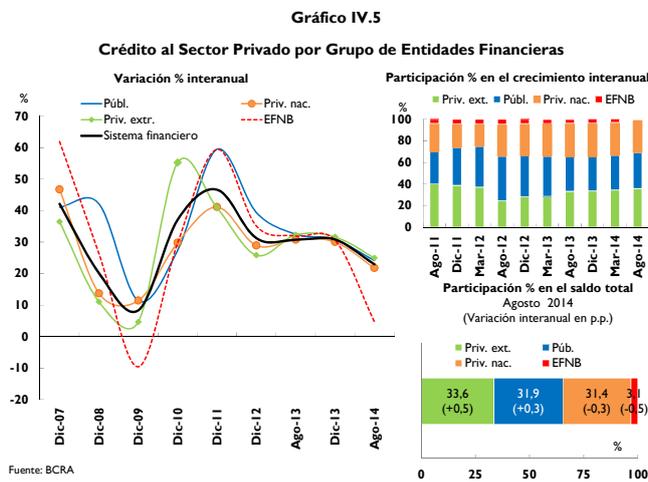
<sup>68</sup> El activo se presenta neto de las duplicaciones contables por operaciones de pase, a término y al contado a liquidar.

<sup>69</sup> Datos estimados a partir de la nueva serie del PIB con base 2004.

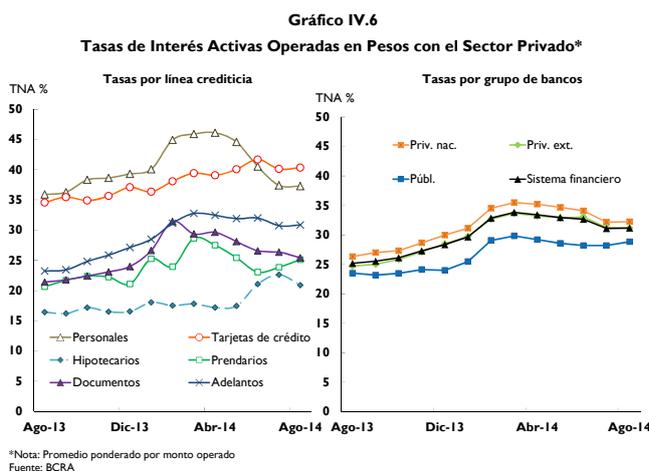
desempeño impulsado principalmente por las financiaciones en pesos.



En los primeros ocho meses de 2014 las financiaciones en pesos al sector privado observaron cierta desaceleración en el margen. De esta manera el saldo de préstamos en moneda nacional a empresas y familias aumentó 22% i.a. en agosto en términos nominales, cayendo casi 15 p.p. respecto al desempeño registrado el año anterior (ver Gráfico IV.4). En el octavo mes del año el crédito en moneda extranjera al sector privado se redujo 6,7% i.a.<sup>70</sup>, atemperando su ritmo de caída interanual con respecto al mismo período del año anterior. Así, el crédito total (en moneda nacional y extranjera<sup>71</sup>) a empresas y familias se incrementó 22,9% i.a. en términos nominales en agosto de 2014 (casi 8 p.p. menos que un año atrás).



La moderación en el ritmo de crecimiento de las financiaciones a empresas y familias fue generalizada en todos los grupos de entidades financieras a lo largo de 2014 (ver Gráfico IV.5). Los créditos canalizados por la banca privada extranjera y por los bancos públicos fueron relativamente los más dinámicos, expandiéndose 25% i.a. y 24,1% i.a. respectivamente en agosto. De esta manera estos grupos de bancos aportaron conjuntamente más de 69% del aumento interanual del financiamiento total al sector privado, incrementando sus participaciones en el saldo total.

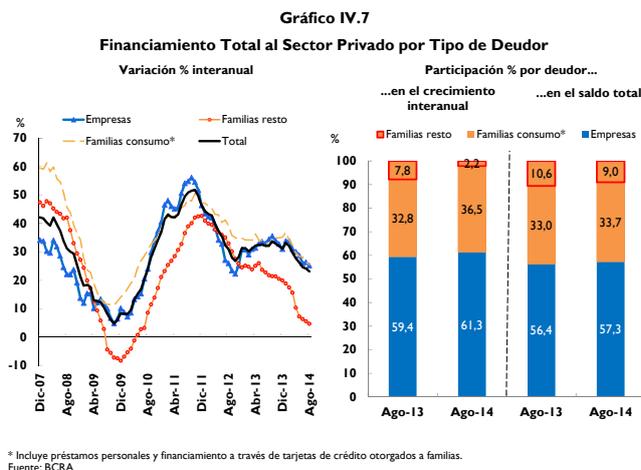


Las tasas de interés activas operadas en moneda nacional se redujeron en la mayoría de las líneas crediticias y en todos los grupos de bancos a partir del segundo trimestre de 2014 (ver Gráfico IV.6). Entre marzo y agosto las tasas de interés pactadas para préstamos personales, documentos y prendarios evidenciaron las mayores caídas relativas. Estas reducciones se dieron en el marco de la normativa implementada por el BCRA a principios de junio de 2014 destinada a regular las tasas de interés en las operaciones de crédito de las personas físicas<sup>72</sup>. En particular, se estableció que las tasas de interés pactadas en los préstamos personales y en los prendarios a personas físicas no puedan superar cierto nivel resultante del producto entre la “tasa de interés de referencia” (promedio simple de las tasas de corte de la LEBAC a 90 días) y un factor multiplicativo, ubicado entre 1,25 y 2,00 — el cual dependerá del tipo de préstamos y del grupo de banco que lo otorga—. El BCRA informa mensualmente las tasas de interés máximas que las entidades pueden aplicar sobre cada una de estas financiaciones que se desembolsen y/o se repacten. El lanzamiento oficial del Programa PRO.CRE.AUTO a mediados de año, desti-

<sup>70</sup> Variación en moneda de origen.

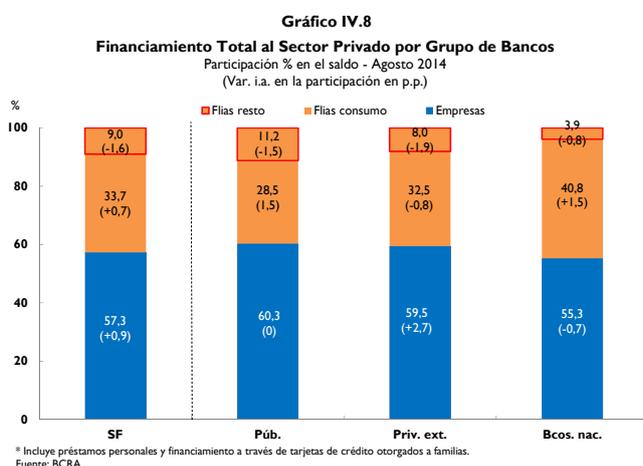
<sup>71</sup> Expresado en pesos al tipo de cambio de cada período mencionado.

<sup>72</sup> Comunicación “A” 5590.

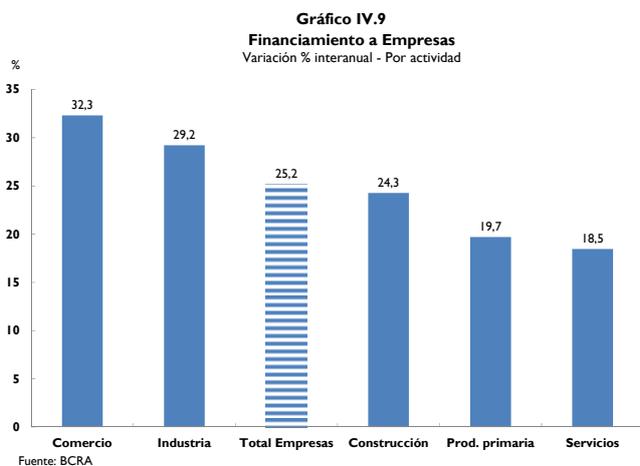


nado a dinamizar el mercado automotor de autos nuevos de producción nacional a través de la canalización a las familias de préstamos personales con condiciones financieras ventajosas por parte del Banco de la Nación Argentina, también ayudó a explicar la evolución de las tasas de interés de mercado en el período. Por su parte, la reducción de las tasas de interés activas pactadas en pesos para los documentos fue en parte originada por el efecto de las financiaciones otorgadas en el marco de la cuarta etapa de la LCIP.

En 2014 el crecimiento del financiamiento a las empresas viene superando al incremento verificado por los créditos a las familias (ver Gráfico IV.7). Las financiaciones al sector productivo aumentaron 25,2% i.a. nominalmente en agosto y explicaron 61,3% del aumento interanual de los préstamos totales al sector privado, 1,9 p.p. por encima del valor observado el mismo período del año anterior. Como resultado, el crédito a las firmas incrementó su participación en el saldo total hasta representar 57,3% en agosto de 2014. Los préstamos a empresas canalizados por los bancos privados extranjeros presentaron el mayor desempeño interanual relativo (31,2% i.a. en este lapso), aumentando en 2,7 p.p. su participación en el saldo total de financiaciones al sector privado (ver Gráfico IV.8). No obstante cabe mencionar que las financiaciones al sector corporativo siguen presentando una participación relativa levemente mayor en los bancos públicos.



Los préstamos al comercio y al sector industrial continuaron verificando los mayores incrementos relativos en el año, alcanzando variaciones de 32,3% i.a. y 29,2% i.a. respectivamente en agosto de 2014, si bien estos valores se ubicaron por debajo de los registros de un año atrás (64,2% i.a. y 36,8% i.a. en 2013) (ver Gráfico IV.9). De esta manera, la industria y el comercio fueron las actividades que más contribuyeron a la suba interanual de los préstamos a las empresas, aumentando así su proporción en el saldo de crédito total hasta representar 41,1% y 16,7% respectivamente (ver Gráfico IV.10).



La evolución de los préstamos a empresas fue en parte explicada por la "Línea de Créditos para la Inversión Productiva" (LCIP) impulsada por el BCRA. Desde el momento de su implementación a mediados de 2012 hasta agosto de 2014<sup>73</sup>, incorporando de forma parcial el quinto tramo, por medio de este instrumento se llevan acordados créditos con fines productivos por aproximadamente \$103.000 millones, correspondiendo cerca de las dos terceras partes a financiaciones a MiPyMEs.

<sup>73</sup> Última información preliminar disponible.

Gráfico IV.10

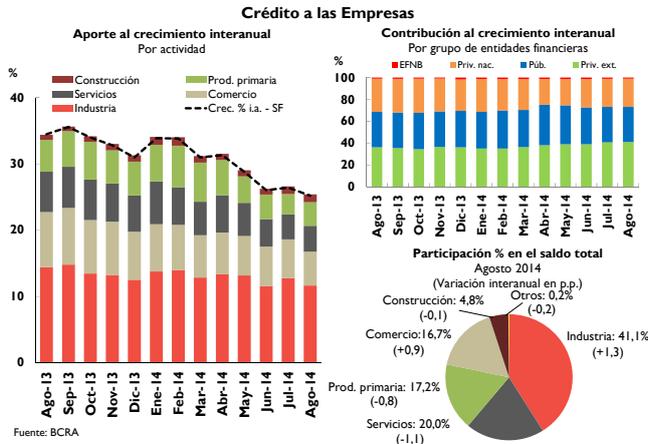


Gráfico IV.11

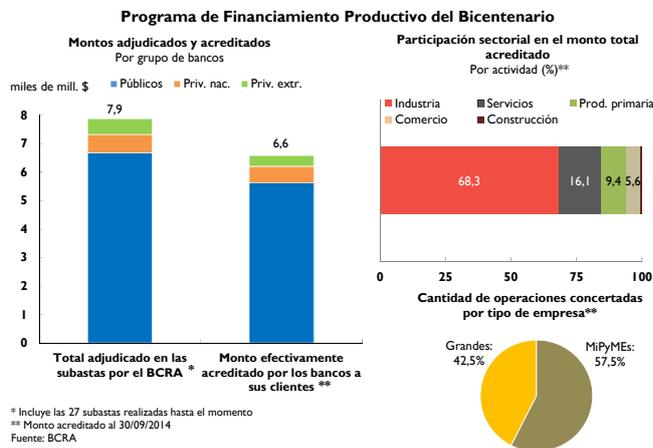
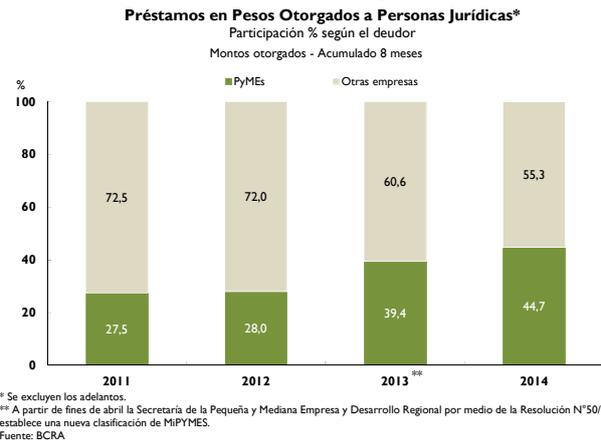


Gráfico IV.12



Con el objetivo de continuar estimulando la inversión con fines productivos, a fines de junio de 2014 el BCRA dispuso la extensión de la LCIP para el segundo semestre de 2014<sup>74</sup>. En esta ocasión se tomó como referencia el monto equivalente al 5,5% de las imposiciones del sector privado en moneda nacional correspondiente al mes de mayo de 2014 de aquellos bancos que operan como agentes financieros de los gobiernos nacional, provincial y/o municipal y aquellas entidades financieras cuyo importe de colocaciones del sector privado no financiero en moneda nacional sea de al menos 1% del total de depósitos de dicho sector. De esta manera, en esta etapa de la LCIP el monto de recursos bancarios destinados principalmente a MiPyMEs superaría los \$28.000 millones. La tasa de interés estipulada es fija de hasta 19,5% nominal anual<sup>75</sup> para los primeros tres años como mínimo. Adicionalmente, al igual que en el cuarto tramo de la LCIP, en esta quinta etapa se admite que una proporción del cupo se canalice al descuento de cheques de pago diferido a MiPyMEs<sup>76</sup> y al financiamiento de ciertos proyectos de clientes que no se encuadren en la categoría de MiPyMEs<sup>77</sup>. Adicionalmente, en esta ocasión podrá imputarse hasta el 15% de este cupo a créditos en pesos a personas físicas concedidos a partir del 11 de junio de 2014 que sean incorporados por transmisión, por cesión o como acreencias respecto de fideicomisos, en la medida que el originante y transmitente de los créditos cedidos o fideicomitados —según corresponda—, sea una entidad financiera no participante de la LCIP<sup>78</sup>.

Adicionalmente, a lo largo de 2014 los bancos continuaron desembolsando créditos a empresas por medio del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB)<sup>79</sup>. Desde el momento de su lanzamiento a mediados de 2010 hasta agosto pasado, el BCRA lleva adjudicado en términos brutos \$7.880 millones mediante este programa (ver Gráfico IV.11). El monto efectivamente acreditado alcanza unos \$6.595 millones, correspondiendo la mayor parte a financiamientos canalizados a la industria y a empresas prestadoras de servicios. Del total de operaciones concertadas a través del PFPB más de 57% fueron efectuadas a MiPyMEs.

En el marco de los mencionados programas de estímulo al crédito productivo, en lo que va del año y siguiendo

<sup>74</sup> Comunicación "A" 5600 y Comunicación "P" 50410.

<sup>75</sup> Una vez cumplido este plazo, de no mantenerse dicha tasa, se podrá aplicar una tasa variable que no podrá exceder a la tasa BADLAR total en pesos más 300 p.b.

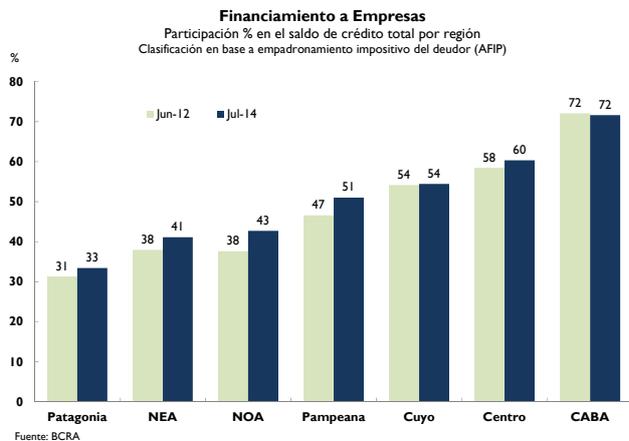
<sup>76</sup> En estos casos la tasa de interés del financiamiento no podrá superar la tasa señalada previamente.

<sup>77</sup> Podrá imputarse hasta el 15% del importe correspondiente al quinto tramo. Comprende préstamos hipotecarios y proyectos que generen ampliación de la capacidad productiva, incremento del empleo directo y formal, sustitución de importaciones, ampliación de la capacidad de exportación, inversión en bienes de capital y obras de infraestructura. En estos últimos casos la tasa de interés será convenida libremente.

<sup>78</sup> Conforme al punto "X" 4.2 de la Comunicación "A" 5590.

<sup>79</sup> Comunicación "A" 5089.

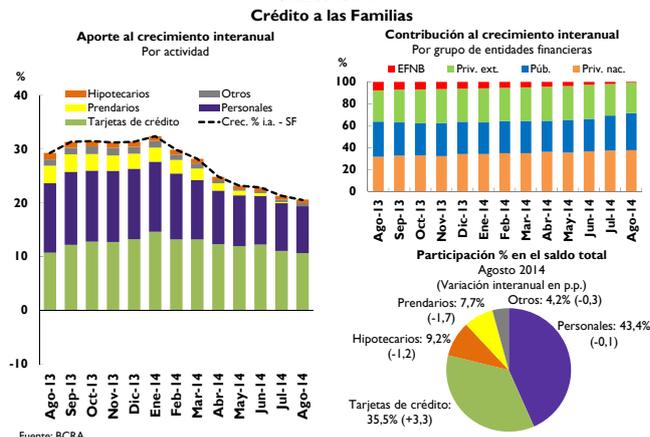
**Gráfico IV.13**



con la tendencia observada desde mediados de 2012, las MiPyMES continuaron registrando el mayor crecimiento relativo en el segmento de créditos canalizados a las personas jurídicas. De esta manera, en el acumulado de 2014 las financiamientos canalizados a este tamaño de empresas ganó relevancia en términos del monto total de crédito otorgado a personas jurídicas, hasta representar 44,7%, superando en 5,3 p.p. al registro del mismo período del año anterior (ver Gráfico IV.12).

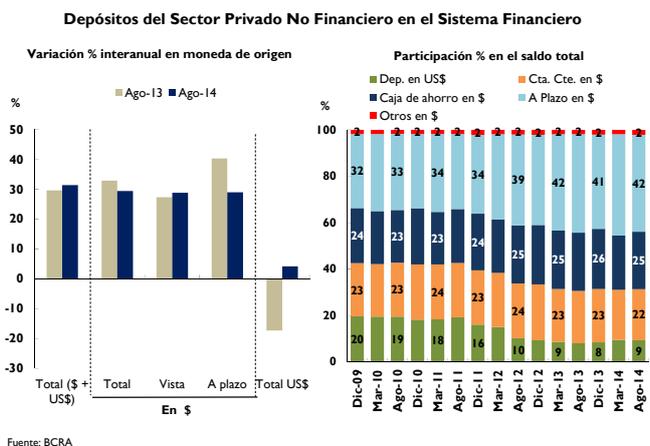
En los dos últimos años las financiamientos a empresas ganaron participación en el saldo de crédito total en casi todas las regiones del país. Los mayores incrementos relativos se registraron en las zonas Pampeana, del NOA y del NEA (ver Gráfico IV.13).

**Gráfico IV.14**



En los primeros ocho meses de 2014 el saldo de crédito a los hogares moderó su ritmo de crecimiento interanual, hasta alcanzar un incremento de 20,5% i.a. en agosto (ver Gráfico IV.14). En particular las líneas al consumo fueron las más dinámicas en este período, destacándose las financiamientos mediante tarjetas de crédito, las cuales se expandieron 33% i.a. y explicaron casi 52% de la suba interanual de los préstamos a las familias. Como resultado de este desempeño, las tarjetas aumentaron su importancia relativa en el saldo de crédito total a familias hasta representar 35,5% del crédito a este sector, 3,3 p.p. por encima del valor de un año atrás. Por su parte, a partir de julio de este año los créditos personales mostraron una mayor expansión mensual relativa, evolución en parte impulsada por el programa PRO.CRE.AUTO lanzado en junio de 2014 por el Gobierno Nacional. Por medio del mismo las familias pueden acceder a créditos personales para la adquisición de automóviles de producción nacional cero kilómetro, a tasas de interés subsidiadas con un plazo máximo de 5 años, otorgados por el Banco Nación Argentina<sup>80</sup>. La expansión interanual de los préstamos bancarios a los hogares fue impulsada por la banca privada nacional y, en menor medida, por los bancos públicos, los cuales aportaron —en conjunto— más de 71% del crecimiento en los últimos doce meses de los préstamos a este segmento.

