



# Boletín de Estabilidad Financiera

Segundo Semestre de 2015



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA



# Boletín de Estabilidad Financiera

## Segundo Semestre de 2015



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Boletín de Estabilidad Financiera**  
**Segundo Semestre de 2015**

ISSN 1668-3978  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Octubre 2015

**Banco Central de la República Argentina**  
Reconquista 266  
(C1003ABF) Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
República Argentina  
Tel. | (54 11) 4348-3500  
Fax | (54 11) 4000-1256  
Sitio Web | [www.bcra.gob.ar](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 Principal de Investigaciones Económicas

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, 5 de Octubre de 2015*



# Contenido

**Pág. 7 | Síntesis Ejecutiva**

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

**Pág. 21 | II. Contexto Local**

*Pág. 28 | Apartado 1 / Colocaciones de BONAC y Mercado Secundario*

**Pág. 35 | III. Situación de Deudores**

**Pág. 45 | IV. Sector Financiero**

*Pág. 49 | Apartado 2 / Avances en la Implementación de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva*

**Pág. 63 | V. Riesgos del Sistema Financiero**

*Pág. 66 | Apartado 3 / Implementación del Ratio de Cobertura de Liquidez en Argentina*

*Pág. 77 | Apartado 4 / Alcance de la Banca en la Sombra a Nivel Internacional*

**Pág. 81 | VI. Sistema de Pagos**

**Pág. 87 | Anexo Estadístico**

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

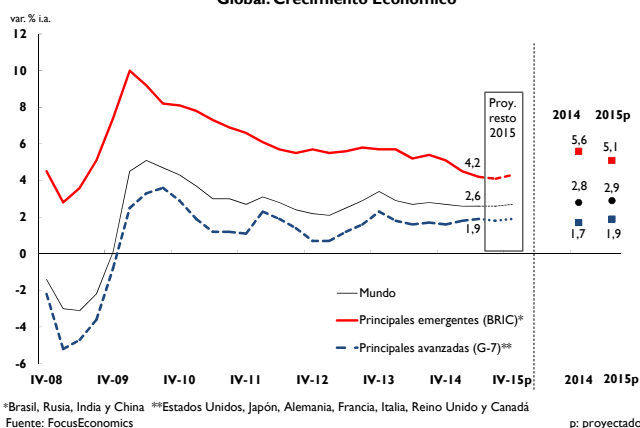
**Pág. 93 | Índice de Gráficos y Tablas**





# Síntesis Ejecutiva

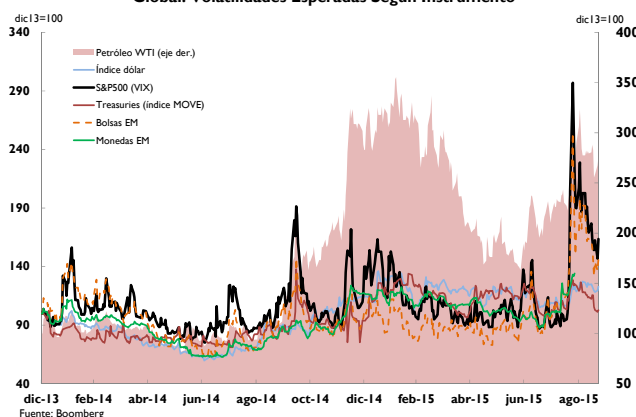
**Gráfico 1**  
Global. Crecimiento Económico



La actividad económica mundial agregada y el comercio internacional crecieron a ritmos acotados en lo que va de 2015, en línea con lo observado luego del pico de la crisis financiera internacional en 2008-2009. En los últimos meses se mantuvo el contraste entre el dinamismo registrado por las economías desarrolladas en términos agregados y la desaceleración del crecimiento observada en las emergentes en su conjunto. Los países desarrollados presentaron situaciones diferentes entre ellos, lo que implicó divergencias en las respuestas de política. A este escenario se suma un considerable incremento en la volatilidad de los mercados financieros, en función de la situación en Grecia y, más recientemente, por la coyuntura en China. Por ellos, para el resto del año se esperaba un moderado crecimiento de la actividad a nivel mundial.