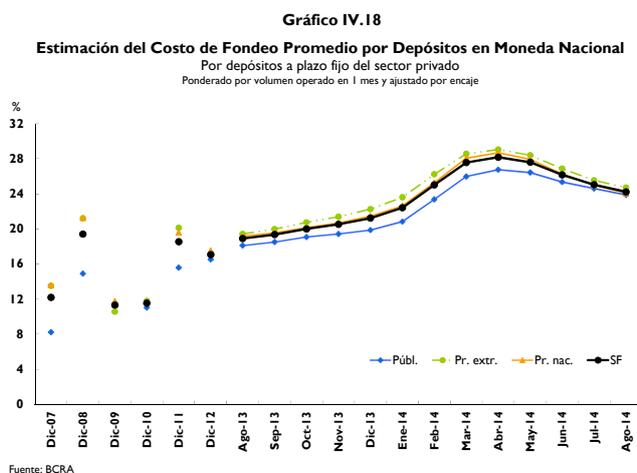
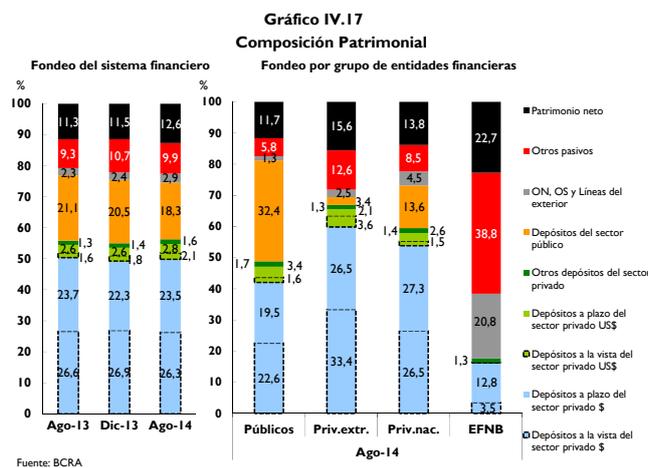
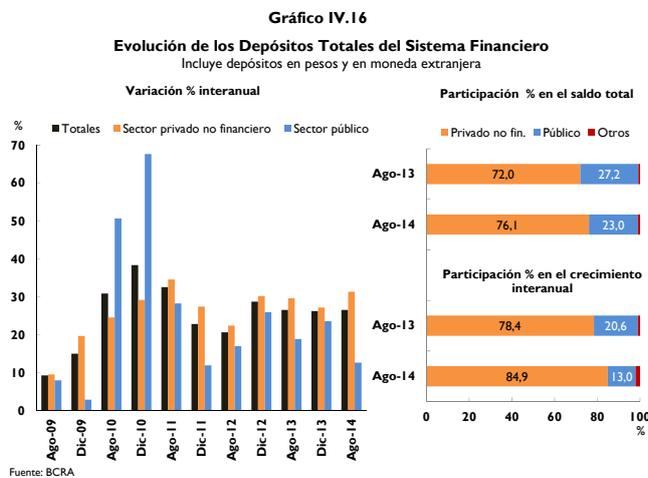
**Gráfico IV.15**



El BCRA continuó promoviendo medidas tendientes a proteger a los usuarios de servicios financieros. En particular, a mediados de junio de 2014 dispuso que las entidades financieras y las emisoras no financieras de tarjetas de crédito deban contar con autorización previa de esta Institución para poder incrementar las comisiones y/o costo de los productos y servicios financieros definidos como básicos<sup>81</sup>.

<sup>80</sup> La tasa anual de interés será de 17% para clientes de la entidad y de 19% para aquellos que no lo son.

<sup>81</sup> Comunicación "A" 5591. Para más información ver el Boletín de Estabilidad de Financiera correspondiente al Primer Semestre de 2014.



Por su parte, con el objetivo de fomentar el consumo a mediados de septiembre de 2014 el Gobierno Nacional lanzó el programa “Ahora 12”<sup>82</sup>, a través del cual se pueden adquirir productos y servicios en doce cuotas sin interés con tarjeta de crédito. Para dar impulso a la implementación de este programa el BCRA dispuso a partir de octubre de 2014 una reducción de la exigencia de efectivo mínimo<sup>83</sup> en un importe equivalente a 16% de (i) las financiaciones que las entidades financieras otorguen a través de dicho programa y de (ii) los créditos a una tasa de interés de 0% que los bancos concedan a empresas no financieras emisoras de tarjetas de crédito que hayan adherido al mencionado programa. Asimismo, se estableció que las financiaciones señaladas en el punto (ii) puedan asignarse a completar parcialmente el cupo del quinto tramo de la LCIP.

Los depósitos en moneda nacional de las empresas y familias aumentaron 29,4% i.a. en agosto de 2014, levemente por debajo de la variación observada el mismo mes del año anterior. No obstante, cabe señalar que en el segundo trimestre del año se observó cierta aceleración en el ritmo de expansión de las colocaciones en moneda nacional al sector privado, creciendo 45,7% a.<sup>84</sup>, más de 27 p.p. por encima del valor registrado para los primeros tres meses de 2014 y casi 10 p.p. más que el mismo período del año pasado. Las colocaciones a plazo en pesos de este sector moderaron su ritmo de crecimiento interanual hasta 29% en agosto de 2014, si bien mantuvieron un 42% de participación en el saldo de depósitos totales del sector privado (ver Gráfico IV.15). En tanto en los primeros ocho meses de 2014 las cuentas a la vista cobraron dinamismo creciendo 28,8% i.a. en agosto, contribuyendo con más de la mitad del incremento interanual de los depósitos en pesos del sector privado. Por su parte a partir de mayo de 2014 las imposiciones en moneda extranjera registraron leves incrementos interanuales, alcanzando una suba de 4,2% i.a. en agosto<sup>85</sup>.

Las colocaciones totales (en moneda nacional y extranjera) del sector privado aumentaron a un ritmo de 31,4% i.a. a agosto de este año, superando en 1,7 p.p. al valor observado el mismo período de 2013. Este desempeño fue impulsado mayormente por la banca privada, la cual explicó casi 58% del aumento interanual de los depósitos totales de las empresas y familias.

Por su parte, durante los primeros ocho meses de 2014 el saldo de balance de las imposiciones totales del sector público continuó creciendo, si bien se observó cierta

<sup>82</sup> Resolución Conjunta N° 671/2014 y 267/2014 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y del Ministerio de Industria.

<sup>83</sup> Comunicación “A” 5638.

<sup>84</sup> El incremento trimestral estuvo en parte impulsado por la acreditación del medio sueldo anual complementario.

<sup>85</sup> Considerando variaciones en moneda de origen.

Gráfico IV.19

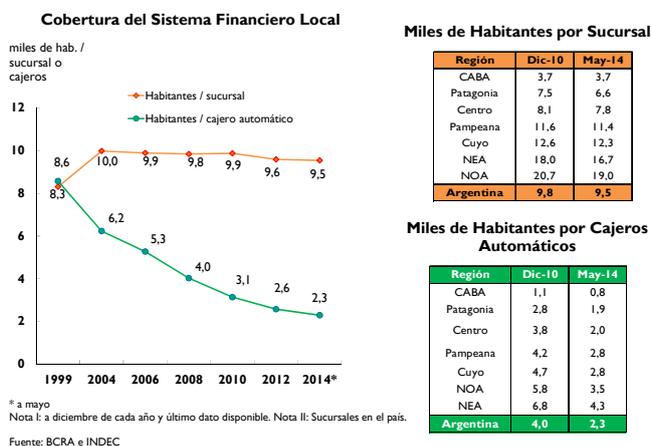
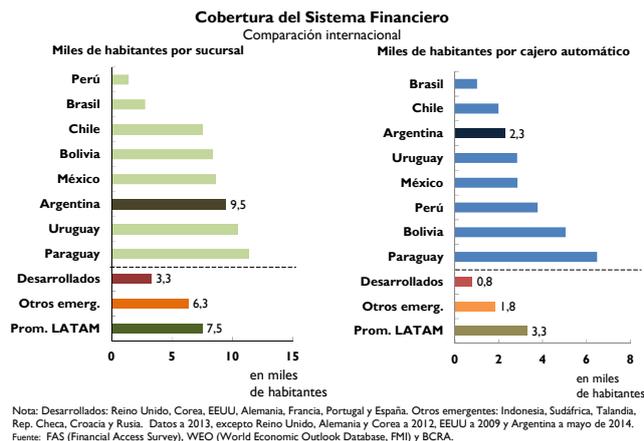


Gráfico IV.20



morigeración en su evolución a partir del segundo trimestre del año. De esta manera, las colocaciones del sector público aumentaron 12,7% i.a. en agosto, por debajo de las variaciones observadas al cierre de 2013 y de un año atrás.

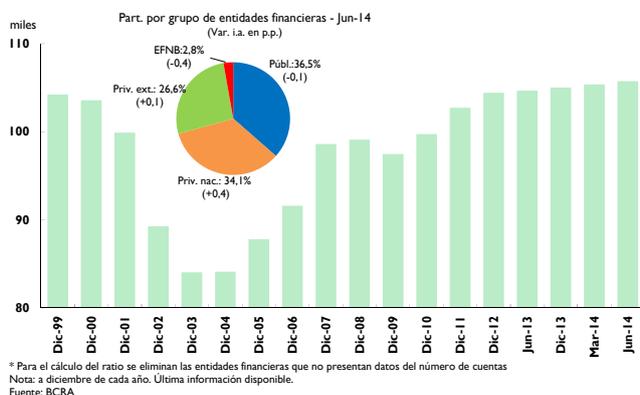
Producto de la evolución de los depósitos del sector privado y público, las colocaciones totales (incluyendo moneda nacional y extranjera, sector privado y público) aumentaron 26,6% i.a. en agosto de 2014, ligeramente por encima de la tasa de expansión de fines de 2013 y en línea con el valor registrado el mismo mes del año anterior fines de 2013 (ver Gráfico IV.16). Las imposiciones de las empresas y familias contribuyeron en 84,9% del incremento interanual de los depósitos totales, aumentando en 4,1 p.p. su participación en el saldo total de colocaciones con respecto al valor de 2013.

Como resultado del desempeño observado en los primeros ocho meses de 2014, las colocaciones de las empresas y familias se consolidan como la mayor fuente de fondeo (pasivos más patrimonio neto) del sistema financiero (ver Gráfico IV.17). De esta manera, los depósitos totales del sector privado ponderaron 56,3% del activo neteado total en agosto de 2014, aumentando 1,3 p.p. con respecto al valor del cierre del año pasado y 0,5 p.p. en comparación con el registro de agosto de 2013. Este desempeño fue impulsado mayormente por las imposiciones en moneda nacional del sector privado, las cuales representaron 49,8% del fondeo total. En particular, en lo que va del año las cuentas a plazo en pesos de las empresas y familias aumentaron 1,2 p.p. su participación en el fondeo total, hasta 23,5%. Como contrapartida en este lapso los depósitos del sector público redujeron levemente su importancia relativa en el fondeo total, hasta representar 18,3% en agosto de 2014.

En los primeros tres meses de 2014 el costo de fondeo estimado por depósitos a plazo fijo en moneda nacional aumentó de forma generalizada en todos los grupos de bancos (ver Gráfico IV.18). No obstante entre mayo y agosto de este año se observó una gradual caída de las tasas de interés operadas en las imposiciones a plazo del sector privado en pesos generando una disminución en el costo de fondeo. Este movimiento fue impulsado mayormente por los bancos privados nacionales y extranjeros. Cabe señalar que a principios de octubre de 2014 con el propósito de mejorar el atractivo de los instrumentos de ahorro en pesos para el público, el BCRA dispuso un límite mínimo a la tasa de depósitos a plazo fijo en moneda nacional de las personas físicas, en la medida que el importe colocado no exceda los \$350.000<sup>86</sup> —nuevo importe de la cobertura de la garan-

<sup>86</sup> Comunicación "A" 5640.

**Gráfico IV.21**  
Empleo en el Sistema Financiero



tía de los depósitos—. En particular esta tasa no podrá ser inferior a la que surja del producto entre la última “tasa de interés pasiva de referencia” (promedio simple de las tasas de corte de la LEBAC a 90 días) y el coeficiente que corresponda según el plazo original de la imposición<sup>87</sup>.

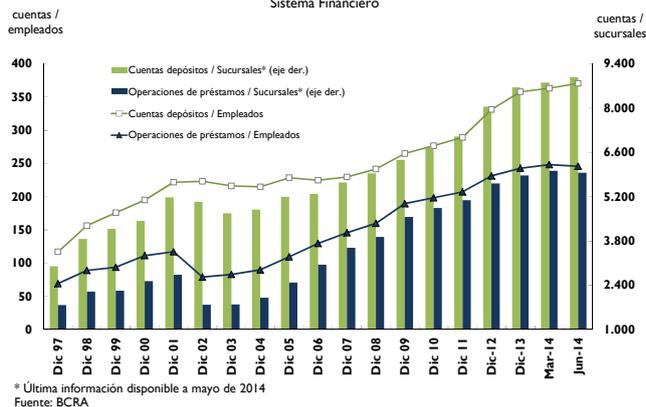
En lo que va de 2014 veintitrés entidades financieras realizaron colocaciones de obligaciones negociables (ON) y valores de corto plazo (VCP), captando fondos por un total de \$5.879 millones, ligeramente por debajo del monto observado el mismo período del año anterior. Cabe señalar que la totalidad de las colocaciones fueron emitidas en moneda nacional. De esta manera, en los primeros ocho meses del año la proporción de ON, OS (obligaciones subordinadas) y líneas de préstamos del exterior del conjunto de bancos en el fondeo total se incrementó ligeramente, hasta representar 3% en agosto de 2014 (ver Tabla IV.1).

A lo largo de 2014 el aumento de la actividad de intermediación del conjunto de bancos siguió reflejándose en la estructura operativa del sector. En una comparación interanual el número de sucursales en todo el país creció 1,2% i.a. en mayo de 2014 —última información disponible—, hasta alcanzar un total de 4.363 unidades. El incremento de filiales bancarias se dio de forma generalizada en todas las regiones del país, siendo impulsado mayormente por la banca privada nacional y extranjera. Por su parte la cantidad de cajeros automáticos y terminales de autoservicios aumentaron a un ritmo de 7,2% i.a., totalizando 18.174 unidades. El aumento interanual del número de cajeros fue conducido mayormente por los bancos privados nacionales y públicos, siendo las zonas de Cuyo, NOA y NEA las que verificaron el mayor incremento relativo.

En el marco de las políticas de autorización de nuevas sucursales implementadas por el BCRA<sup>88</sup> tendientes a promover la expansión de la infraestructura financiera en especial en zonas menos bancarizadas del país, en la primera parte del año esta Institución autorizó la apertura de 14 nuevas filiales en regiones con menor cobertura financiera. De esta forma, desde principios de 2011 hasta mediados de 2014 se llevan autorizadas 130 nuevas sucursales en zonas con menor grado de bancarización.

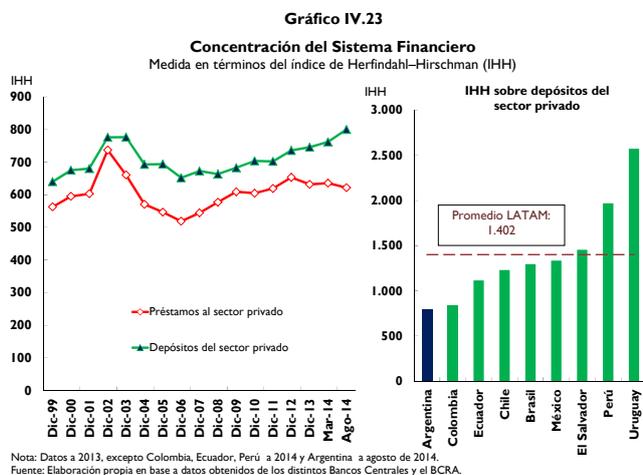
La continua expansión de filiales y cajeros a lo largo de todo el país se estaría reflejando en un mayor acceso de los habitantes a los servicios financieros. En particular, los indicadores de habitantes por sucursal y por cajero

**Gráfico IV.22**  
Cantidad de Cuentas en Términos de Empleados y de Sucursales



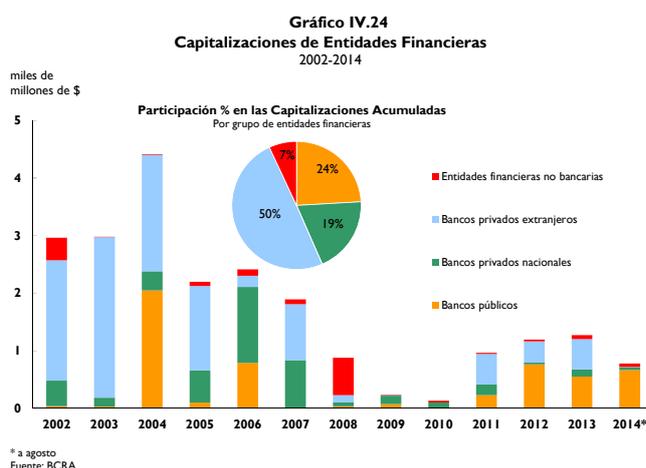
<sup>87</sup> El coeficiente será del 87% para el plazo más corto (de 30 a 44 días); del 89% para el plazo comprendido entre 45 y 59 días; y de 93% para un plazo igual o superior a los 60 días.

<sup>88</sup> Comunicación “A” 5168 y Comunicación “A” 5355.



automático mejoraron en los últimos años, observándose una gradual disminución de estos ratios en todas las zonas del territorio argentino, principalmente en aquellas con menor grado de bancarización, como el NOA y el NEA (ver Gráfico IV.19). En efecto, el número de habitantes por sucursal y por cajero alcanzó 9,5 miles y 2,3 miles respectivamente a nivel agregado, por debajo de los valores registrados años atrás. Si bien el avance en infraestructura bancaria es significativo, aún queda un gran margen de mejora en comparación con otros países de la región y otras economías emergentes y desarrolladas (ver Gráfico IV.20).

En el mencionado marco de crecimiento de la cantidad de cajeros automáticos y de la cantidad de sucursales, en la primera parte de 2014 continuó mejorando la dotación de personal del sistema financiero (ver Gráfico IV.21). De esta manera, en junio de 2014 (última información disponible), el número de empleados del sector bancario se incrementó 1,1% i.a., en línea con la variación observada el mismo mes del año anterior, alcanzando un total de 105.836 trabajadores. En los primeros seis meses de 2014, casi todos los grupos de entidades financieras aumentaron sus niveles de empleo, destacándose los bancos privados extranjeros.



La expansión de la infraestructura y de la provisión de servicios financieros ha sido acompañada con una mejora de ciertos indicadores de eficiencia operativa. En lo que va de 2014 continuó incrementándose la cantidad de cuentas de depósitos y de operaciones de préstamos con relación a la cantidad de sucursales y empleados (ver Gráfico IV.22). En particular tanto el ratio de depósitos sobre sucursales como aquel calculado sobre empleados se expandió casi 9% i.a. en junio, por encima de los valores observados el mismo mes del año anterior.

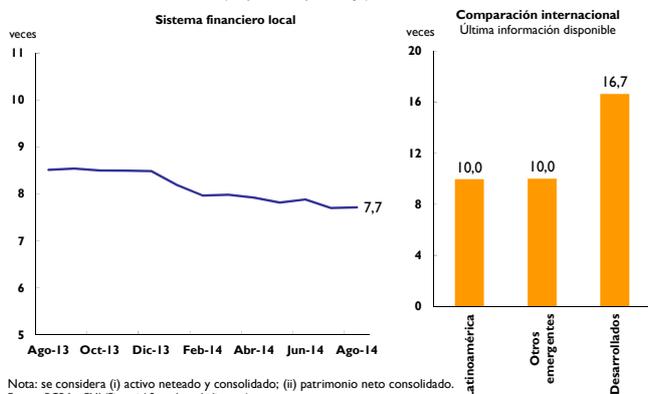
Aunque en los últimos años el mercado financiero argentino mostró una tendencia gradualmente creciente en sus niveles de concentración, estos valores aún permanecen bajos en una comparación con otras economías latinoamericanas (ver Gráfico IV.23).

#### IV.1.2 Posición de capital

El patrimonio neto del sistema financiero consolidado continuó expandiéndose a lo largo de 2014, alcanzando un incremento interanual de 44,2% en agosto. Este incremento del patrimonio se nutrió fundamentalmente de las ganancias contables devengadas y, en menor medida, de los nuevos aportes de capital. En lo que va del año el sector bancario recibió capitalizaciones por casi \$780 millones (ver Gráfico IV.24), siendo canalizadas mayormente hacia los bancos públicos. Por su parte, en los

**Gráfico IV.25**

**Apalancamiento del Sistema Financiero**  
Activo (sin ponderar por riesgo) / Patrimonio neto



primeros ocho meses del año algunas entidades financieras distribuyeron dividendos por un monto total aproximado de \$1.910 millones. Este valor resultó ser significativamente mayor a los verificados en 2012 y 2013 (\$780 millones y \$230 millones respectivamente).

Como resultado del mayor crecimiento relativo del patrimonio neto de los bancos respecto de sus activos, el nivel de apalancamiento del sistema financiero se redujo en lo que va del año. De esta manera, el activo neteado alcanzó a representar 7,7 veces el patrimonio neto del sistema financiero local en agosto de 2014 (ver Gráfico IV.25), un nivel sustancialmente menor al promedio de la región y de otras economías emergentes y desarrolladas.

**Tabla IV.2**

**Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero**

Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio

	Anual			Acumulado 8 meses	
	2011	2012	2013	2013	2014
<b>Margen financiero</b>	8,0	9,2	10,3	9,7	12,3
Resultado por intereses	4,6	5,7	5,9	5,9	5,7
Ajustes CER y CVS	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
Resultado por títulos valores	2,6	2,6	2,6	2,4	3,9
Diferencias de cotización	0,6	0,6	1,3	1,0	1,7
Otros resultados financieros	0,0	0,0	0,3	0,1	0,5
Resultado por servicios	3,9	4,2	4,3	4,3	4,2
Gastos de administración	-6,7	-7,0	-7,1	-7,2	-7,3
Cargos por incobrabilidad	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0
Efectos de la crisis 2001-2002 (*)	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Cargas impositivas	-1,1	-1,3	-1,6	-1,6	-1,8
Diversos	0,5	0,4	0,3	0,3	0,5
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	3,9	4,3	5,0	4,5	6,9
Impuesto a las ganancias	-1,2	-1,5	-1,6	-1,5	-2,2
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>
<b>Resultado ajustado (**)</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>4,8</b>
Resultado en % del PN (ROE)	25,3	25,7	29,5	25,4	37,4
Resultado antes de impuesto a las ganancias en % del PN	36,5	39,0	43,8	38,8	55,2

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

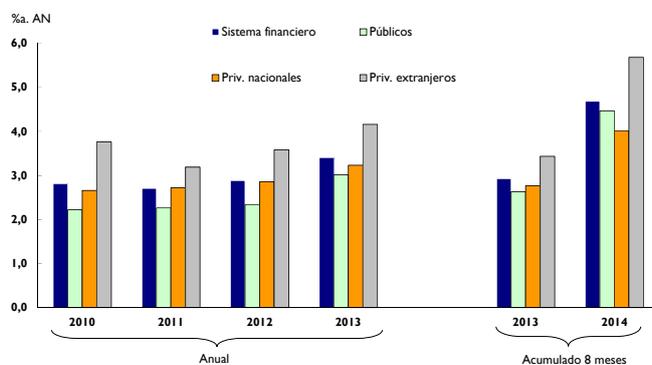
(\*\*) Excluyéndose partidas contables relacionadas con los efectos de la crisis 2001-2002.

Fuente: BCRA

En términos normativos, la integración de capital regulatorio del sistema financiero se ubicó en 14,3% de los activos totales ponderados por riesgo (APR) en agosto, aumentando 0,7 p.p. con respecto al cierre de 2013. Cabe considerar que el capital Nivel 1<sup>89</sup> (más del 90% de la integración total), que presenta la mayor capacidad de absorción de pérdidas, representó 13,3% de los APR, 0,8 p.p. más que al nivel de fines del año pasado. Por su parte, el exceso de integración de capital en términos de la exigencia normativa (posición de capital) se ubicó en 84% en el octavo mes de 2014 para el sistema financiero (ver Gráfico IV.2), acumulando un incremento de 8 p.p. en relación a fines del año pasado. Dicho contexto de holgura de integración de capital con respecto a lo exigido se observa en todos los grupos de bancos.

Las ganancias contables del sistema financiero alcanzaron \$33.425 millones en el acumulado de 2014. De esta manera, entre enero y agosto de 2014 la rentabilidad en términos de los activos (ROA) de los bancos totalizó 4,7% de forma anualizada (a.) (ver Tabla IV.2), 1,8 p.p. y 1,3 p.p. por encima de los primeros ocho meses de 2013 y de todo el año pasado, respectivamente. Los beneficios contables acumulados estuvieron impulsados fundamentalmente por el crecimiento del margen financiero, siendo parcialmente compensados por los mayores egresos en concepto de impuestos y gastos de administración. Cabe considerar que todos los grupos de bancos mejoraron en términos interanuales sus niveles de rentabilidad (ver Gráfico IV.26).

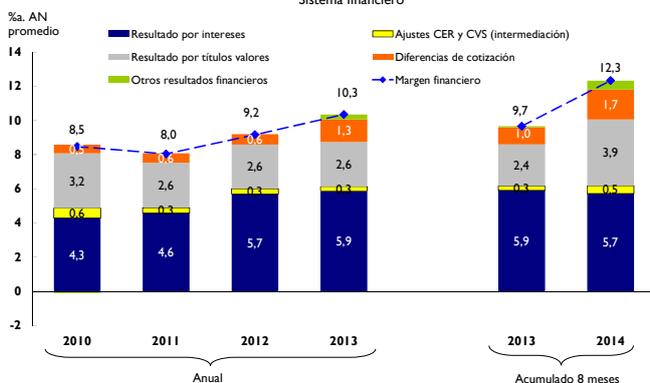
**Gráfico IV.26**  
**Rentabilidad por Grupo de Bancos**  
En % del activo neteado



El margen financiero de los bancos se ubicó en 12,3% del activo en el acumulado de ocho meses de 2014, aumentando 2,6 p.p. con respecto al mismo período del año pasado. Dicho incremento estuvo impulsado principalmente por los resultados por títulos valores y por los rubros relacionados con la evolución del tipo de cambio

<sup>89</sup> Definido como patrimonio neto básico (capital ordinario y adicional), neto de las cuentas deducibles. Ver Comunicación "A" 5369.

**Gráfico IV.27**  
Composición del Margen Financiero  
Sistema financiero



Fuente: BCRA

**Tabla IV.3**  
Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos  
Acumulado 8 meses de 2014 - Indicadores actualizados en % del activo netado promedio

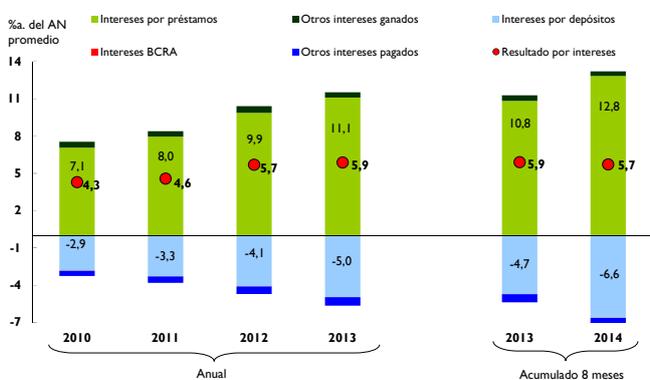
	Bancos privados			Bancos públicos	EFNB
	Total	Nacionales	Extranjeros		
Margen financiero	13,6	12,3	15,0	10,6	13,0
Resultado por intereses	7,2	6,3	8,2	3,4	11,8
Ajustes CER y CVS	0,2	0,1	0,2	0,9	0,0
Resultado por títulos valores	3,5	4,2	2,8	4,5	0,4
Diferencias de cotización	1,7	0,9	2,5	1,8	0,8
Otros resultados financieros	1,0	0,7	1,3	-0,1	0,1
Resultado por servicios	5,4	5,3	5,6	2,5	7,7
Gastos de administración	-8,7	-8,8	-8,6	-5,4	-8,7
Cargos por incobrabilidad	-1,3	-1,3	-1,3	-0,5	-2,1
Efectos de la crisis 2001-2002 (**)	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0
Cargas impositivas	-2,3	-2,4	-2,3	-1,0	-2,8
Diversos	0,7	0,9	0,5	0,3	1,3
Monetario	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado total antes de impuesto a las ganancias	7,4	6,0	8,8	6,2	7,3
Impuesto a las ganancias	-2,6	-2,0	-3,1	-1,8	-2,6
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>4,8</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>
<b>Resultado ajustado (***)</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>	<b>5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
Resultado en % del PN (ROE)	36,2	33,9	38,1	40,6	22,4
Resultado antes de impuesto a las ganancias en % del PN	55,5	50,9	59,1	56,6	51,7

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

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

Fuente: BCRA

**Gráfico IV.28**  
Resultados por Intereses  
Sistema financiero



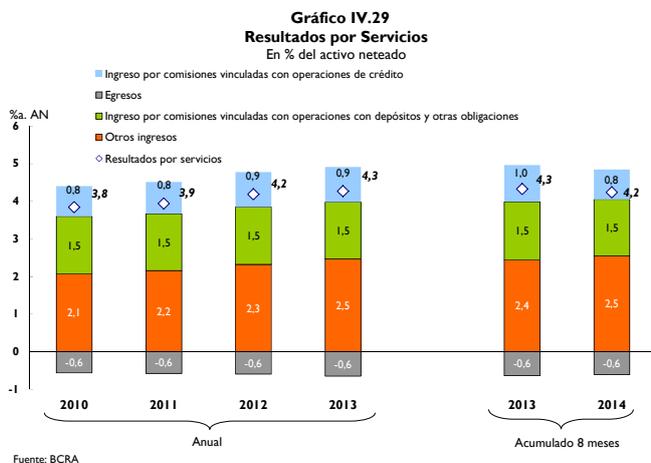
Fuente: BCRA

—diferencias de cotización y ajustes por operaciones a término en moneda extranjera— (ver Gráfico IV.27). En una comparación interanual, todos los grupos de bancos mejoraron su margen financiero, presentando los privados extranjeros el mayor crecimiento relativo y superando en términos de los activos a los privados nacionales y a los públicos.

En lo que va de 2014 los ingresos netos por intereses del sistema financiero disminuyeron 0,2 p.p. del activo en términos interanuales, hasta ubicarse en 5,7%a. (ver Gráfico IV.28). Este movimiento fue explicado principalmente por el incremento de los egresos por depósitos y otros intereses pagados, que fueron parcialmente compensados con mayores ingresos por préstamos. Cabe considerar que a lo largo de 2014 se observó una creciente ponderación de las colocaciones a plazo en los balances bancarios en un contexto de mayores tasas de interés pasivas, sumado a las medidas dispuestas por el BCRA a mediados de año destinada a regular las tasas de interés en las operaciones de crédito de las personas físicas (ver Sección IV.1.1).

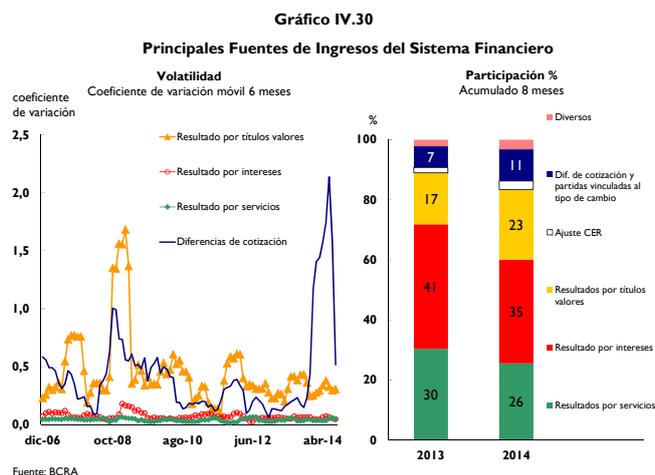
Como resultado de la posición activa de los bancos frente al descalce de moneda extranjera y la evolución observada en el tipo de cambio nominal peso-dólar a lo largo del año (ver Sección V.5), los resultados acumulados por diferencias de cotización se ubicaron en 1,7%a. del activo en lo que va de 2014, incrementándose 0,7 p.p. interanualmente. Las ganancias por este concepto se reflejaron en todos los grupos de entidades, evidenciándose el mayor dinamismo interanual en los bancos privados extranjeros. También debe señalarse que el rubro de “otros resultados financieros” reflejó en lo que va del año las ganancias vinculadas a los ajustes de las operaciones a término de moneda extranjera.

Los resultados por títulos valores impulsaron el aumento interanual en los beneficios contables acumulados del sistema financiero. Así, en los primeros ocho meses de 2014 estos ingresos netos por títulos valores se ubicaron en 3,9%a. del activo, incrementándose 1,5 p.p. respecto al mismo período del año anterior. Los bancos privados nacionales evidenciaron el dinamismo más destacado en este segmento del cuadro de resultados (aumenta 2 p.p. del activo hasta 4,2%a.), si bien las entidades financieras públicas presentaron un mayor peso relativo (4,5%a. del activo) (ver Tabla IV.3). Este desempeño estuvo asociado al incremento del saldo de letras y notas del BCRA en cartera de los bancos en un contexto de mayores tasas de interés licitadas, así como a la recomposición de las cotizaciones de parte de los títulos públicos en tenencia de las entidades (ver Sección II.3).



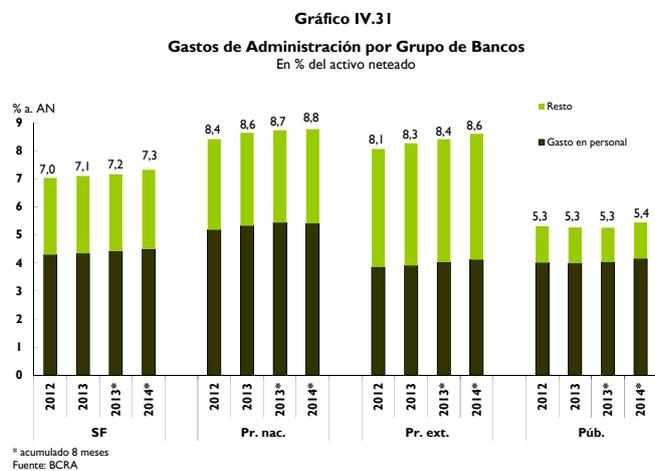
Los resultados por partidas ajustadas por CER se ubicaron en 0,5%a. del activo en el acumulado de enero-agosto, aumentando en el margen respecto al mismo período de 2013 y 2012. Este desempeño se dio en el marco de la nueva metodología para el cálculo del índice de precios, que toma como referencia el IPCNu desde principios de año. Al desagregar por grupo de bancos, se observa que las entidades públicas evidencian la mayor ponderación de estos ingresos en sus estados de resultados, recogiendo el mayor descalce de balance de partidas ajustadas por CER (ver Capítulo V).

Los resultados por servicios del sistema financiero totalizaron 4,2%a. del activo en lo que va de 2014 (ver Gráfico IV.29), cayendo levemente en comparación a los primeros ocho meses del año pasado. La reducción interanual en este concepto del cuadro de resultados se reflejó en las entidades financieras privadas, tanto de origen nacional como extranjero, y fue impulsado principalmente por los menores ingresos por comisiones vinculadas con operaciones de créditos.



Dentro de las principales fuentes de rentabilidad que componen el cuadro de resultados del sistema financiero, en los últimos meses ganaron participación aquellas que presentan mayor volatilidad. Así, los resultados por títulos valores y por diferencias de cotización alcanzaron a representar 34% 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 61% del total (ver Gráfico IV.30).

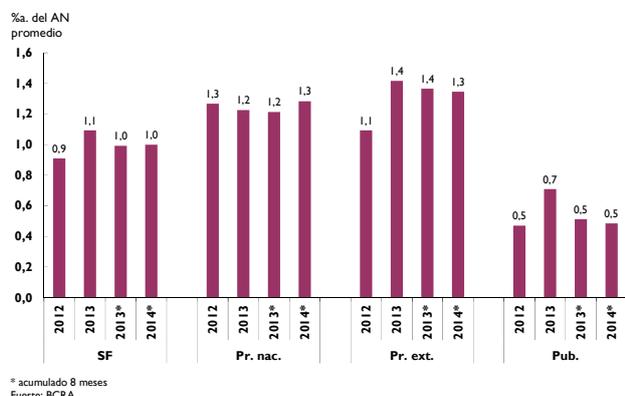
Los gastos de administración se ubicaron en 7,3%a. del activo en el acumulado del 2014, aumentando levemente con respecto al mismo período de 2013 (ver Gráfico IV.31). El incremento interanual se reflejó en los todos los grupos de entidades financieras, si bien fueron los bancos privados extranjeros los que presentaron el mayor crecimiento relativo. Estos egresos fueron impulsados principalmente por los gastos en personal (remuneraciones y cargas sociales), que representan más del 60% del total de gastos de administración a nivel sistémico.



Los cargos por incobrabilidad del sistema financiero se ubicaron en 1%a. del activo en el acumulado año, manteniéndose estables respecto al nivel del mismo período del año anterior y presentado solo ligeros cambios en los distintos grupos de bancos (ver Gráfico IV.32).

El nivel de cobertura de los gastos de administración con resultados por intereses y por servicios (netos de cargos por incobrabilidad) se situó en 122% para el con-

**Gráfico IV.32**  
Cargos por Incobrabilidad por Grupo de Bancos  
En % del activo neteado

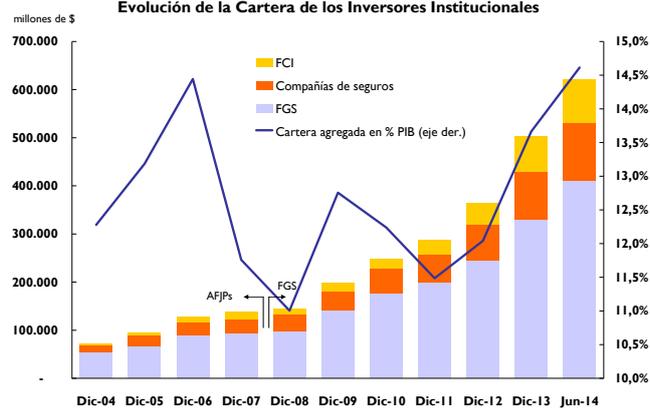


junto de bancos en los primeros ocho meses de 2014, disminuyendo 7 p.p. respecto al mismo período de 2013. La reducción interanual de este indicador se observó fundamentalmente en los bancos privados nacionales.

Por su parte, en lo que va de 2014 las erogaciones en concepto de impuestos (impuesto a las ganancias y otras cargas impositivas) ascendieron a un monto equivalente a 4%a. del activo para el sistema financiero, 0,9 p.p. más que en comparación a igual de 2013. Dicho incremento se verificó en todos los grupos de bancos, si bien cabe mencionar que estos egresos tuvieron una mayor ponderación en las entidades privadas nacionales y extranjeras. Además, los ajustes por préstamos al sector público y la amortización de amparos (efectos de la crisis 2001-2002) representaron en conjunto sólo 0,1% del activo, manteniéndose en línea con lo observado en años anteriores.

## IV.2 Inversores institucionales

**Gráfico IV.33**  
Evolución de la Cartera de los Inversores Institucionales



La cartera agregada de los tres principales grupos de inversores institucionales del mercado local representaba hacia junio del corriente año un monto de más de \$621.000 millones<sup>90</sup>. Esta cifra incluye a las carteras del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), las compañías de seguros (CS) y los fondos comunes de inversión (FCI). El total de inversiones de estos tres tipos de agentes evidenció un incremento de 24% en lo que va de 2014 (mayor al observado en los dos semestres previos) y de 49% en términos interanuales. Esta cartera representa aproximadamente un 15% del PIB, manteniendo una tendencia ascendente desde el año 2011 (Gráfico IV.33).

**Tabla IV.4**  
Evolución de la Cartera del FGS

En millones de \$	Dic-12	Ago-13	Dic-13	Ago-14	Var. Ago-14 vs Ago-13 (%)	Var. desde Dic-13 (%)
Disponibilidades y otros*	22.631	23.041	25.378	27.861	21%	10%
Plazo Fijo	14.908	14.082	15.996	14.787	5%	-8%
Titulos y Obligaciones Negociables	159.434	193.400	215.584	295.940	53%	37%
Acciones	15.905	23.688	27.838	49.378	108%	77%
Proyectos Productivos y de Infraestructura	31.921	37.965	44.677	55.445	46%	24%
<b>Total FGS</b>	<b>244.799</b>	<b>292.176</b>	<b>329.472</b>	<b>443.410</b>	<b>52%</b>	<b>35%</b>

(\*) "Otros" incluye FF estructurados y otros, FCI, Fondos de Inversión Directa, Titulos Valores Extranjeros, Futuros y Opciones, Cédulas Hipotecarias, etc.  
Fuente: ANSES - FGS.

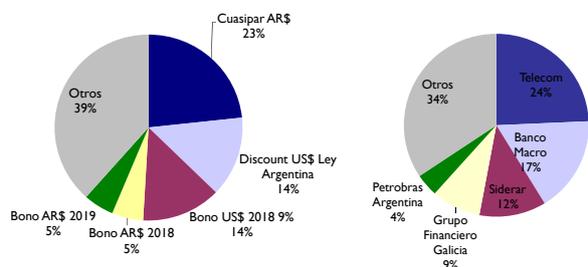
La cartera del FGS (el principal inversor institucional de la plaza local), ascendía en agosto a más de \$440.000 millones<sup>91</sup>, con incremento de 35% en lo que va de 2014 y 52% en términos interanuales (Tabla IV.4). En línea con el comportamiento observado en las cotizaciones en los mercados secundarios, hasta agosto el principal avance en términos de monto estuvo dado por el rubro de títulos públicos y obligaciones negociables<sup>92</sup>, que explica casi dos tercios de la cartera total, y —en menor medida— por las tenencias de acciones. Se destaca que las acciones constituyen el segmento con mayor incremento en términos porcentuales en lo que va de 2014, extendiendo la tendencia observada el año previo. En ambos casos, el de los bonos y el de las acciones, las cinco principales especies en cartera representan casi

<sup>90</sup> Última información disponible para el agregado. El monto representa la agregación de carteras sin consolidar.

<sup>91</sup> Último dato disponible. A junio (último momento con datos para los tres grupos de inversores institucionales mencionados) la cartera del FGS explicaba dos tercios de la cartera agregada de los inversores institucionales aquí considerados.

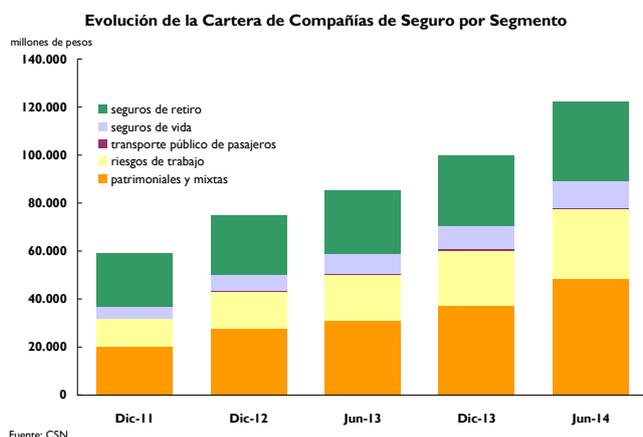
<sup>92</sup> El grueso de este rubro está compuesto por títulos públicos. Según datos de las presentaciones ante la Comisión Bicameral del Congreso, hacia mediados de mayo las obligaciones negociables representaban sólo 3% del segmento.

**Gráfico IV.34**  
**FGS: Tenencias de Títulos Públicos y Acciones**  
 Ago-14



Fuente: ANSES-FGS

**Gráfico IV.35**



Fuente: CSN.

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

En millones de \$	Dic-12	Jun-13	Dic-13	Mar-14	Jun-14	Var. Jun-14 vs Jun-13 (%)	Var. desde Dic-13 (%)
Títulos públicos	28.892	28.333	31.176	36.388	40.275	42%	29%
Acciones	4.175	2.721	3.314	3.749	3.907	44%	18%
Obligaciones Negociables	7.807	13.199	16.931	19.307	20.211	53%	19%
FCI	11.421	14.574	19.228	21.379	25.830	77%	34%
Fideicomisos Financieros	2.719	2.643	3.212	3.429	2.330	-12%	-27%
Plazos Fijos	18.643	20.287	21.644	24.130	24.534	21%	13%
Otras inversiones en el país	897	3.198	3.801	4.267	4.553	42%	20%
Inversiones en el exterior	447	320	433	435	400	25%	-8%
<b>Total cartera</b>	<b>75.000</b>	<b>85.275</b>	<b>99.740</b>	<b>113.083</b>	<b>122.039</b>	<b>43%</b>	<b>22%</b>

Fuente: SSN.

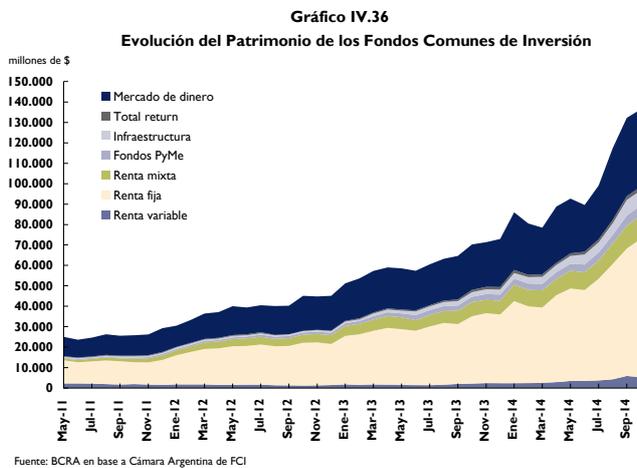
dos tercios del rubro respectivo (Gráfico IV.34). Otros segmentos con importantes avances fueron el de proyectos productivos y de infraestructura (que también evidenció un significativo aumento en términos porcentuales) y el de disponibilidades y otros. El monto de los proyectos productivos y de infraestructura creció 24% en lo que va del año, al tiempo que siguió siendo el rubro con mayor ponderación en la cartera después del agregado de títulos públicos y obligaciones negociables<sup>93</sup>. Sólo los plazos fijos computaron una merma, con caída de 8% en lo que va de 2014 (aunque interanualmente crecieron 5%), hasta representar menos del 5% de la cartera total. En este contexto, la ponderación de los plazos fijos del FGS sobre el total del sistema pasó de estar por encima de 5% a fines de 2013 a un nivel de 3% en agosto del corriente año.

La cartera de las compañías de seguros creció 22% en lo que va de 2014 (43% interanual) hasta un nivel de por encima de los \$122.000 millones. Este incremento se dio para todos los subgrupos de empresas (Gráfico IV.35), pero fue más marcado en el segmento de las aseguradoras generales (el de mayor ponderación sobre el total).