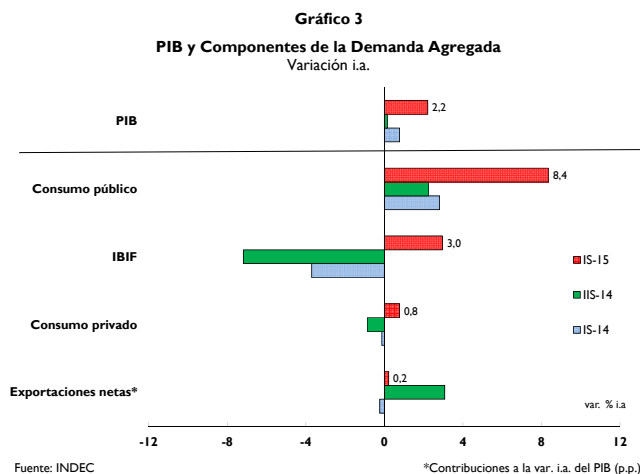
En los últimos meses se deterioraron los precios de los activos financieros de economías emergentes. En particular, se observaron: una disminución general de los índices bursátiles de estas economías —acompañando lo que sucedió con los indicadores de las regiones más desarrolladas—; una ampliación de los *spreads* de deuda soberana —más fuerte en América Latina, destacándose el caso brasileño en función de cambios en la calificación de su deuda y por tensiones políticas—; y un renovado debilitamiento de las monedas de emergentes contra el dólar. Esto se dio junto con salidas desde fondos especializados en activos de economías emergentes, y de menores colocaciones de instrumentos de deuda de estas economías en los mercados internacionales.

**Gráfico 2**  
Global. Volatilidades Esperadas Según Instrumento



En los próximos meses se mantendría un escenario de cautela, con varios factores de riesgo vinculados al contexto externo que podrían volver a generar situaciones de volatilidad, cambios en los portafolios a nivel global y deterioro en los precios de los activos financieros de economías emergentes, incluyendo sus monedas. Particular importancia tendrán la coyuntura económica y financiera de China y el accionar de la Reserva Federal, con foco en las expectativas de inicio de un futuro ciclo de subas en las tasas de interés de corto plazo y su intensidad.

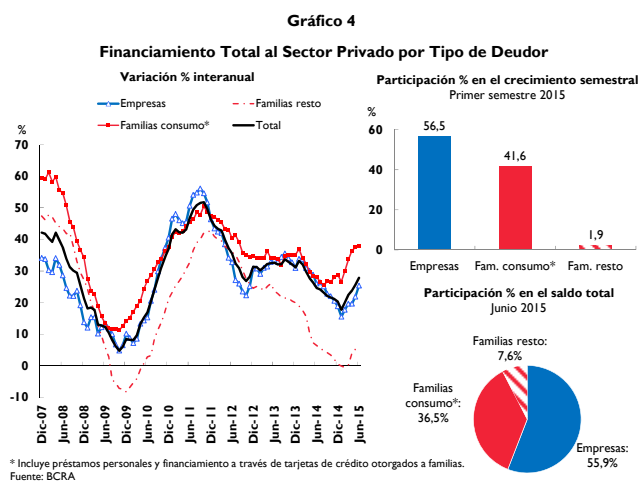
En el ámbito local la producción de bienes y servicios creció en el primer semestre del año en relación a sus niveles de un año atrás, consolidándose en el segundo trimestre la recuperación observada entre enero y marzo. El repunte de la actividad se explicó fundamentalmente por el desempeño de la demanda interna. El comportamiento del consumo privado volvió a encon-



trar sustento en la relativa estabilidad de las condiciones laborales, en las políticas públicas tendientes a facilitar el acceso al crédito y en las políticas de ingresos, ello en un contexto en que los precios moderaron sus tasas de crecimiento a lo largo de la primera mitad de 2015.

Las cotizaciones de los instrumentos financieros argentinos tuvieron un comportamiento heterogéneo en los últimos meses. El *spread* del EMBI+ para Argentina continuó contrayéndose en el período. Por su parte, hubo colocaciones de instrumentos tanto del sector público —incluyendo a los nuevos BONAC y los BONAD (ver Apartado 1)— como del sector privado.