Buena parte del incremento registrado en la cartera de compañías de seguro en lo que va del año en términos de monto estuvo explicada por los títulos públicos y los FCI, los rubros con mayor crecimiento porcentual en el período (Tabla IV.5). Junto con los plazos fijos (que también crecieron en los últimos meses, aunque en forma más moderada), constituyen los tres segmentos con mayor ponderación, explicando casi tres cuartos de la cartera total de inversiones de las aseguradoras. Por su parte, tras crecer fuertemente en 2013, las inversiones en obligaciones negociables siguieron mostrando un importante dinamismo, manteniendo una ponderación de 17% (hacia fines de 2012 la misma era de 10%). Se destaca que el rubro de obligaciones negociables y el de FCI fueron los que más avanzaron en términos de ponderación desde 2012, en función de la aplicación de la Resolución 37.163/12 (y modificaciones) de la Superintendencia de Seguros de la Nación (“inciso k”)<sup>94</sup>. También las acciones crecieron en lo que va de 2014, aunque en este caso la ponderación sobre el total es más marginal (3%). Por último, los únicos rubros que registraron una caída en lo que va de 2014 fueron el de fideicomisos financieros, con merma de 27%, y las inversiones en el exterior, con caída de 8%. En ambos casos se trata de

<sup>93</sup> Los proyectos productivos y de infraestructura representan 13% de la cartera total. Su tope máximo en términos normativos es de 20% de la cartera.

<sup>94</sup> El listado de inversiones permitidas en el inciso k incluye Obligaciones Negociables y, en menor medida, Fideicomisos Financieros, Fondos Comunes de Inversión en Infraestructura y Fondos Comunes de Inversión PyMES. El incremento en la ponderación de ON y FCI (y, en menor medida, “otras inversiones en el país”) se dio principalmente en detrimento de la ponderación de los títulos públicos y los plazos fijos (que igualmente evidencian incrementos desde 2012 en términos de montos).



segmentos que explican menos del 2% de la cartera total.

A fines de octubre el patrimonio de los FCI era de más de \$136.400 millones (Gráfico IV.36). Esto implica una suba de 87% en lo que va de 2014 y de 96% comparado con igual mes del año pasado. Si bien esta tendencia alcista se dio en todos los subgrupos de FCI, el crecimiento estuvo mayormente explicado por los segmentos de renta fija y de mercados de dinero (*money markets*). Estos dos subgrupos, que son los de mayor ponderación sobre el total, explicaron 76% del incremento observado en lo que va del año. Por su parte, los FCI de infraestructura y de renta variable fueron los que mayores subas en términos porcentuales mostraron en el año, con tasas de variación cercanas a 200% y 140%, respectivamente.

# V. Riesgos del Sistema Financiero

## Síntesis

Durante 2014 se registraron pequeños cambios en el mapa de riesgo del sistema financiero. Estos desarrollos se dieron en un contexto de consolidación de la solidez del sector. La exposición agregada al riesgo de liquidez disminuyó levemente en lo que va del año. Por ejemplo, a nivel sistémico se redujo la participación de los pasivos de menor plazo residual en los pasivos totales, al tiempo que mermó ligeramente el grado de concentración de los depósitos. Complementariamente, desde inicios de año creció la cobertura de los pasivos de corto plazo con activos líquidos a partir del incremento de las tenencias de LEBAC en cartera de los bancos.

En términos de riesgo de crédito, por un lado, la exposición del sistema financiero al sector privado se redujo levemente en lo que va de 2014, en un contexto de cierta desaceleración de la intermediación financiera. Por otro lado, desde niveles bajos, la irregularidad del crédito se incrementó marginalmente, alcanzando 2,1% del total de la cartera hacia agosto de 2014, debido principalmente al desempeño de los préstamos a las familias, en tanto que el sector productivo no mostró variaciones significativas en su mora. Aun cuando la actividad económica mostró un menor dinamismo, se mantuvo acotado el riesgo de crédito enfrentado por el conjunto de entidades. Este fenómeno es consistente tanto con un mercado laboral que presentó sólo un leve deterioro, así como con los moderados niveles de endeudamiento y de carga financiera de las empresas y los hogares. A su vez, la cobertura de la cartera irregular con provisiones se mantuvo alta.

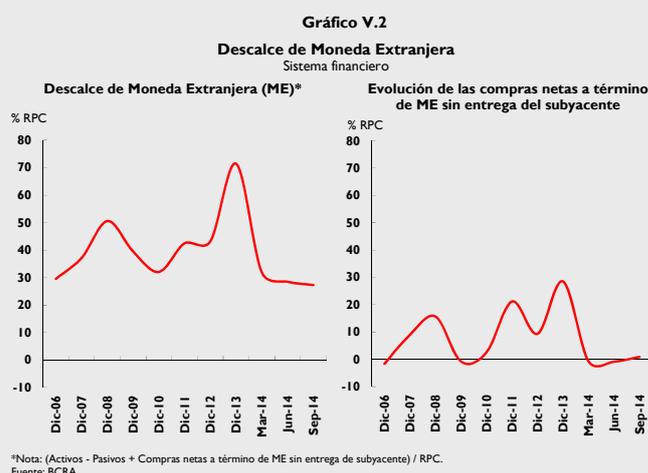
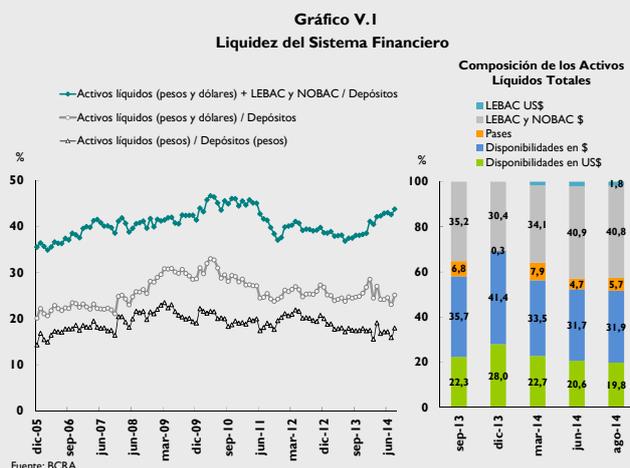
En la primera parte de 2014, las líneas de negocios de banca minorista y de negociación y venta de productos —en los que intervienen las tesorerías— fueron las que

explicaron mayormente los eventos al riesgo operacional, según lo informado por las entidades. A fin de 2014 tendrá plena vigencia el requerimiento de capital regulatorio para cubrir este tipo de riesgo, completándose así la última etapa de la implementación del cronograma que dio comienzo en 2012.

Desde niveles reducidos, la exposición del sistema financiero al riesgo de mercado se incrementó en el año principalmente debido a la mayor volatilidad de los precios de los activos financieros mayormente en posiciones en moneda extranjera. En lo referente a la cartera de títulos valores con cotización de mercado, el aumento de las tenencias en pesos también colaboró a explicar una mayor exigencia de capital por este riesgo.

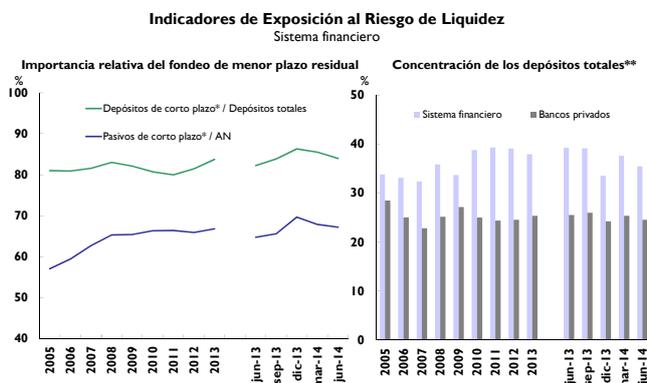
A lo largo de 2014 el sistema financiero acotó de forma considerable su exposición patrimonial al riesgo de moneda extranjera. A partir de las medidas tomadas por el BCRA bajo un enfoque macroprudencial, el descalce de moneda del sector se achicó sustancialmente impulsado por una reducción de las compras netas a término. Esto se produjo en un marco caracterizado por una disminución paulatina de la volatilidad del tipo de cambio nominal peso-dólar luego de lo observado a fines de 2013 y principios de este año.

En los primeros ocho meses de 2014 se redujo levemente la exposición que enfrentan los bancos al riesgo de tasa de interés. La “duration” de los activos netos de los pasivos de la cartera en pesos del “banking book” disminuyó ligeramente en 2014. Así, en relación a fines del año pasado, el valor económico del sistema financiero presentó una menor sensibilidad frente a cambios en las tasas de interés.



## V.1 Riesgo de liquidez

Gráfico V.3

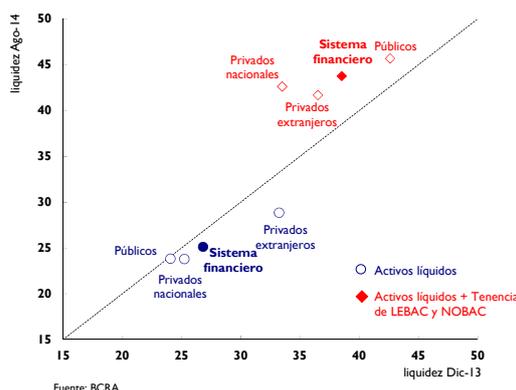


\*Con plazo residual menor a 1 mes. \*\*Saldo de los 110 principales clientes de cada entidad como porcentaje del total de depósitos.  
Nota: La información anual corresponde al promedio trimestral de cada período.  
Fuente: BCRA

La exposición al riesgo de liquidez presentó una leve reducción a lo largo de 2014. En este sentido, por ejemplo, el peso relativo de los pasivos de corto plazo continuó reduciéndose luego del pico evidenciado hacia fines de 2013. El valor de este indicador cayó 2,5 p.p. en el año hasta un nivel de 67,2%, dinámica observada especialmente en los depósitos (ver Gráfico V.3). Por otra parte, se redujeron ligeramente los niveles de concentración en los depósitos en el sistema financiero, tanto en los últimos meses como en comparación con el promedio de 2013 (ver Gráfico V.3).

Gráfico V.4

**Liquidez por Grupo de Bancos**  
% de los depósitos no financieros

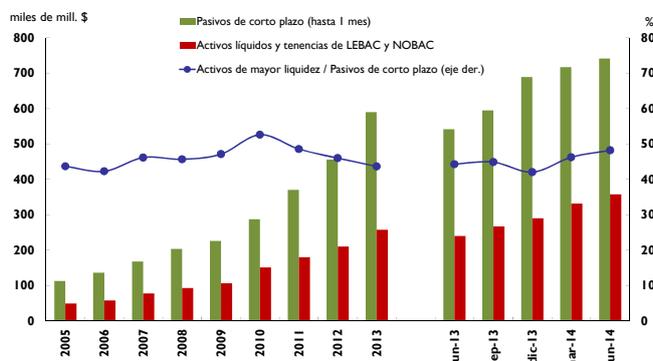


Fuente: BCRA

En términos de cobertura, el nivel de activos líquidos —incluyendo partidas en pesos y dólares— respecto de los depósitos totales se redujo 1,7 p.p. en lo que va de 2014, si bien este desempeño se revierte si se considera la tenencia de instrumentos de regulación monetaria no vinculada a operaciones de pases (ver Gráfico V.1). De este modo, el ratio amplio de liquidez (incluyendo LEBAC y NOBAC) se expandió 5,2 p.p. de los depósitos a agosto de 2014 hasta 43,8%. El comportamiento evidenciado en los indicadores de liquidez fue generalizado entre los distintos grupos de bancos (ver Gráfico V.4). De este modo, en lo que va del año se observó un cambio en la composición de los principales activos líquidos: merma en las disponibilidades en pesos (-9,4 p.p.) y en dólares (-8,2 p.p.) que fue compensada por aumentos tanto en tenencias de LEBAC en moneda nacional (+10,4 p.p.) y en moneda extranjera<sup>95</sup> (+1,8 p.p.) como en operaciones de pases con el BCRA (+5,4 p.p.) (ver Gráfico V.1).

Gráfico V.5

**Activos de Mayor Liquidez en Términos de los Pasivos de Corto Plazo\***

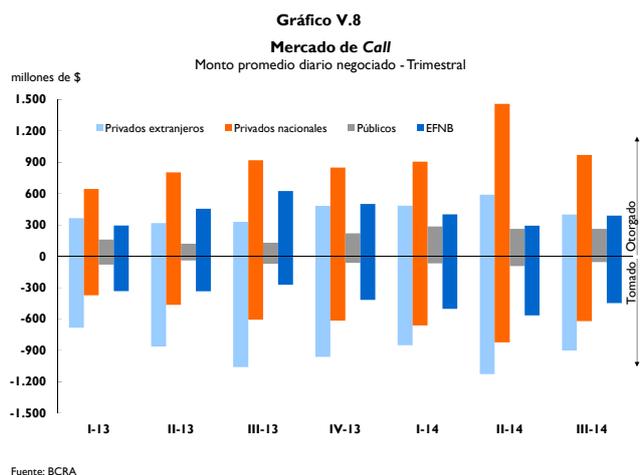
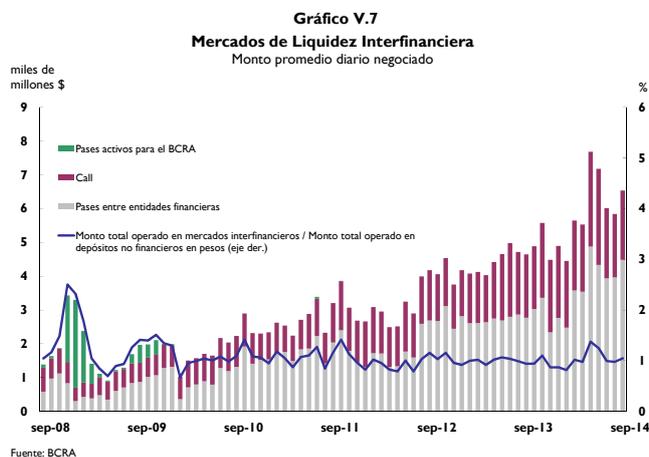
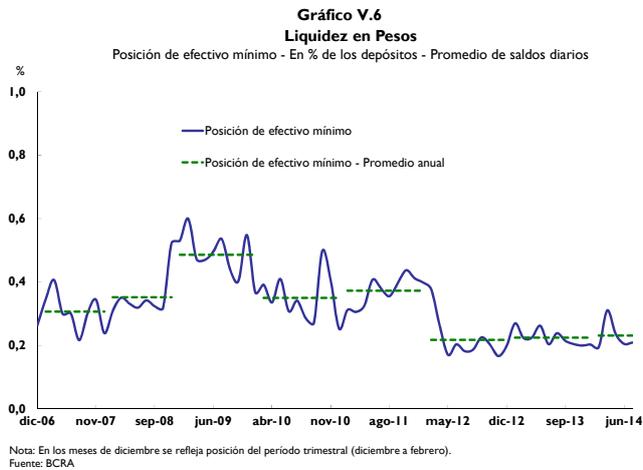


\* En función del plazo residual.  
Nota: La información anual corresponde al promedio trimestral de cada período.  
Fuente: BCRA

Por su parte, desde inicios de año se verificó un aumento en la relación entre los pasivos de corto plazo y los activos de mayor liquidez (ver Gráfico V.5). En la primera mitad del año —última información disponible—, esta cobertura alcanzó un nivel de 48,2%, 2 p.p. y 6,2 p.p. más que en el primer trimestre de 2014 y a fines del año pasado respectivamente. Esta evolución recoge principalmente el incremento de la tenencia de LEBAC en cartera de los bancos.

Los bancos presentaron una posición de efectivo mínimo —excedente de integración— equivalente a 0,2% de los depósitos para el promedio del año, siendo similar a los registros evidenciados en 2013 y 2012 (ver Gráfico V.6). A lo largo del año el BCRA decidió readecuar la normativa sobre efectivo mínimo con el objetivo de profundizar el acceso al crédito productivo, aumentar la bancarización de la población y estimular la inclusión social. Así, cabe recordar que en el marco de la LCIP a

<sup>95</sup> A comienzos de este año el BCRA comenzó a licitar letras en dólares con el objetivo de que las entidades financieras impulsen la captación de plazos fijos en moneda extranjera del sector privado. La tasa de interés ofrecida para estos depósitos está vinculada al rendimiento de dichas LEBAC.



principios de año se redujo la exigencia de efectivo mínimo para los bancos que otorguen financiaciones a micro, pequeñas y medianas empresas<sup>96</sup>. Del mismo modo, con vigencia a partir de septiembre de 2014 se modificaron los ponderadores aplicables para el cálculo de la reducción de la exigencia en función de las categorías en las que se ubican los cajeros automáticos de cada entidad<sup>97</sup>. Adicionalmente, se dispuso una reducción de la exigencia de efectivo mínimo en pesos en función de las acreditaciones efectuadas por la Administración Nacional de la Seguridad Social para el pago de prestaciones de la seguridad social<sup>98</sup>. Por último a mediados de septiembre de 2014, y con vigencia a partir de octubre, la exigencia de efectivo mínimo se reduce<sup>99</sup> en un importe equivalente al 16% de las financiaciones en pesos que la entidad otorgue de acuerdo a lo previsto por el programa oficial de financiamiento en cuotas denominado “Ahora 12”<sup>100</sup>.

La liquidez en dólares continuó en niveles elevados, alcanzando a fines de agosto 105,1% de los depósitos en igual denominación (sin incluir LEBAC en moneda extranjera). Luego del aumento en los encajes sobre los depósitos en dólares establecido por el BCRA a comienzos de este año<sup>101</sup>, el excedente de integración sobre la exigencia se redujo significativamente, ubicándose en torno a 90% de la exigencia (casi 400 p.p. menos que a fines de 2013).

El volumen del mercado interbancario se incrementó sostenidamente desde enero hasta mediados de año, momento en que registró su pico máximo para luego observar cierta disminución en el margen. Así, el mercado interfinanciero llegó a ser equivalente a 1% del monto total operado en depósitos no bancarios a agosto (ver Gráfico V.7). El dinamismo evidenciado estuvo impulsado sobre todo por los pases entre entidades financieras. En relación al mercado de call, se verificó un incremento en los volúmenes operados respecto a 2013, especialmente en el segundo trimestre del año. En el acumulado de 2014 se destacó la posición neta tomadora de los bancos privados extranjeros que fue abastecida en mayor medida por los privados nacionales —oferentes netos—. A su vez, en 2014 los bancos públicos presentaron una posición oferente mayor a la evidenciada en períodos anteriores, mientras que las EFNB revirtieron su posición y fueron demandantes netos de fondos (ver Gráfico V.8).

<sup>96</sup> Comunicación “A” 5524.

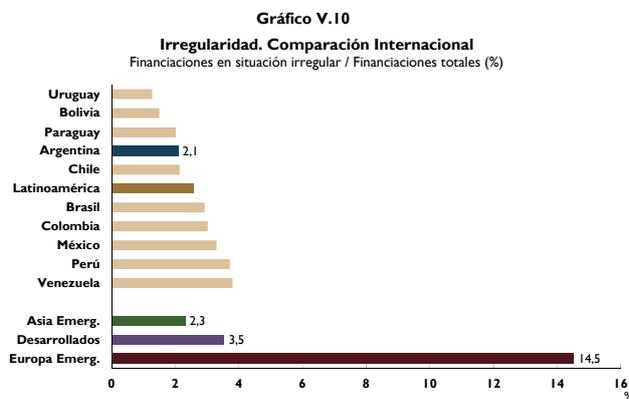
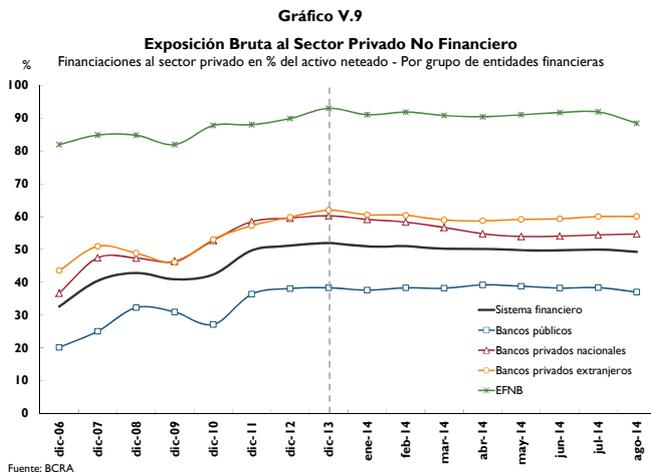
<sup>97</sup> Comunicación “A” 5623.

<sup>98</sup> Ídem nota 3.

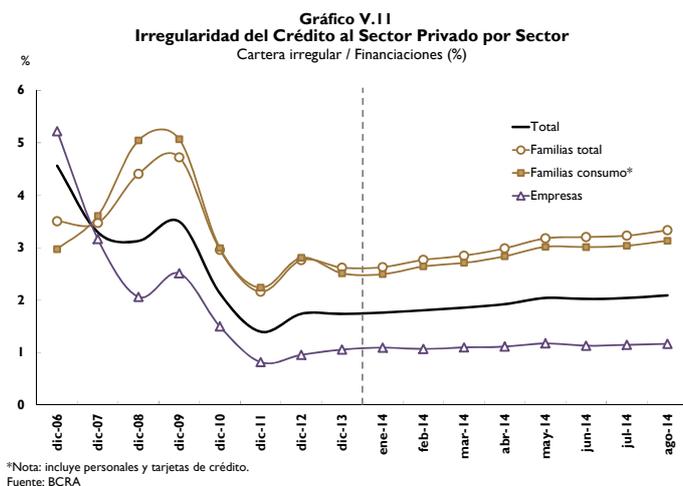
<sup>99</sup> Comunicación “A” 5631.

<sup>100</sup> Resolución Conjunta N° 671/2014 y 267/2014 del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas y del Ministerio de Industria. Este Programa tiene como objeto estimular la demanda de bienes y servicios, mediante el otorgamiento de facilidades de financiamiento a plazo, dirigidas a los usuarios y consumidores, para la adquisición de bienes y servicios de diversos sectores de la economía.

<sup>101</sup> Comunicación “A” 5534.



\*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, India e Indonesia. Desarrollados: Corea, España, EEUU, Reino Unido, Francia, Japón, Italia, Canadá, Australia y Alemania. Datos a 2014 excepto Italia, Francia, España, Turquía, China, Uruguay, Paraguay y Bolivia (2013), Bulgaria (2012) y Venezuela (2010). Fuente: BCRA, FMI y Bancos Centrales.



Cabe destacar que, como medida de la red de seguridad del sistema financiero que atempera el riesgo de liquidez y como parte del esquema normativo macroprudencial, a comienzos de octubre (con vigencia desde noviembre) el BCRA decidió incrementar el importe de la cobertura de la garantía de los depósitos, pasando de \$120.000 a \$350.000 por titular<sup>102</sup>. Dado este mayor nivel de cobertura, se robusteció el Fondo de Garantía de los Depósitos, aumentando el aporte mensual que realizan las entidades financieras al mismo.

A fines del año pasado el BCRA publicó el régimen informativo del Ratio de Cobertura de Liquidez (*Liquidity Coverage Ratio* —LCR—), a través de la Comunicación “A” 5494, la cual estableció que los bancos deberían realizar la primera entrega de información en la primera parte de este año. Los datos relevados servirán para fijar los parámetros de discreción nacional. A nivel internacional está estipulado que el Ratio de Cobertura de Liquidez comience a regir a partir de enero de 2015 con un mínimo de exigencia de 60% que se irá incrementando 10 p.p. por año para llegar a 100% en el comienzo de 2018<sup>103</sup>.

## V.2 Riesgo de crédito

### V.2.1 Sector privado

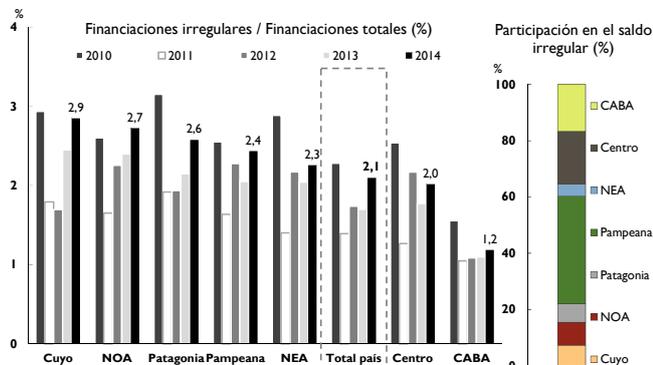
La exposición bruta del sistema financiero al sector privado se redujo 2,7 p.p. del activo neteado en lo que va de 2014 hasta 49,3% (ver Gráfico V.9). Todos los grupos de entidades financieras contribuyeron a la merma en dicho indicador, en especial los bancos privados nacionales, en un contexto de desaceleración en la evolución de la actividad económica en general y de la intermediación financiera en particular (ver Capítulo II y IV). En este marco, el ratio de irregularidad del crédito al sector privado se incrementó levemente en 2014, permaneciendo de todos modos en un rango de valores reducidos. Los moderados niveles de endeudamiento de empresas y familias, junto con un mercado laboral que presentó sólo un leve deterioro, colaboraron a mantener acotada la posición del sector financiero frente al riesgo de crédito del sector privado. Por su parte, todos los grupos de bancos conservan un nivel holgado de provisionamiento.

Una comparación de mediano y largo plazo muestra que la irregularidad del crédito al sector privado se ubica actualmente en valores reducidos (ver Gráfico 7 de la Síntesis Ejecutiva); también este indicador se compara favorablemente frente a los niveles de otras economías

<sup>102</sup> Comunicación “A” 5641.

<sup>103</sup> Para mayor detalle ver Apartado 3 del Boletín de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2014.

**Gráfico V.12**  
Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Región



Nota: Información correspondiente al último mes disponible de cada año. 2014 datos a julio. Centro: Córdoba, Entre Ríos y Santa Fe. Cuyo: Mendoza, La Rioja, San Juan, San Luis, NEA: Corrientes, Chaco, Formosa, Misiones. NOA: Catamarca, Jujuy, Salta, Santiago del Estero, Tucumán, Pampeana: Buenos Aires, La Pampa. Patagonia: Chubut, Neuquén, Río Negro, Santa Cruz, Tierra del Fuego. Fuente: BCRA

emergentes y desarrolladas (ver Gráfico V.10). El ratio de la irregularidad del financiamiento al sector privado aumentó 0,4 p.p. durante 2014, ubicándose en 2,1% del total del crédito al sector privado en agosto. Este comportamiento se dio en un marco de cierta desaceleración en las tasas de crecimiento de las financiamientos totales (ver Capítulo IV), combinado con un leve incremento en el ritmo de aumento del saldo irregular de crédito. El incremento del mencionado ratio se verificó en todos los grupos de entidades financieras, destacándose en los bancos privados nacionales y en las EFNB. Los bancos públicos, por su parte, mostraron el menor crecimiento relativo (0,2 p.p.) en dicho indicador en lo que va de 2014. La cartera del sector privado con garantías preferidas evidenció un incremento en su mora en el margen que, si bien superó levemente al registrado en el crédito sin dichos avales, mantiene un menor nivel de irregularidad (1,7% frente a 2,2%).

**Tabla V.1**

**Evolución de las financiamientos al sector privado / diciembre 2013 a junio 2014**  
Porcentajes sobre el universo de deudores existente en el momento inicial - diciembre 2013

		junio 2014		
		Regular (93,7%)	Irregular (2,2%)	Baja de Balance* (4,14%)
diciembre 2013	Regular	98,3	93,49	1,11
	Irregular	1,7	0,20	1,06

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

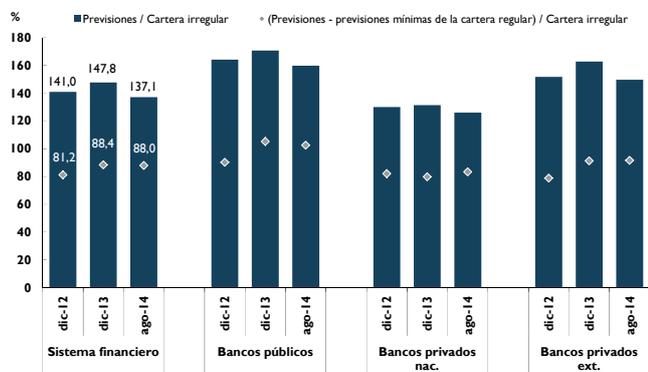
Fuente: BCRA

Las financiamientos a las familias impulsaron el ligero incremento en la irregularidad durante 2014, mientras que la morosidad de los préstamos al segmento productivo apenas mostró variaciones con respecto al cierre de 2013 (ver Gráfico V.11). La evolución de los coeficientes de irregularidad a nivel territorial muestra que todas las regiones contribuyeron al crecimiento en la irregularidad en los primeros ocho meses del año, con menores incrementos relativos en las regiones de Centro y CABA (ver Gráfico V.12).

Las financiamientos que ya se encontraban vigentes a diciembre de 2013, y que a fin del segundo semestre de 2014 aún permanecían en balance, evidenciaron un leve deterioro a lo largo de esta primera parte del año. En particular, en este período 1,1% de las financiamientos “vivas” a fin de 2013 pasó de situación regular a irregular. Por su parte, sólo 0,2% de ese total mostró mejoras en dicha clasificación, pasando de irregular a regular (ver Tabla V.1).

**Gráfico V.13**

**Cobertura de la Cartera Irregular con Previsiones por Grupo de Bancos**

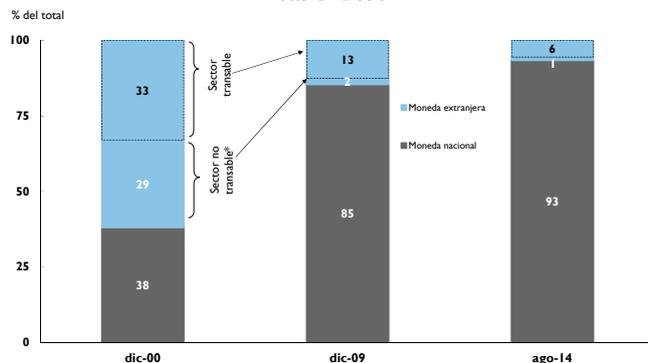


Fuente: BCRA

El ligero aumento del ratio de mora enfrentado por el sistema financiero se dio en un marco de elevada cobertura de la cartera irregular con provisiones contables, que alcanzó 137,1% en agosto de 2014 (ver Gráfico V.13). Si bien este nivel se ubicó por debajo del registrado en diciembre de 2013, continuó superando el 100% en todos los grupos de bancos. Si se excluyen las provisiones correspondientes a los préstamos en situación regular, la cobertura alcanzaría 88%, casi 40 p.p. por sobre la exigencia normativa correspondiente a la cartera irregular.

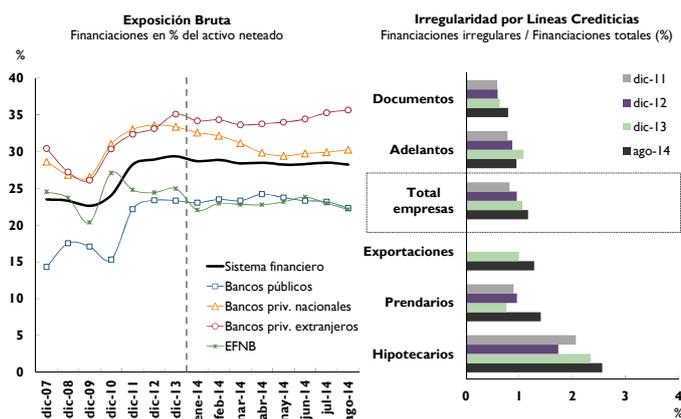
Durante 2014 se siguió observando una muy baja participación de los préstamos denominados en moneda ex-

**Gráfico V.14**  
Crédito al Sector Privado por Moneda  
Sistema financiero



\*Nota: La proporción del sector no transable se estima a partir de los créditos en moneda extranjera otorgados a personas físicas y a los sectores de la construcción, gas, agua, energía eléctrica y otros servicios. (junio 2014 último dato disponible). Fuente: BCRA

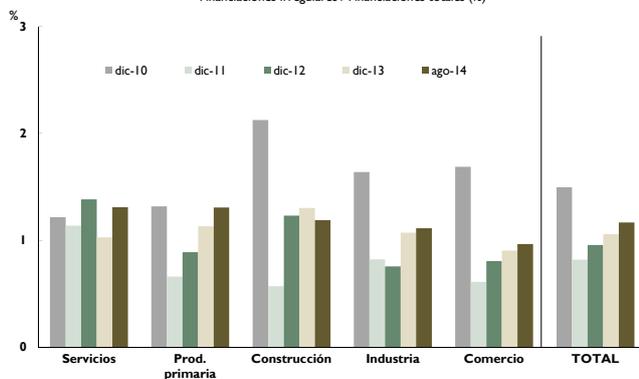
**Gráfico V.15**  
Financiaciones a Empresas



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

**Gráfico V.16**

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



Fuente: BCRA

trajera en el total de la cartera de financiaciones al sector privado. A agosto, estos créditos representaron 7% del total de las financiaciones a dicho sector (ver Gráfico V.14). Por otro lado, la proporción del crédito en moneda extranjera canalizado a los sectores transables superaría el 80% del total en igual denominación, acotando posibles riesgos asociados al descalce de moneda del deudor. Esto se da en el marco de la normativa prudencial implementada por el BCRA<sup>104</sup>.

## Empresas

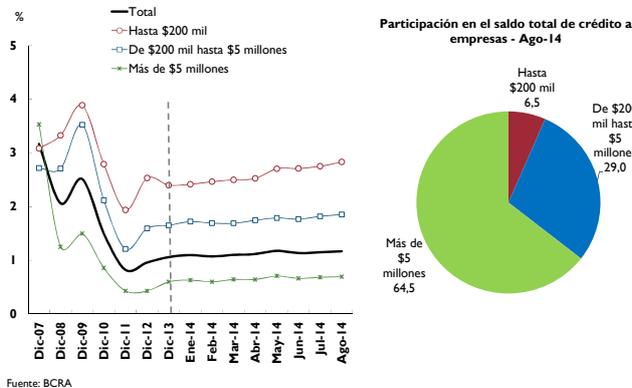
En un marco de morigeración en el ritmo de crecimiento interanual del financiamiento bancario a las empresas (ver Capítulo IV), en los primeros ocho meses de 2014 la exposición del sistema financiero al sector productivo se redujo en un monto equivalente a 1,1 p.p. de activo total, hasta representar 28,2%. Esta disminución fue fundamentalmente explicada por los bancos privados nacionales (ver Gráfico V.15). Los desempeños del crédito a las firmas y del nivel de exposición agregada de los balances bancarios a este sector están en línea con la dinámica reciente observada en los principales segmentos productivos (ver Capítulo III).

A lo largo del año, el nivel de mora del financiamiento a las empresas se mantuvo en un rango de valores bajos y sin modificaciones de magnitud. El ratio de irregularidad de los préstamos a empresas alcanzó 1,2% a agosto de 2014, apenas 0,1 p.p. y 0,2 p.p. más que en diciembre y a agosto de 2013 respectivamente. Este leve incremento reflejó principalmente el comportamiento de los préstamos prendarios, hipotecarios y los destinados a la exportación. Por su parte, las líneas de crédito más representativas para el financiamiento total a empresas —los documentos y los adelantos, que explican cerca de 60% del saldo total—, continuaron con un nivel de morosidad menor que el promedio y, consideradas en conjunto, no modificaron su ratio de irregularidad con respecto a fines de 2013 (ver Gráfico V.15).

Los ratios de morosidad se conservan bajos en todos los sectores de actividad. En comparación con años anteriores se ha reducido la dispersión de los niveles de irregularidad entre las distintas ramas productivas, ubicándose el indicador de mora para los distintos sectores en un rango comprendido entre 1% y 1,3% a agosto de 2014 (ver Gráfico V.16). Exceptuando a la construcción, el resto de los grupos de empresas por actividad evidenciaron un ligero incremento de su morosidad en los primeros ocho meses de 2014. Considerando las financiaciones destinadas a empresas por tramos de saldo residual, el pequeño incremento de la irregularidad en el año fue

<sup>104</sup> Ver página 70 del Boletín de Estabilidad Financiera (BEF) del Primer Semestre de 2013.

**Gráfico V.17**  
**Irregularidad de las Financiaciones a Empresas por Tramo de Saldo Residual**  
 Financiaciones irregulares / financiaciones totales (%)



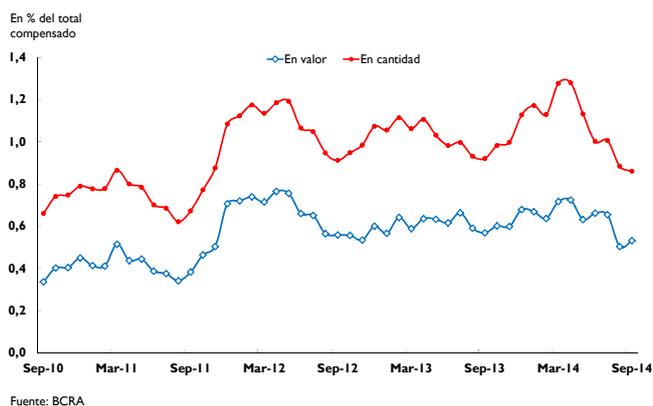
mayormente explicado por los segmentos más chicos (hasta \$5 millones), que representan 35,5% del saldo total (ver Gráfico V.17).

El sostenimiento de la capacidad de pago del sector está en parte apuntalado por niveles de endeudamientos relativamente bajos (ver Capítulo III). Otra señal del mantenimiento de la capacidad de pago de las empresas es la reducción evidenciada en los últimos meses en el rechazo de cheques por falta de fondos en términos del total compensado, ratio que se ubicó por debajo de los picos de fines de 2013 y comienzos de este año (ver Gráfico V.18)

## Familias

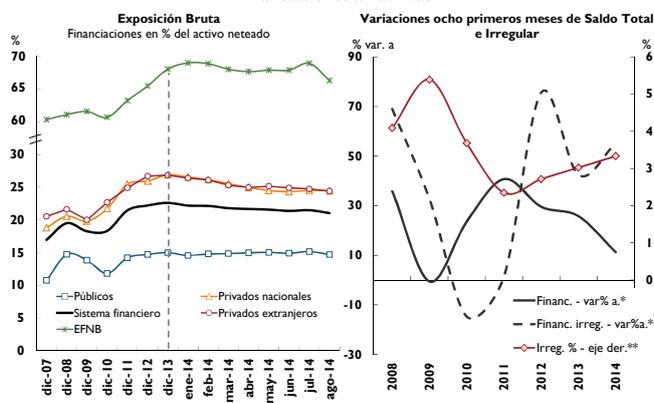
En los primeros ocho meses del año la exposición del sector bancario a las familias se redujo en 1,6 p.p. del activo, alcanzando 21% (ver Gráfico V.19). Este comportamiento fue principalmente explicado por la banca privada —nacional y extranjera— seguida por las ENFB. En 2014 se evidenció una moderada materialización del riesgo de crédito de los hogares enfrentado por el sistema financiero. El débil desempeño de la actividad económica (ver Capítulo III) explicaría, en parte, cierto deterioro en la capacidad de pago de las familias. Este efecto sería atemperado por los reducidos niveles de endeudamiento y de carga financiera del sector, que se suma al efecto positivo de las políticas activas de ingresos por parte del sector público.

**Gráfico V.18**  
**Rechazo de Cheques por Falta de Fondos**



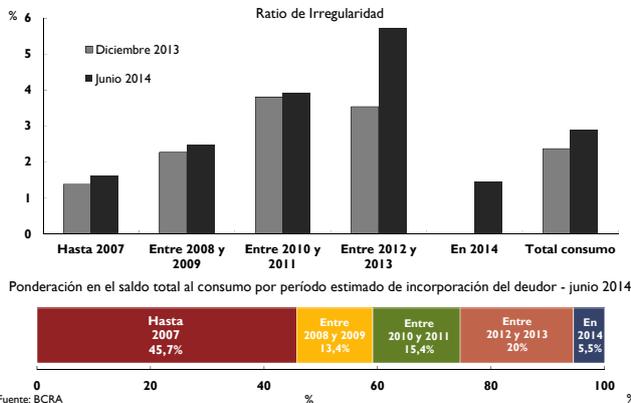
Como señal de la materialización del riesgo de crédito en este segmento, durante 2014 el ratio de irregularidad del crédito a las familias mostró un ligero aumento —en particular durante el primer trimestre (ver Gráfico V.11)—, en un marco de incremento de la variación anual del saldo en situación irregular y cierta desaceleración de las financiaciones totales (ver Gráfico V.19). El deterioro marginal de la cartera podría en parte explicar cierta restricción sobre el proceso de originación crediticia de las entidades, afectando eventualmente la oferta de préstamos al sector. Este incremento en la irregularidad de los hogares se presentó en todos los grupos de entidades financieras, principalmente en los bancos privados y en las EFNB. Cabe señalar que todas las líneas crediticias con excepción de los préstamos hipotecarios evidenciaron aumentos en la irregularidad, en particular los créditos para el consumo —personales y tarjetas de crédito—, seguidos de los prendarios.

**Gráfico V.19**  
**Financiaciones a Familias**



Si se tiene en cuenta el año de incorporación (estimado) del deudor al sistema financiero, se observa que el incremento registrado durante el primer semestre de 2014 del ratio agregado de irregularidad de los créditos al

**Gráfico V.20**  
Financiamientos al Consumo de las Familias por Período Estimado de Incorporación del Deudor al Sistema Financiero



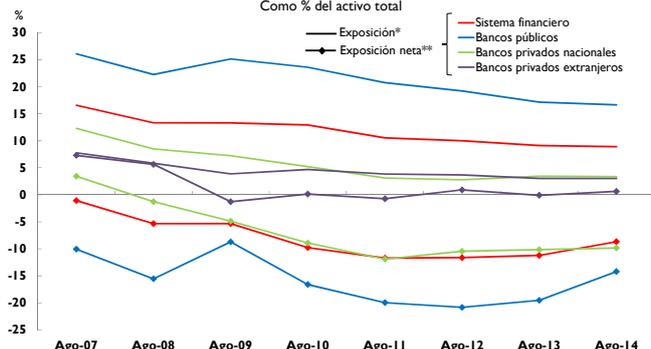
Fuente: BCRA

consumo de las familias estaría principalmente explicado por el comportamiento de las financiaciones cuyos deudores se incorporaron entre 2012 y 2013. Estos sujetos de crédito explican el 20% del saldo de las financiaciones para consumo a mediados de 2014 (ver Gráfico V.20).

### V.2.2 Sector público

La exposición del sistema financiero al sector público no presentó modificaciones significativas con respecto a los niveles evidenciados el año pasado. A agosto de 2014, el financiamiento al sector público del conjunto de entidades financieras se ubicó por debajo de 9% del activo total, 0,2 p.p. menos que el nivel de doce meses atrás. Los bancos públicos continuaron explicando la mayor parte de esta exposición y también impulsaron la disminución reciente.

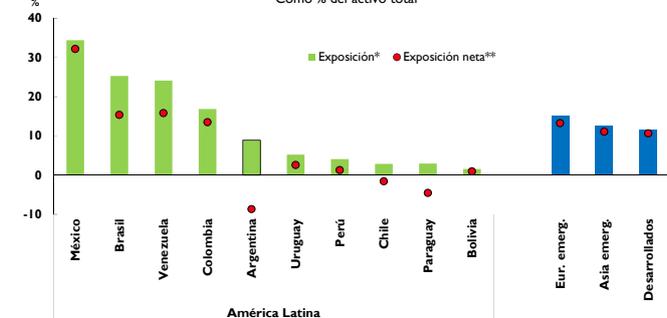
**Gráfico V.21**  
Exposición al Sector Público por Grupo de Bancos



\*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

Los depósitos del sector público representaron 17,6% del fondeo total —pasivo y patrimonio neto— del sistema financiero a agosto y, de esta manera, continuaron superando al financiamiento bancario a este sector. Así, el conjunto de entidades financieras siguió evidenciando una exposición neta negativa al sector público —o una posición neta deudora frente a este sector—, en un monto que equivale a 8,7% del activo total bancario (ver Gráfico V.21). Cabe considerar que en comparación con el nivel de agosto de 2013, los depósitos del sector público redujeron su importancia relativa en el fondeo bancario en 2,8 p.p. Esto explicó una leve disminución interanual de la exposición neta deudora del sistema financiero agregado con el sector público, comportamiento principalmente explicado por los bancos públicos.

**Gráfico V.22**  
Exposición al Sector Público - Comparación Internacional



\*Exposición: (Posición en títulos públicos (no incluye los del banco central) + Préstamos al sector público) / Activo total.  
\*\*Exposición neta: (Posición en títulos públicos (no incluye los del banco central) + Préstamos al sector público - Depósitos del sector público) / Activo total.  
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: México, Japón, EEUU y Chile a 2013; Australia y Corea a 2012; Canadá a 2008; y Argentina a Agosto de 2014. Fuente: International Financial Statistics (IFI) y BCRA

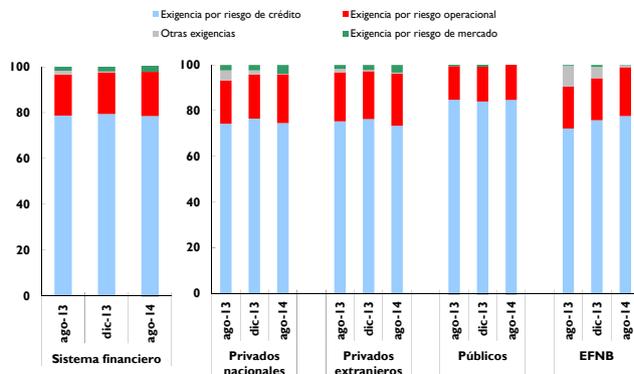
Los niveles locales de exposición del sistema financiero al sector público resultan inferiores al promedio de la región (ver Gráfico V.22). Por su parte, en términos de los registros de exposición neta al sector público, Argentina es uno de los pocos casos en donde el sistema financiero en términos agregados se constituye como deudor neto de aquel sector.

### V.3 Riesgo operacional

La exigencia de capital para la cobertura por riesgo operacional tendrá vigencia plena a fines de 2014 para las entidades más chicas —Grupos B y C—<sup>105</sup> y, de esta manera, se completará la implementación del cronograma gradual que dio comienzo en 2012. Según dicho cronograma los bancos de mayor tamaño relativo —Grupo A— ya venían observando la exigencia total desde diciembre de 2012. El objetivo de la cobertura requerida

<sup>105</sup> Según Texto Ordenado de Capitales Mínimos de las Entidades Financieras.

**Gráfico V.23**  
Exigencia de Capitales Mínimos por Grupo de Bancos  
Participación en la exigencia regulatoria

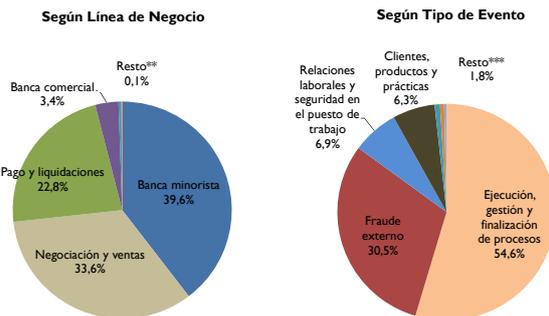


Nota: La exigencia se ajusta por franquicias y por los efectos de la Com. "A" 5396. Fuente: BCRA

es que los bancos mantengan reservas suficientes para enfrentar eventuales pérdidas que se generen por fallas de los procesos, del personal y/o de los sistemas, o bien a causa de acontecimientos externos.

En la normativa local el requisito de capital para cubrir el riesgo operacional se estableció según el enfoque del indicador básico<sup>106</sup>, en un nivel equivalente a 15% del promedio de los ingresos brutos positivos de los últimos tres años. Considerando el sistema financiero agregado, a agosto de 2014 este requisito aumentó 40,4% i.a., superando al crecimiento de las otras exigencias de capital. Este crecimiento se explicó por el desarrollo del cronograma gradual de implementación y por el incremento de los ingresos brutos, en el marco de las mejoras en las ganancias de ciertos rubros del margen financiero (ver Capítulo IV). De esta manera, en agosto la exigencia de capital por riesgo operacional explicó 19,3% de la exigencia total de capital, 1,4 p.p. más que en el mismo período de 2013 (ver Gráfico V.23). Este aumento se reflejó en mayor medida en los bancos privados y en las EFNB.

**Gráfico V.24**  
Clasificación de los Eventos de Riesgo Operacional Informados\*  
Junio 2014 - Se consideran eventos con fecha de inicio en el primer semestre - Sistema financiero



\* Base de datos sobre eventos de riesgo operacional (RI para Supervisión Trimestral / Anual).  
\*\* Resto: Servicios de agencia, Administración de activos e intermediación. \*\*\* Resto: Incidencias en el negocio y fallas tecnológicas, fraude interno y daños a activos materiales. Fuente: BCRA

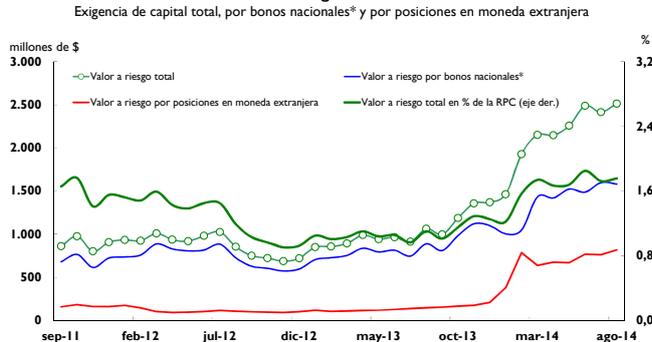
Considerando el primer semestre de 2014, las entidades financieras informaron que las líneas de negocio que concentraron los eventos riesgo operacional fueron (i) la banca minorista, (ii) negociación y ventas (tesorería) y (iii) pagos y liquidaciones (por clientes externos) (ver Gráfico V.24). Los tipos de eventos asociados a tales pérdidas fueron fundamentalmente: (i) fallas en la ejecución, gestión y finalización de procesos (principalmente, problemas técnicos para realizar transferencias) y (ii) fraude externo.

## V.4 Riesgo de mercado

Uno de los riesgos a los que está expuesto todo sistema financiero se asocia con las pérdidas que pueden generar los cambios en los precios de mercado de los activos y/o pasivos con cotización habitual. En el caso argentino, este tipo de activos presentan sólo una reducida ponderación dentro de los activos totales del agregado de bancos, limitando así la exposición a este riesgo.

A agosto de 2014, el valor a riesgo —base de la exigencia de capital respectiva según la regulación prudencial local— de las posiciones incluidas representó sólo 1,8% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC), y 3,1% de la exigencia de capital total. Esta exigencia de capital observó un incremento en lo que va del año, evolución explicada, en parte, por el componente que registra las posiciones en moneda extranjera (ver Gráfico V.25). Si bien desde fines del año pasado se viene reduciendo el descalce de moneda extranjera —posición—

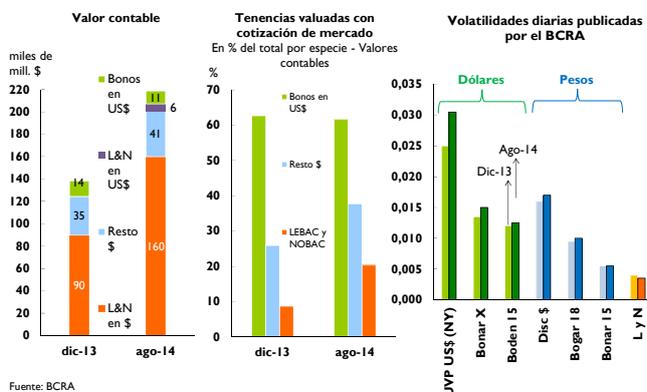
**Gráfico V.25**  
Valor a Riesgo de Mercado  
Exigencia de capital total, por bonos nacionales\* y por posiciones en moneda extranjera



\*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

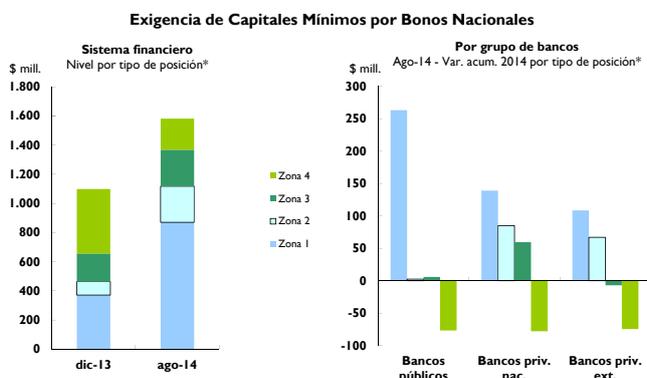
<sup>106</sup> Para mayor detalle ver Apartado 3 del Boletín de Estabilidad Financiera correspondiente al Primer Semestre de 2012.

**Gráfico V.26**  
**Posición en Títulos Públicos y en Instrumentos de Regulación Monetaria en Cartera de los Bancos**



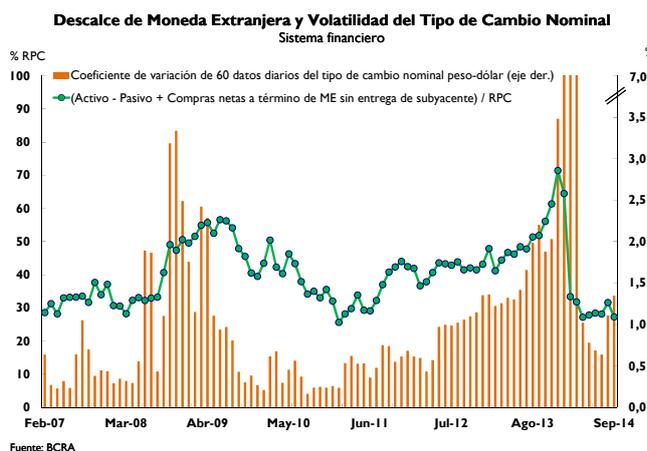
Fuente: BCRA

**Gráfico V.27**



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

**Gráfico V.28**



Fuente: BCRA

(ver Sección V.5), la volatilidad verificada<sup>107</sup> en estos activos explicó el aumento en su valor a riesgo<sup>108</sup>.

En relación a la cartera de títulos valores, en lo que va de 2014 se observó un aumento en la tenencia de LE-BAC y NOBAC en el balance del conjunto de bancos. Tanto en este instrumento como en el resto de los bonos en pesos se verificó un incremento de la participación valuada con cotización de mercado, mientras que en los bonos en dólares este porcentaje se redujo levemente. Paralelamente, aumentó la volatilidad observada en la mayoría de las principales especies en cartera de los bancos (ver Gráfico V.26).

Desagregando la cartera de bonos nacionales<sup>109</sup> —que representan casi dos terceras partes del valor a riesgo de mercado—, se verificó un aumento en el valor a riesgo en los activos en pesos, especialmente en aquellos que presentan una *modified duration* estimada menor a 2,5 años (ver Gráfico V.27). El aumento en la exigencia de capital por riesgo de mercado en el segmento de bonos nacionales fue generalizado entre todos los grupos de bancos.

## V.5 Riesgo de moneda

Como se mencionó anteriormente, en el inicio de 2014 el BCRA dispuso una serie de medidas tendientes a acortar el descalce de moneda extranjera de los bancos. Como parte del enfoque macroprudencial, con estas medidas se buscó evitar consecuencias no deseadas sobre el mercado cambiario en general y sobre los balances bancarios en particular de la elevada exposición al riesgo de moneda que había alcanzado el sistema financiero sobre fines del año pasado (ver Capítulo II).

A partir de estas medidas, el descalce de moneda<sup>110</sup> del sistema financiero se redujo de forma considerable, en un marco que fue acompañado por una disminución de la volatilidad del tipo de cambio nominal peso-dólar (ver Gráfico V.28). En septiembre de 2014 este descalce representó 27,3% de la RPC del conjunto de entidades financieras<sup>111</sup>, menos de la mitad del nivel de fines de 2013. A lo largo del año, todos los grupos de bancos experimentaron una disminución en este indicador, con una variación más pronunciada en los privados. En particular, este grupo de bancos explicó la importante caída que se registró en el período en las compras netas a tér-

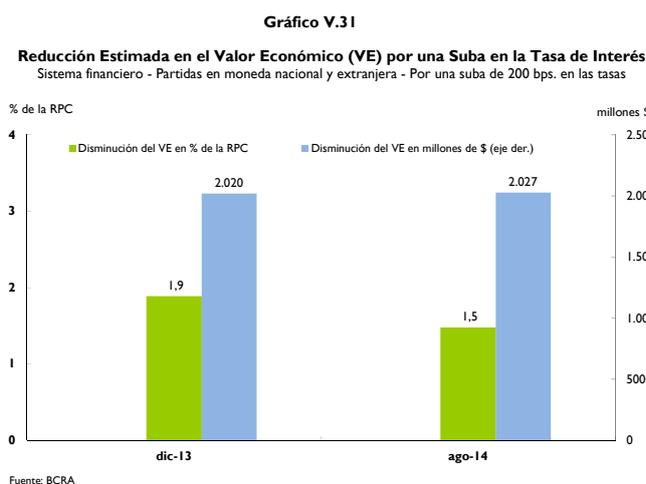
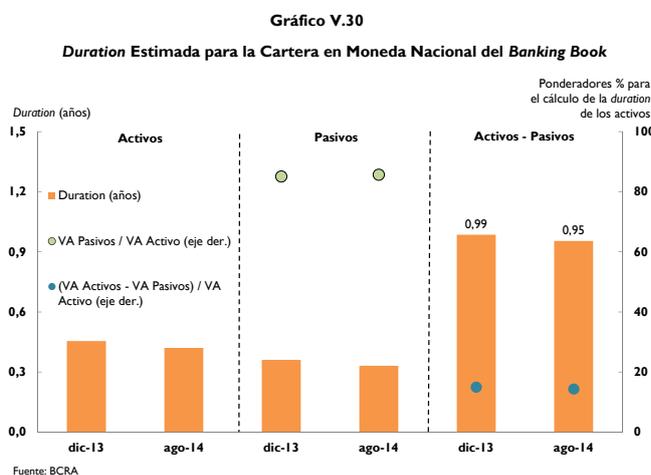
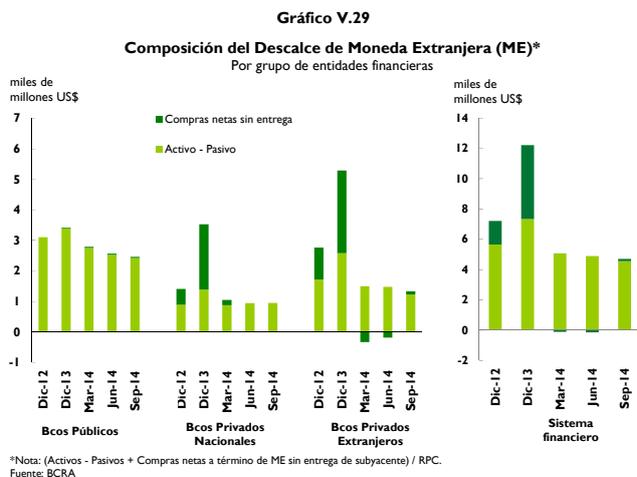
<sup>107</sup> De acuerdo a las Comunicaciones "B" mensuales donde se detallan las volatilidades diarias para el cálculo del riesgo de mercado.

<sup>108</sup> En particular, la volatilidad pasó de 0,05% a fines de 2013 a 0,5% a agosto.

<sup>109</sup> Títulos públicos, LE-BAC y NOBAC y, en menor medida, cuotas partes de fondos comunes de inversión.

<sup>110</sup> Definido como: Activos en moneda extranjera – Pasivos en moneda extranjera + Compras netas a término de moneda extranjera sin entrega del subyacente.

<sup>111</sup> Este descalce no considera exactamente la definición normativa de la PGNME (fundamentalmente al no considerar ampliaciones regulatorias al límite ni franquicias otorgadas), si bien a nivel agregado presentan valores similares.



mino de moneda extranjera (ver Gráfico V.2). A partir de esta reducción, a nivel agregado las compras netas a término de moneda extranjera actualmente sólo representan un 3,2% del descalce total (ver Gráfico V.29), muy por debajo del 40% evidenciado en diciembre de 2013.

## V.6 Riesgo de tasa de interés

La actividad tradicional de intermediación financiera expone a los bancos al riesgo de tasa de interés, dado que generalmente los ingresos reaccionan más lentamente que los egresos ante cambios en las tasas de interés de la economía, es decir, la sensibilidad de los activos bancarios es generalmente menor que la de los pasivos.

En lo que va de 2014 se observó una ligera reducción en el nivel de exposición que tienen los bancos frente al riesgo de tasa de interés. Puntualmente, la *duration* de los activos netos de pasivos en el segmento en moneda nacional del *banking book*<sup>112</sup> disminuyó levemente en el transcurso de 2014 (ver Gráfico V.30). Tanto los activos como los pasivos redujeron su *duration* en 2014, siendo relativamente mayor en el primero de los casos. De este modo, a agosto de este año el valor económico del conjunto de bancos verificó una menor sensibilidad ante cambios en las tasas de interés en comparación con fines de 2013.

Uno de los criterios establecidos por el BCRA<sup>113</sup> para la gestión del riesgo de tasa de interés analiza el cambio en el valor económico frente a una perturbación de 200 p.b. en dicha variable. De acuerdo al mismo —considerando una suba de tasas de interés— se estima que el valor económico del *banking book*<sup>114</sup> del sistema financiero hubiese disminuido sólo 1,5% de la RPC (\$2.027 millones), 0,4 p.p. por debajo del registro observado a fines de 2013 (ver Gráfico V.31).

Cabe recordar que con el objetivo de adaptar la regulación local a los estándares internacionales, desde principios de 2013 el riesgo de tasa de interés pasó a ser considerado para el Pilar II. En este marco, las entidades financieras deben evaluar la suficiencia de capital de este riesgo. Así, siempre que el capital no se corresponda con el nivel de riesgo de tasa de interés, el supervisor local podrá exigir a los bancos que incrementen su capital o que reduzcan su riesgo —o ambas—.

<sup>112</sup> Incluye todos los activos y pasivos por intermediación financiera no considerados para la evaluación del riesgo de mercado.

<sup>113</sup> Comunicación "A" 5398. Paralelamente la SEFyC realiza el ejercicio con incremento en las tasas de interés según el cambio anual observado en el percentil 99 de la distribución móvil de los últimos 5 años.

<sup>114</sup> Considerando la información del Régimen Informativo de Exigencia e Integración de Capitales Mínimos del BCRA.

## Apartado 4 / El Coeficiente de Apalancamiento del Comité de Basilea

En la cumbre de Pittsburgh de 2009, los líderes del G20 se propusieron mitigar la prociclicidad inherente a los sistemas financieros y mejorar la base de capital con que los mismos desarrollan su actividad de intermediación financiera. El objetivo buscaba contribuir a recomponer el crecimiento económico en forma sustentable y equilibrada. La crisis desatada el año anterior se había originado por el apalancamiento excesivo de las instituciones financieras, entre otras causas. Para apuntalar la estabilidad del sistema, el G20 optó por impulsar un conjunto de medidas de regulación y supervisión macroprudencial que, en conjunto, usualmente se conocen como “Basilea III”. Entre ellas se destacan la exigencia de más y mejor capital a los bancos y la implementación de reservas de capital contracíclicas, así como el establecimiento de un límite al apalancamiento

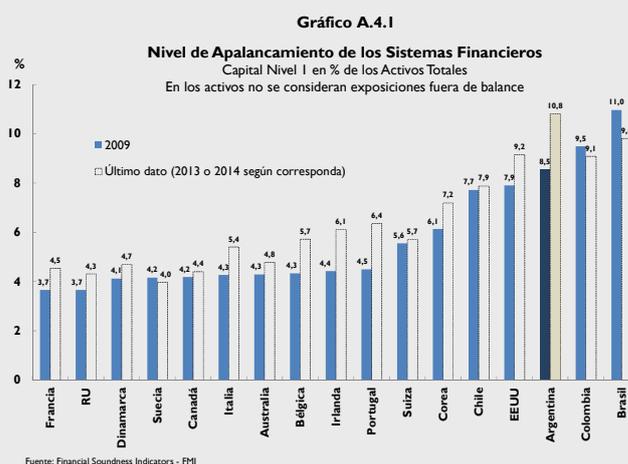
A partir de la decisión de los Líderes del G20, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) asumió la tarea de desarrollar un estándar internacional para medir y limitar el apalancamiento del sistema bancario. La crisis había dejado dos lecciones importantes. Por un lado, las exigencias de capital basadas en el riesgo no habían sido suficientes para contener el crecimiento desordenado de los activos bancarios asociados a la intermediación financiera y, por el otro, se había subestimado significativamente el riesgo implícito en las exposiciones fuera del balance.

En las mediciones basadas en riesgos, se pondera el monto de las exposiciones por la probabilidad estimada de que se produzca el evento de pérdida. Dado que los préstamos y otros activos financieros considerados de riesgo bajo o nulo exigen de los bancos poco o ningún capital, estas medidas no siempre son adecuadas para limitar su apalancamiento total. Este tipo de medida tampoco podría ser del todo eficiente para mantener una relación adecuada entre el capital de los bancos y la pérdida máxima que los mismos podrían enfrentar, es decir, la exposición sin ponderar por riesgo. Además, las mediciones basadas en riesgos tienen un sesgo procíclico, ya que la calificación de crédito de los deudores con reputación de menor riesgo en los períodos de auge, es la más susceptible de experimentar rebajas — empeoramiento— en la fase descendente del ciclo económico. Esta situación se acentúa aún más en los episodios de crisis sistémicas durante los cuales también generalmente cambia la correlación entre deudores, dado que las expectativas pasan a ser desfavorables para casi todos los sectores de la economía.

Fue así como el BCBS observó que, en muchos casos, los bancos se habían apalancado en exceso mientras

que, aparentemente, mantenían sólidos coeficientes de capital en función del riesgo. En este sentido, en el Gráfico A.4.1 se muestra la relación entre capital Nivel 1 y activos totales sin ponderar por riesgo (no se incluye las exposiciones fuera de balance) para los sistemas financieros de un conjunto seleccionado de países para el año 2009 y el último período disponible.

Luego, en el peor momento de la crisis, las entidades se vieron obligadas a liquidar activos. A su vez, esta liquidación reforzó la presión a la baja de los precios y el aumento de las pérdidas en el sector financiero. En suma, el desapalancamiento acelerado y procíclico agravó el círculo vicioso de pérdidas, caída del capital bancario y contracción del crédito disponible.



Por ello, el marco de Basilea III introduce un coeficiente de apalancamiento que se reconoce como relativamente sencillo de calcular, transparente en sus componentes, y, por sobre todo, independiente de la percepción del nivel de riesgo. No obstante, cabe considerar que este coeficiente no reemplaza sino que complementa a los requisitos de capital tradicionales de Basilea II.

Esta complementariedad debe ser resaltada ya que, si bien el ratio de apalancamiento independiza el nivel de capitalización del sistema bancario de los requisitos sensibles al riesgo, no constituye un instrumento eficiente para la regulación financiera si se lo aplica en forma aislada. En particular, una aplicación de este tipo podría inducir a los bancos a reemplazar los activos de menor riesgo por otros menos seguros pero con mayores rendimientos, situación que tiende a ser contraria a los intereses de los reguladores y supervisores bancarios, cuyo objetivo es lograr que el proceso de intermediación financiera crezca de forma sana y sustentable.

Una de las cuestiones que tuvo que resolver el BCBS es cómo incorporar a la medida de la exposición, de un modo homogéneo y transparente, el apalancamiento implícito en las operaciones de financiación con valores (SFTs) y en los derivados y otras exposiciones fuera de balance. En este sentido, recién en julio de 2014 el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB por sus siglas en inglés) publicó la versión final de la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 9 “Instrumentos Financieros”. Antes había publicado versiones parciales, con el objetivo de reemplazar la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 39 vigente hasta ese momento.

La reforma de la contabilización de los instrumentos financieros es uno de los puntos del Acuerdo de Norwalk de 2002. En esa oportunidad, el IASB, con alcance internacional, y el *Financial Accounting Standards Board* (FASB), de EEUU, acordaron avanzar hacia un esquema contable unificado. Luego del inicio de la crisis internacional, las tareas se aceleraron, particularmente porque los Líderes del G20 solicitaron que se hicieran esfuerzos para encontrar una forma común de valorar y exponer los instrumentos financieros. No obstante, aún hoy subsisten ciertas diferencias, incluso en los modelos de compensación de activos y pasivos financieros<sup>115</sup>.

De avanzarse en la implementación de una medida universal para limitar el apalancamiento de los bancos, la forma de computar la exposición no puede quedar librada al esquema contable de cada país ni al criterio de cada institución acerca de cómo registrar las operaciones fuera de balance. Por ello, el BCBS tomó el recaudo de definir cuáles de estas operaciones se deben computar y cómo se deben medir las exposiciones originadas en los instrumentos derivados y en las SFTs. Para asegurar la transparencia, el BCBS ha dispuesto que a partir de 2015 los bancos de las jurisdicciones adheridas publiquen, junto con sus estados financieros, información relativa al coeficiente de apalancamiento y sus componentes. La información se debe dar a conocer siguiendo un formato de tablas y renglones preestablecido, de modo que cualquier persona interesada pueda leer y comprender su contenido.

En principio, el coeficiente de apalancamiento mínimo para todo grupo bancario —se aplican los criterios de consolidación de Basilea II— se fijaría en:

$$\text{Coeficiente} = \frac{\text{Medida de capital}}{\text{Medida de la exposición}} \geq 3\%$$

Sin embargo, ese mínimo no es definitivo ya que el Comité se propone evaluar semestralmente la informa-

<sup>115</sup> En el caso del IASB, están explicitados en la NIC 32 “Instrumentos Financieros: Presentación” y en la NIIF 7 “Instrumentos Financieros: Información a Revelar”.

ción que aporten los requisitos de divulgación para determinar si la calibración es apropiada a lo largo de todo un ciclo de crédito y para todos los modelos de negocio bancario. El coeficiente se terminará de definir en 2017, con vistas a integrarlo al Pilar 1 de Basilea (requerimiento mínimo de capital) el 1 de enero de 2018.

En cuanto a los componentes, debe notarse que, por ahora, la medida de capital se puede integrar exclusivamente con el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas, o sea el capital de Nivel 1. Durante el período de observación, el Comité va a evaluar también si el capital regulatorio total proporciona una medida más eficiente.

De acuerdo con la definición de la normativa implementada en Argentina, el capital de Nivel 1 comprende:

- 1) El capital ordinario (CO<sub>n1</sub>) o sea, el capital social, los aportes no capitalizados y los ajustes al patrimonio, las reservas de utilidades y los resultados no asignados. Los resultados del ejercicio en curso se pueden computar en forma íntegra una vez que se cuente con el informe del auditor sobre los estados financieros trimestrales correspondiente al último ejercicio cerrado y, a partir de ese momento, se debe computar el 100% de las pérdidas pero sólo el 50% de las ganancias.
- 2) El capital adicional de nivel uno (CA<sub>n1</sub>) está compuesto por instrumentos de deuda con depositantes y demás acreedores quirografarios cuya prelación en la distribución de fondos en caso de quiebra sea sólo respecto a los accionistas. Aunque estos instrumentos no deben contemplar el repago del capital —excepto en caso de liquidación— pueden ser rescatados pasados 5 años de su emisión, siempre que la entidad financiera cuente con autorización de la SEFyC. En caso de que a la entidad financiera se le rechace un plan de regularización y saneamiento, se le revoque la autorización para funcionar o se la someta a reestructuración en defensa de los depositantes o se decida recapitalizarla con fondos públicos o de SEDESA, estos instrumentos deberán absorber pérdidas a través de una quita o conversión en capital ordinario.

La medida de la exposición abarca, como se dijo, a los derivados, a las SFTs y a los restantes activos del balance, así como a ciertas exposiciones fuera del balance.

Las exposiciones registradas en el balance, excepto los derivados, se incluyen netas de las provisiones específicas y de los ajustes de valuación. Los préstamos y depósitos no se deben netear ni se puede reducir el valor de la exposición por la existencia de garantías reales o

personales o el empleo de técnicas de mitigación del riesgo.

Para calcular la exposición que generan los derivados se debe emplear el Método de la Exposición Actual (CEM) descrito en nuestra norma sobre “Capitales mínimos de las entidades financieras”. La exposición resulta de la suma del costo de reposición del contrato a precios de mercado, si tiene valor positivo, y de un adicional por la exposición potencial futura durante su vida remanente, el cual se calcula aplicando al valor nocional un factor en función de las características de cada instrumento.

Las SFTs son transacciones cuyo valor depende del valor de mercado de otros activos y de los márgenes que se acuerden. Los ejemplos más usuales en nuestro mercado son las operaciones de pase pasivo y activo (acuerdos *repo* y *reverse repo*). La medida de la exposición es igual a los créditos originados en los pases activos (sin computar los títulos recibidos) más la medida de riesgo de crédito, equivalente a la exposición corriente con cada contraparte (sin incrementos por la exposición potencial futura).

Las operaciones fuera de balance constituyen compromisos que se van a convertir en activos de la entidad financiera sólo en una proporción. Por ello, la exposición se calcula multiplicando los montos nominales por los factores de conversión crediticia (CCF) de las normas sobre “Capitales mínimos de las entidades financieras”, sujetos a un piso del 10%.

Finalmente, cabe considerar que el BCRA recientemente elaboró y publicó un conjunto de comunicaciones<sup>116</sup> mediante las que se avanza en el proceso de diseño e implementación local de este coeficiente de apalancamiento. Por un lado, se estableció que los bancos tienen que proveer a esta Institución información sobre su capital y exposiciones —existentes tanto en el balance como fuera del mismo— referida al tercer trimestre 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. El análisis de la mencionada información permitirá avanzar en la calibración de una relación técnica regulatoria que será introducida en los próximos años, prosiguiendo así con el camino de convergencia local a los estándares de Basilea III.

---

<sup>116</sup> Comunicaciones “A” 5606 y “A” 5610.

## VI. Sistema de Pagos

### Síntesis

Durante 2014 el BCRA continuó modernizando el Sistema Nacional de Pagos (SNP), mediante la implementación de diversas medidas con el objetivo de brindar medios de pago más seguros, ágiles, económicos y eficientes y buscando promover un mayor nivel de bancarización de la población. Como consecuencia de ello, al igual que viene sucediendo en los últimos períodos, la utilización de los medios de pago electrónicos alternativos al efectivo siguió ampliándose.

En este marco, las transferencias bancarias mostraron un importante crecimiento que, al igual que en años anteriores, estuvo principalmente impulsado por la modalidad de acreditación inmediata. Esta última se incrementó 25,1% en términos interanuales durante 2014 —en número—, explicando casi la totalidad del aumento de las transferencias bancarias a terceros. Como consecuencia de los cambios regulatorios implementados por el BCRA en el segundo semestre de 2013, la cantidad de transferencias realizadas sin costo para el usuario bancario alcanzó 96,4% del total de operaciones inmediatas.

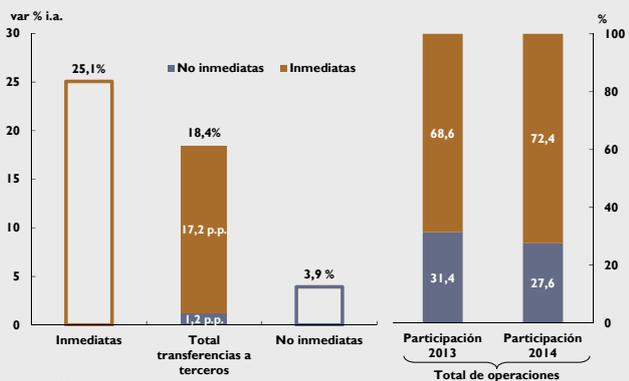
La cantidad de tarjetas de crédito y débito en circulación evidenció durante el primer semestre de 2014 un incremento anualizado (a.) de 4,6% (5,1%a. y 4%a. respectivamente). El crecimiento en el mercado de tarjetas estuvo impulsado por el grupo de bancos privados. Este comportamiento implicó un leve aumento del ratio de tarjetas por habitante, alcanzando 0,75 —para crédito— y 0,73 —para débito— hacia mitad de año.

Durante los primeros ocho meses del año se registró una merma interanual en el uso de cheques, tanto en la cantidad de documentos compensados (-2,98%) como en el monto total compensado en relación al PIB. Así, continúa la tendencia de relativo estancamiento que ese instrumento ha mostrado en los últimos períodos, evidenciando cierto grado de sustitución por el uso de medios de pago de acreditación en línea.

Las operaciones realizadas mediante el sistema de pagos de alto valor —MEP— aumentaron en el transcurso de 2014, tanto en cantidad como en valor transferido en proporción del PIB.

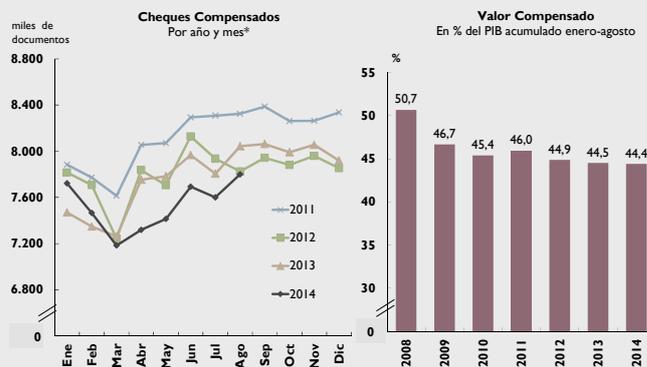
Gráfico VI.1

Transferencias a Terceros por Tipo  
En cantidad de operaciones- Acumulado enero-agosto



Fuente: BCRA

Gráfico VI.2  
Cheques

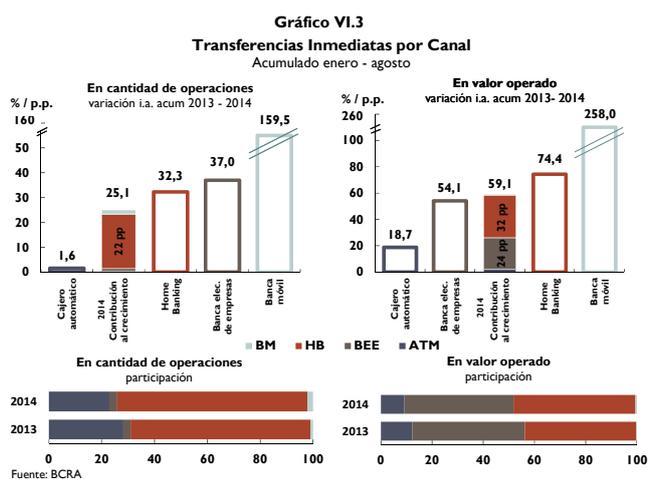


\*Nota: promedio móvil tres meses. Fuente: BCRA

## VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

A lo largo de este año, el BCRA continuó llevando adelante el proceso de modernización del Sistema Nacional de Pagos (SNP). Para ello, se implementaron diversas medidas con el objetivo de brindar a la población medios de pagos seguros, ágiles y eficientes que promuevan un mayor nivel de bancarización. Como consecuencia de ello, al igual que viene sucediendo en los últimos períodos, la utilización de los medios de pago electrónicos alternativos al efectivo siguió profundizándose.

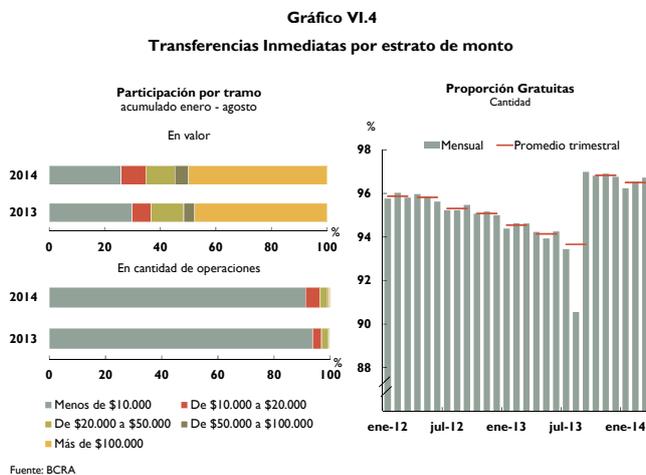
Durante 2014 las transferencias bancarias a terceros<sup>117</sup> continuaron mostrando un importante crecimiento, aunque con cierta desaceleración respecto a lo ocurrido en períodos anteriores. El incremento en la cantidad de operaciones en el acumulado del año fue de 18,4% i.a. (ver Gráfico VI.1), 14,6 p.p. por debajo del evidenciado en 2013. Al igual que en los últimos años, dicho crecimiento estuvo principalmente impulsado por la evolución de las transferencias inmediatas, instrumento particularmente impulsado por el BCRA a partir de abril de 2011. Con un aumento de 25,1% i.a., la modalidad inmediata explicó casi la totalidad del incremento de las operaciones de transferencias a terceros (17,2 p.p. de 18,4%). Como consecuencia, para los primeros ocho meses del año, la participación del modo inmediato en la cantidad total de transferencias bancarias a terceros aumentó 3,8 p.p. hasta un nivel de 72,4%.



En 2014, dentro de los canales disponibles para la ejecución de las transferencias inmediatas se destacó nuevamente la incidencia de aquellas cursadas por medio de *homebanking*, que dieron cuenta de 22 p.p. del 25,1% i.a. de crecimiento en la cantidad de operaciones inmediatas acumuladas en los primeros ocho meses del año (ver Gráfico VI.3). En términos de valor, la banca electrónica de empresas y el *homebanking* fueron los canales que más contribuyeron al incremento interanual en el total transferido, con 24 p.p. y 32 p.p. respectivamente, sobre una variación total de 59,1% i.a. para el período enero-agosto de 2014. Las transferencias por cajero automático mostraron un menor crecimiento que el total de inmediatas —tanto en valor como en cantidad de operaciones— y por lo tanto perdieron peso frente al resto de los canales. La banca móvil siguió registrando un ritmo de aumento muy superior a la media, incrementando su relevancia en el total, que de todos modos se mantiene en niveles reducidos (2% en cantidad, 0,6% en valor)

Las transferencias inmediatas de montos bajos —hasta \$20.000— fueron las más representativas en cantidad de

<sup>117</sup> Se trata de aquellas que los bancos realizan por cuenta y orden de sus clientes, excluyen pagos de sueldos, a proveedores, asignaciones familiares, pagos previsionales y embargos sobre haberes.

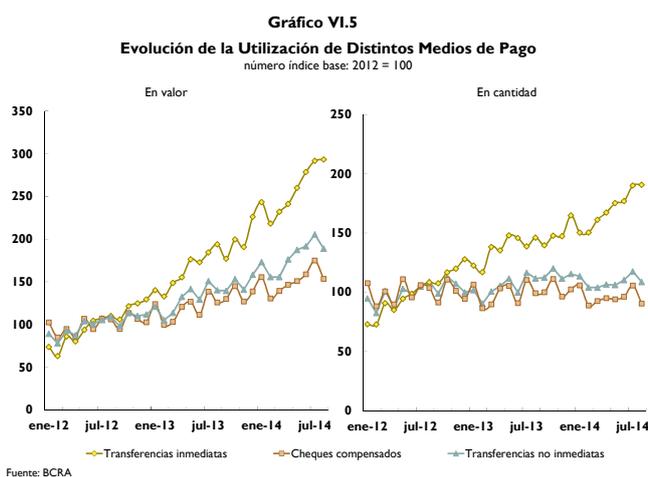


Fuente: BCRA

operaciones en el acumulado enero-agosto de 2014 (ver Gráfico VI.4). Entre las franjas de menor valor ganó participación aquella que va de \$10.000 a \$20.000, en línea con la modificación del monto diario máximo para transferencias gratuitas que se amplió de \$10.000 a \$20.000 en septiembre de 2013<sup>118</sup>. De esta manera, la participación de las transferencias inmediatas realizadas sin cargo por parte de los usuarios bancarios alcanzó 96,4% del total en lo que va del año (34,9% en valor transferido), lo que representa para el acumulado enero-agosto un incremento de 2,3 p.p. (4,7 p.p. en valor).

En cuanto al uso de cheques, durante los primeros ocho meses de 2014 el valor total compensado mostró un incremento de 27,4%, mientras que en cantidad de documentos la variación interanual fue de -2,9%. Esta merma que se presentó en 2014 se enmarca en una tendencia de mediano plazo de gradual disminución en el uso de este instrumento (ver Gráfico VI.2). La utilización de cheques (valor compensado) muestra un relativo estancamiento en términos del PIB, con una ligera caída interanual en el acumulado ocho meses con respecto a lo ocurrido en igual período de 2013.

Los principales medios de pago —distintos al efectivo— han mostrado durante el último tiempo evoluciones diferenciadas. En particular, el ritmo de crecimiento de las transferencias inmediatas ha superado al registrado por parte de los cheques y las transferencias no inmediatas, tanto en cantidad de operaciones como en valor compensado o transferido. Tomando como base el año 2012 —primer año de vigencia completa de las transferencias inmediatas— puede observarse que mientras los cheques y el resto de las transferencias a terceros han presentado un amesetamiento —en cantidad—, las de tipo inmediata han aumentado notablemente (ver Gráfico VI.5). En valor operado, se destaca también el incremento de dicho tipo de transferencias por sobre los demás medios de pago analizados.



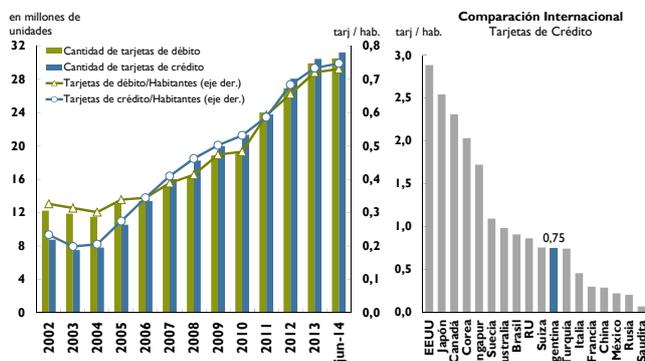
Fuente: BCRA

El crecimiento de la cantidad de tarjetas de crédito y débito continuó durante 2014<sup>119</sup>, aunque presentando cierto nivel de desaceleración con respecto a lo ocurrido en años anteriores (ver Gráfico VI.6). En términos anualizados el aumento fue de 4,6%a. en 2014 para el total de plásticos, principalmente impulsado por las tarjetas de crédito que, con un incremento de 5,1%a., explicaron el 56% de la variación total. Las de débito, por su parte, lo hicieron a un ritmo de 4%a. durante el primer semestre de 2014. Los bancos privados siguieron registrando la mayor cantidad de tarjetas (crédito 80,1% del total y 65,9% en el caso de débito) y fueron también los que

<sup>118</sup> Ver Comunicación "A" 5473.

<sup>119</sup> Junio último dato disponible.

**Gráfico VI.6**  
Tarjetas de Crédito y Débito



Nota: Argentina: diciembre de cada año, 2014 a junio - último dato disponible / Datos de cantidad de Tarjetas de Crédito a 2013, Japón y Estados Unidos a 2012, Arabia Saudita a 2009. Fuente: BCRA y BIS.

impulsaron el crecimiento en el total de plásticos en lo que va del año. La cantidad de tarjetas por habitante mostró en 2014 un leve aumento, alcanzando una proporción de 0,75 —crédito— y 0,73 —débito—. En comparación con otras economías emergentes y desarrolladas, la Argentina muestra un nivel medio en el ratio de tarjetas por habitante.

Las transacciones realizadas a través del Medio Electrónico de Pagos (MEP)<sup>120</sup> continuaron su tendencia creciente en los primeros ocho meses de 2014 tanto en cantidad de operaciones —4% i.a.— como en valor transferido en relación con el PIB (ver Gráfico VI.7).

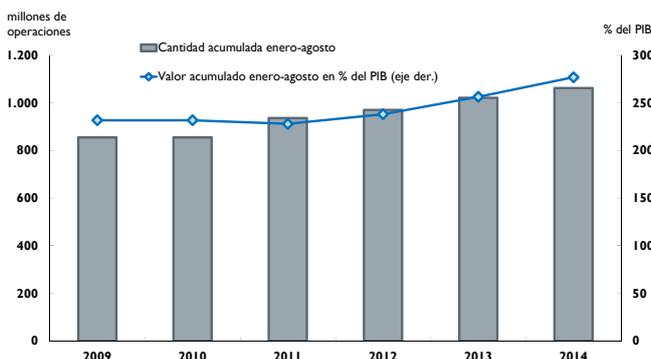
## VI.2 Modernización del Sistema de Pagos

En el transcurso de 2014 el BCRA continuó trabajando en la implementación y análisis de distintas medidas con miras a optimizar la utilización de los medios electrónicos de pago, dotándolos de nuevas funcionalidades que permitan la realización de transacciones cada vez más seguras y eficientes.

En este marco, se han impulsado diversos cambios en la normativa vinculada con los Certificados de Depósitos para la Inversión (CEDIN) con el objetivo de fomentar su utilización. Al respecto, se estipularon comisiones máximas que las entidades pueden cobrar en la suscripción, verificación y pago de tales instrumentos en pos de generar incentivos a las mismas para su aceptación y difusión<sup>121</sup>. Asimismo, se ampliaron las posibilidades de aplicación, se establecieron mecanismos que permitan que la verificación del certificado y de la aplicación y el cobro se realicen en el mismo acto de presentación del CEDIN, como también se dispusieron medidas para divulgar su utilización y la obligación de capacitar al personal que aplica la operatoria<sup>122</sup>.

En lo que hace a la aplicación de estándares internacionales, el Banco Central sigue participando en los foros de la “Iniciativa de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores del Hemisferio Occidental” coordinada por el CEMLA, en donde se tratan las tareas inherentes a la integración regional de los sistemas de pago. Asimismo, se continúa colaborando en la discusión de nuevos principios de infraestructura de mercados financieros impulsados por el CPMI (*Committee on Payment and Market Infrastructures*) y la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*).

**Gráfico VI.7**  
MEP - Transacciones Cursadas en Pesos



Fuente: BCRA

<sup>120</sup> Sistema de pagos de alto valor.

<sup>121</sup> Comunicación “A” 5613.

<sup>122</sup> Comunicación “A” 5628.

# 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	Ago 2013	Dic 2013	Ago 2014
1.- Liquidez	20,1	22,5	23,0	27,9	28,6	28,0	24,7	26,8	24,4	26,8	25,1
2.- Crédito al sector público	31,5	22,5	16,3	12,7	14,4	12,1	10,7	9,7	9,1	9,4	8,9
3.- Crédito al sector privado	25,8	31,0	38,2	39,4	38,3	39,8	47,4	49,5	50,0	50,9	47,1
4.- Irregularidad de cartera privada	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1	1,4	1,7	1,9	1,7	2,1
5.- Exposición patrimonial al sector privado	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-4,3	-3,1	-2,7	-3,5	-2,8
6.- ROA	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,8	2,7	2,9	2,9	3,4	4,7
7.- ROE	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7	25,4	29,5	37,4
8.- Eficiencia	151	167	160	167	185	179	179	190	195	206	226
9a.- Integración de capital (pos-Com. A 5369)	-	-	-	-	-	-	-	-	13,4	13,6	14,3
9b.- Integración de capital (riesgo de crédito)	15,9	16,9	16,9	16,9	18,8	17,7	15,6	17,1	-	-	-
10a.- Integración de capital Nivel I (pos-Com. A 5369)	-	-	-	-	-	-	-	-	12,0	12,5	13,3
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	71	76	84

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](http://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	ago 13	dic 13	ago 14	Variaciones (en %)	
									2014	Últimos 12 meses
<b>Activo</b>	<b>346.762</b>	<b>387.381</b>	<b>510.304</b>	<b>628.381</b>	<b>790.026</b>	<b>911.742</b>	<b>1.004.892</b>	<b>1.188.996</b>	<b>18,3</b>	<b>30,4</b>
Disponibilidades <sup>1</sup>	58.676	71.067	93.085	104.389	148.254	149.406	200.925	194.909	-3,0	30,5
Títulos públicos	65.255	86.318	117.951	112.906	123.491	154.122	141.494	241.932	71,0	57,0
LEBAC/NOBAC	37.093	43.867	76.948	71.050	84.057	107.216	89.641	186.333	107,9	73,8
Tenencia por cartera propia	25.652	34.748	61.855	59.664	70.569	88.780	88.091	160.653	82,4	81,0
Por operaciones de pase activo <sup>2</sup>	11.442	9.119	15.093	11.386	13.488	18.436	1.550	25.680	1.556,9	39,3
Títulos privados	203	307	209	212	251	432	434	879	102,5	103,4
Préstamos	154.719	169.868	230.127	332.317	433.925	500.308	563.344	613.000	8,8	22,5
Sector público	17.083	20.570	25.907	31.346	39.951	41.576	48.438	51.436	6,2	23,7
Sector privado	132.844	145.247	199.202	291.708	383.674	447.429	501.857	550.185	9,6	23,0
Sector financiero	4.793	4.052	5.018	9.263	10.299	11.303	13.049	11.379	-12,8	0,7
Previsiones por préstamos	-4.744	-5.824	-6.232	-7.173	-9.596	-11.477	-12.388	-16.027	29,4	39,6
Otros créditos por intermediación financiera	38.152	33.498	39.009	40.805	38.769	57.501	42.435	72.752	71,4	26,5
ON y OS	912	1.146	1.433	1.657	2.255	3.505	5.421	5.199	-4,1	48,4
Fideicomisos sin cotización	5.714	5.942	6.824	7.967	10.822	12.057	12.656	12.891	1,9	6,9
Bienes en locación financiera ( <i>leasing</i> )	3.935	2.933	3.936	6.222	7.203	8.207	9.460	9.988	5,6	21,7
Participación en otras sociedades	7.236	6.711	7.921	9.123	11.682	13.467	15.205	19.089	25,5	41,7
Bienes de uso y diversos	7.903	8.239	9.071	10.111	11.251	12.584	14.226	16.619	16,8	32,1
Filiales en el exterior	3.153	3.926	3.283	3.525	4.354	4.918	5.611	7.220	28,7	46,8
Otros activos	12.275	10.337	11.943	15.944	20.441	22.274	24.933	28.636	14,9	28,6
<b>Pasivo</b>	<b>305.382</b>	<b>339.047</b>	<b>452.752</b>	<b>558.264</b>	<b>699.205</b>	<b>803.644</b>	<b>883.889</b>	<b>1.034.033</b>	<b>17,0</b>	<b>28,7</b>
Depósitos	236.217	271.853	376.344	462.517	595.764	680.728	752.422	861.885	14,5	26,6
Sector público <sup>3</sup>	67.151	69.143	115.954	129.885	163.691	185.443	202.434	209.012	3,2	12,7
Sector privado <sup>3</sup>	166.378	199.278	257.595	328.463	427.857	490.174	544.332	644.046	18,3	31,4
Cuenta corriente	39.619	45.752	61.306	76.804	103.192	110.809	125.237	141.560	13,0	27,8
Caja de ahorros	50.966	62.807	82.575	103.636	125.210	136.872	158.523	183.678	15,9	34,2
Plazo fijo	69.484	83.967	104.492	135.082	183.736	226.325	241.281	294.585	22,1	30,2
Otras obligaciones por intermediación financiera	57.662	52.114	60.029	76.038	75.106	92.329	92.634	126.497	36,6	37,0
Obligaciones interfinancieras	3.895	3.251	4.201	7.947	8.329	9.105	10.596	8.905	-16,0	-2,2
Obligaciones con el BCRA	1.885	270	262	1.920	3.535	4.524	4.693	4.620	-1,6	2,1
Obligaciones negociables	5.984	5.033	3.432	6.856	9.101	12.147	14.198	17.156	20,8	41,2
Líneas de préstamos del exterior	4.541	3.369	3.897	6.467	4.992	5.157	6.328	11.732	85,4	127,5
Diversos	13.974	14.891	17.426	24.137	26.280	26.189	41.345	38.130	-7,8	45,6
Obligaciones subordinadas	1.763	1.922	2.165	2.065	2.647	2.997	3.425	4.158	21,4	38,8
Otros pasivos	9.740	13.159	14.213	17.644	25.688	27.590	35.407	41.492	17,2	50,4
<b>Patrimonio neto</b>	<b>41.380</b>	<b>48.335</b>	<b>57.552</b>	<b>70.117</b>	<b>90.820</b>	<b>108.098</b>	<b>121.800</b>	<b>154.963</b>	<b>27,2</b>	<b>43,4</b>
<b>Memo</b>										
<b>Activo neteado</b>	<b>321.075</b>	<b>364.726</b>	<b>482.532</b>	<b>601.380</b>	<b>767.744</b>	<b>878.271</b>	<b>990.614</b>	<b>1.143.973</b>	<b>15,5</b>	<b>30,3</b>
<b>Activo neteado consolidado</b>	<b>312.002</b>	<b>357.118</b>	<b>472.934</b>	<b>586.805</b>	<b>750.598</b>	<b>859.395</b>	<b>969.247</b>	<b>1.122.646</b>	<b>15,8</b>	<b>30,6</b>

(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						Primeros 8 meses		Últimos
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2013	2014	12 meses
Margen financiero	20.462	28.937	35.490	43.670	61.667	88.509	52.492	87.982	123.999
Resultado por intereses	9.573	14.488	17.963	24.903	38.365	50.336	32.081	40.808	59.063
Ajustes CER y CVS	2.822	1.196	2.434	1.725	2.080	2.153	1.381	3.299	4.072
Diferencias de cotización	2.307	2.588	2.100	3.025	4.127	11.287	5.446	12.455	18.296
Resultado por títulos valores	4.398	11.004	13.449	14.228	17.356	22.280	13.265	27.642	36.656
Otros resultados financieros	1.362	-339	-457	-211	-261	2.454	318	3.777	5.913
Resultado por servicios	10.870	13.052	16.089	21.391	28.172	36.503	23.507	30.233	43.229
Cargos por incobrabilidad	-2.839	-3.814	-3.267	-3.736	-6.127	-9.349	-5.387	-7.136	-11.098
Gastos de administración	-18.767	-22.710	-28.756	-36.365	-47.318	-60.722	-38.921	-52.228	-74.029
Cargas impositivas	-2.318	-3.272	-4.120	-6.047	-8.981	-13.916	-8.910	-12.628	-17.635
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>1</sup>	-1.757	-262	-214	-336	-338	-377	-243	-665	-799
Amortización de amparos	-994	-703	-635	-290	-274	-128	-76	-52	-105
Diversos	1.441	918	2.079	2.963	2.475	2.576	1.779	3.863	4.659
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias <sup>2</sup>	6.100	12.145	16.665	21.251	29.276	43.094	24.242	49.369	68.222
Impuesto a las ganancias	-1.342	-4.226	-4.904	-6.531	-9.861	-13.951	-8.335	-15.945	-21.561
<b>Resultado total<sup>2</sup></b>	<b>4.757</b>	<b>7.920</b>	<b>11.761</b>	<b>14.720</b>	<b>19.415</b>	<b>29.143</b>	<b>15.907</b>	<b>33.425</b>	<b>46.660</b>
Resultado ajustado <sup>3</sup>	7.508	8.885	12.610	15.345	20.027	29.649	16.226	34.142	47.564
<i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>									
Margen financiero	6,7	8,6	8,5	8,0	9,2	10,3	9,7	12,3	12,1
Resultado por intereses	3,1	4,3	4,3	4,6	5,7	5,9	5,9	5,7	5,8
Ajustes CER y CVS	0,9	0,4	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4
Diferencias de cotización	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	1,3	1,0	1,7	1,8
Resultado por títulos valores	1,4	3,3	3,2	2,6	2,6	2,6	2,4	3,9	3,6
Otros resultados financieros	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,1	0,5	0,6
Resultado por servicios	3,6	3,9	3,8	3,9	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-1,1	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-1,1
Gastos de administración	-6,1	-6,7	-6,9	-6,7	-7,0	-7,1	-7,2	-7,3	-7,2
Cargas impositivas	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	-1,6	-1,6	-1,8	-1,7
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>1</sup>	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-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	0,3	0,5	0,5
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias <sup>2</sup>	2,0	3,6	4,0	3,9	4,3	5,0	4,5	6,9	6,7
Impuesto a las ganancias	-0,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,5	-1,6	-1,5	-2,2	-2,1
<b>Resultado total<sup>2</sup></b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>
Resultado ajustado <sup>3</sup>	2,5	2,6	3,0	2,8	3,0	3,5	3,0	4,8	4,6
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias / Patrimonio neto	17,2	29,5	34,5	36,5	38,8	43,7	38,8	55,2	54,3
Resultado total / Patrimonio neto <sup>2</sup>	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7	29,5	25,4	37,4	37,2

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

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

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

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	ago 13	dic 13	ago 14
<b>Cartera irregular total</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
Previsiones / Cartera irregular	115	108	115	117	115	148	176	144	137	150	139
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	-2,6	-0,9	-1,6	-1,8	-1,7	-3,6	-4,6	-3,4	-3,0	-3,7	-3,0
<b>Al sector privado no financiero</b>	<b>7,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,2</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>
Previsiones / Cartera irregular	115	108	114	116	112	143	171	141	134	148	137
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	-1,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-4,3	-3,1	-2,7	-3,5	-2,8

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	Crecimiento Económico.....	7
2	Índice de Precios de las Materias Primas.....	7
3	Objetivo de Tasa <i>Fed Funds</i> – Pronósticos FOMC (Mediana).....	8
4	Indicadores de Actividad.....	8
5	Intermediación Financiera.....	9
6	Tasas de Interés Activas Operadas en Pesos con el Sector Privado.....	9
7	Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado .....	10
8	Activos de Mayor Liquidez en Términos de los Pasivos de Corto Plazo.....	10
9	Descalce de Moneda Extranjera.....	11
10	Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición).....	11
I.1	Global. Actividad Económica y PMI .....	13
I.2	Objetivo de Tasa <i>Fed Funds</i> – Pronósticos FOMC (Mediana).....	13
I.3	Global. Crecimiento Económico.....	14
I.4	Evolución de las Proyecciones de Crecimiento para 2014.....	14
I.5	Global. Volúmenes del Comercio Mundial.....	14
I.6	Evolución de Compras Mensuales de Activos por Parte de la <i>Fed</i> .....	15
I.7	Zona del Euro. Tasa de Interés de Referencia e Inflación Minorista.....	15
I.8	Principales Países Emergentes. Evolución de las Proyecciones de Crecimiento para 2014.....	16
I.9	Principales Economías Avanzadas y Emergentes. Participación sobre el PIB Global.....	16
I.10	Economías Emergentes Seleccionadas. Tasa de Interés de Referencia.....	16
I.11	Crecimiento Económico.....	17
I.12	Precios Internacionales de los Principales Granos.....	17
I.13	Índice de Precios de las Materias Primas.....	17
I.14	Mercados Bursátiles de EEUU y Europa.....	18
I.15	Rendimientos del Tesoro de los EEUU y Expectativas.....	18
I.16	Deuda Soberana Europea. Rendimientos de Bonos a 10 Años.....	19
I.17	Dólar / Euro, Índice Dólar y Posiciones de Agentes Especulativos.....	19
I.18	Índices Bursátiles Regionales de Mercados Emergentes y Volatilidad Esperada.....	20
I.19	Economías Emergentes. Riesgo Percibido de Deuda Soberana (EMBI+).....	20
I.20	Emisiones de Deuda de EM en los Mercados Internacionales.....	21
I.21	Monedas Seleccionadas. Tipo de Cambio Contra el Dólar.....	21
I.22	Brasil: Tipo de Cambio y Expectativas.....	21
A.1.1	Política Monetaria EEUU y Cotización de Activos Emergentes.....	24
A.1.2	Flujos Financieros Privados Netos a Economías Emergentes.....	25
II.1	Indicadores de Actividad.....	27
II.2	Colocación de Obligaciones Negociables.....	27
II.3	Contribución al Crecimiento del PIB por Sectores de Oferta.....	28
II.4	Indicadores. Adelantos del Nivel de Actividad.....	28
II.5	Principales Indicadores del Mercado de Trabajo.....	29
II.6	Evolución Promedio Anual del Salario y del Haber Mínimo Jubilatorio.....	29
II.7	Exportaciones, Importaciones y Saldo Comercial.....	29
II.8	Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano (IPCNU).....	30
II.9	Tasa de Interés de LEBAC en Pesos en el Mercado Primario.....	30
II.10	Agregados Monetarios – M3.....	31
II.11	Reservas Internacionales del BCRA.....	31
II.12	Evolución del <i>Spreads</i> de Riesgo Soberano, Componentes del EMBI+ Argentina y Precios en Mercados del Exterior.....	32
II.13	Cotización de Principales Títulos Públicos Denominados en Dólares.....	32
II.14	Rendimiento de Títulos Públicos en Dólares en la Plaza Local.....	33
II.15	Rendimiento de Títulos Públicos en Pesos.....	33
II.16	Cotización de Unidades Vinculadas al PIB.....	34
II.17	Composición del Saldo de Lebac y Nobacs en Circulación.....	34
II.18	Mercado Primario de Lebac.....	34
II.19	Mercado Secundario de Lebac.....	35
II.20	Montos Negociados en Instrumentos de Renta Fija .....	35
II.21	Mercado Bursátil Argentino.....	35
II.22	Rendimientos de Acciones Locales por Principales Sectores.....	36
II.23	Sector Financiero – Plazo y Costo de Colocaciones de ON en Pesos.....	36
II.24	Colocación de Fideicomisos Financieros y Costo de Financiamiento.....	36
II.25	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	37

II.26	Negociación de Futuros de Dólar.....	37
III.1	Deuda de las Empresas.....	39
III.2	Deuda de las Familias.....	39
III.3	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	40
III.4	PIB Bienes y Servicios.....	40
III.5	Indicadores de Actividad.....	40
III.6	Deuda de las Empresas.....	41
III.7	Estimador Mensual Industrial.....	41
III.8	Deuda de las Empresas – Industria y Producción Primaria.....	42
III.9	Faena Bovina.....	43
III.10	Bloques de la Construcción.....	43
III.11	Indicadores de Actividad Comercial.....	44
III.12	Deuda de las Empresas – Comercio, Servicios y Construcción.....	44
III.13	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	44
III.14	Empleo Registrado.....	45
III.15	Índice de Salarios.....	45
III.16	Evolución de los Coeficientes de Movilidad Previsional.....	45
III.17	Deuda de las Familias.....	46
III.18	Contribución al Crecimiento de la Recaudación Tributaria Nacional.....	46
III.19	Ingresos y Gasto Primario del Sector Público Nacional No Financiero.....	46
III.20	Resultados del Sector Público Nacional No Financiero.....	47
III.21	Deuda Pública Nacional.....	47
III.22	Servicios de la Deuda Pública Nacional en Moneda Extranjera Excluyendo Pagos Intra Sector Público.....	47
III.23	Coparticipación, Transferencias a Provincias y Recaudación Subnacional.....	48
A.3.1	Indicador de Carga Financiera de las Familias.....	51
A.3.2	Indicadores de Deuda de las Familias — Comparación Internacional.....	51
IV.1	Intermediación Financiera.....	53
IV.2	Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición).....	53
IV.3	Crédito al Sector Privado.....	54
IV.4	Crédito al Sector Privado en Moneda de Origen.....	55
IV.5	Crédito al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras.....	55
IV.6	Tasas de Interés Activas Operadas en Pesos con el Sector Privado.....	55
IV.7	Financiamiento Total al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	56
IV.8	Financiamiento Total al Sector Privado por Grupo de Bancos.....	56
IV.9	Financiamiento a Empresas.....	56
IV.10	Crédito a las Empresas.....	57
IV.11	Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario.....	57
IV.12	Préstamos en Pesos Otorgados a Personas Jurídicas.....	57
IV.13	Financiamiento a Empresas.....	58
IV.14	Crédito a las Familias.....	58
IV.15	Depósitos del Sector Privado No Financiero en el Sistema Financiero.....	58
IV.16	Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero.....	59
IV.17	Composición Patrimonial.....	59
IV.18	Estimación del Costo de Fondeo Promedio por Depósitos en Moneda Nacional.....	59
IV.19	Cobertura del Sistema Financiero Local.....	60
IV.20	Cobertura del Sistema Financiero.....	60
IV.21	Empleo en el Sistema Financiero.....	61
IV.22	Cantidad de Cuentas en Términos de Empleados y de Sucursales.....	61
IV.23	Concentración del Sistema Financiero.....	62
IV.24	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	62
IV.25	Apalancamiento del Sistema Financiero.....	63
IV.26	Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	63
IV.27	Composición del Margen Financiero.....	64
IV.28	Resultados por Intereses.....	64
IV.29	Resultados por Servicios.....	65
IV.30	Principales Fuentes de Ingresos del Sistema Financiero.....	65
IV.31	Gastos de Administración por Grupo de Bancos.....	65
IV.32	Cargos por Incobrabilidad por Grupo de Bancos.....	66
IV.33	Evolución de la Cartera de los Inversores Institucionales.....	66
IV.34	FGS: Tenencia de Títulos Públicos y Acciones.....	67
IV.35	Evolución de la Cartera de Compañías de Seguros por Segmento.....	67
IV.36	Evolución del Patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión.....	68

V.1	Liquidez del Sistema Financiero.....	69
V.2	Descalce de Moneda Extranjera.....	69
V.3	Indicadores de Exposición al Riesgo de Liquidez.....	70
V.4	Liquidez por Grupo de Bancos.....	70
V.5	Activos de Mayor Liquidez en Términos de los Pasivos de Corto Plazo.....	70
V.6	Liquidez en Pesos.....	71
V.7	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	71
V.8	Mercado de <i>Call</i> .....	71
V.9	Exposición Bruta al Sector Privado No Financiero.....	72
V.10	Irregularidad. Comparación Internacional.....	72
V.11	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Sector.....	72
V.12	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Región.....	73
V.13	Cobertura de la Cartera Irregular con Previsiones por Grupo de Bancos.....	73
V.14	Crédito al Sector Privado por Moneda.....	74
V.15	Financiaciones a Empresas.....	74
V.16	Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas por Actividad.....	74
V.17	Irregularidad de las Financiaciones a Empresas por Tramo de Saldo Residual.....	75
V.18	Rechazo de Cheques por Falta de Fondos.....	75
V.19	Financiaciones a Familias.....	75
V.20	Financiaciones al Consumo de las Familias por Período Estimado de Incorporación del Deudor al Sistema Financiero.....	76
V.21	Exposición al Sector Público por Grupo de Bancos.....	76
V.22	Exposición al Sector Público – Comparación Internacional.....	76
V.23	Exigencia de Capitales Mínimos por Grupo de Bancos.....	77
V.24	Clasificación de los Eventos de Riesgo Operacional Informados.....	77
V.25	Valor a Riesgo de Mercado.....	77
V.26	Posición en Títulos Públicos y en Instrumentos de Regulación Monetaria en Cartera de los Bancos.....	78
V.27	Exigencia de Capitales Mínimos por Bonos Nacionales.....	78
V.28	Descalce de Moneda Extranjera y Volatilidad del Tipo de Cambio Nominal.....	78
V.29	Composición del Descalce de Moneda Extranjera (ME).....	79
V.30	<i>Duration</i> Estimada para la Cartera en Moneda Nacional del <i>Banking Book</i> .....	79
V.31	Reducción Estimada en el Valor Económico (VE) por una Suba en la Tasa de Interés.....	79
A.4.1	Nivel de Apalancamiento de los Sistemas Financieros.....	80
VI.1	Transferencias a Terceros por Tipo.....	83
VI.2	Cheques.....	83
VI.3	Transferencias Inmediatas por Canal.....	84
VI.4	Transferencias Inmediatas por Estrato de Monto.....	85
VI.5	Evolución de la Utilización de Distintos Medios de Pago.....	85
VI.6	Tarjetas de Crédito y Débito.....	86
VI.7	MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....	86

## Índice de Tablas

A.1.1	Pronósticos y Expectativas sobre Evolución de Tasas de <i>Fed Funds</i> .....	23
III.1	Producción Agrícola Principales Cultivos.....	42
III.2	Colocaciones de Bonos Vinculados al Dólar ( <i>dollar-linked</i> ) de Distritos Subnacionales.....	48
IV.1	Situación Patrimonial.....	54
IV.2	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	63
IV.3	Estructura de Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	64
IV.4	Evolución de la Cartera del FGS.....	66
IV.5	Evolución de la Cartera de Compañías de Seguros.....	67
V.1	Evolución de las Financiaciones al Sector Privado / Diciembre 2013 a Junio 2014.....	73