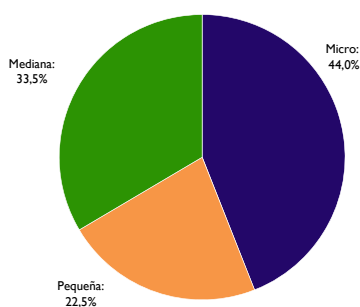
En lo que va de 2015 se aceleró el ritmo de crecimiento nominal de la actividad de intermediación del conjunto de bancos con el sector privado. En términos interanuales, a mediados de año se registraron aumentos de 28,3% en los créditos al sector privado (29,5% anualizado —a.— en el primer semestre) y de 38,3% en los depósitos de este segmento (48,4% a. en el primer semestre). La mayor tasa de incremento del crédito recogió el comportamiento de los préstamos destinados tanto a las empresas como a las familias. El aumento de las financiaciones a las firmas explicó una mayor parte de la variación en los préstamos totales al sector privado.



El aumento del crédito a las empresas viene siendo en parte impulsado por el desarrollo de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP). Se estima que en la sexta etapa de la LCIP —correspondiente a la primera mitad de 2015— se acordaron préstamos por unos \$32.000 millones (ver Apartado 2), siendo un 87% de este monto canalizado a MiPyMEs. Así, en las primeras seis etapas de la LCIP —entre el segundo semestre de 2012 y el primer semestre de 2015— las financiaciones acordadas a los distintos sectores productivos totalizarían aproximadamente \$137.000 millones. Para la segunda mitad de 2015 el BCRA implementó el séptimo tramo de la LCIP, con un monto objetivo de unos \$52.000 millones.

Por su parte, el crédito a las familias se incrementó a un ritmo de 31,1% i.a. a junio (27,6% a. en la primera mitad del año), fundamentalmente por el dinamismo de las líneas al consumo (tarjetas y personales). Este desempeño recogió en parte el efecto de las medidas oficiales, como el programa “AHORA 12” para tarjetas de crédito y la regulación de las tasas de interés para préstamos personales y prendarios.

**Gráfico 5**  
**LCIP**  
**Montos Acordados a MiPyMEs por Tamaño de Empresa**  
Primer semestre de 2015\*

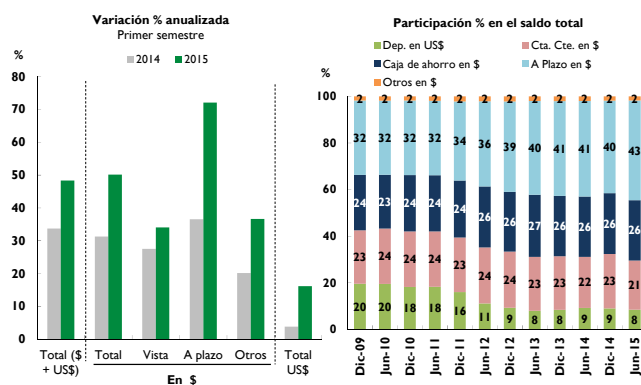


\*Nota: Información parcial a julio de 2015, sujeta a modificaciones. Se incluyen préstamos a MiPyMEs y descuento de cheques de pago diferido de este tipo de empresas. Del monto total acordado se extrae el efecto de los coeficientes que se aplican por tamaño y ubicación geográfica de la empresa. Fuente: BCRA

En el transcurso de 2015 el BCRA continuó impulsando medidas destinadas a profundizar el alcance de la protección a los usuarios de servicios financieros y una mayor transparencia en las prestaciones bancarias. En particular, en abril de 2015 el BCRA aprobó una nueva metodología para decidir sobre las solicitudes de aumentos de comisiones de servicios y productos ofrecidos por las entidades financieras. Adicionalmente, a fines de agosto se definió un conjunto de actividades sobre los cuales las entidades no pueden cobrar cargos o comisiones.

En términos del fondeo bancario, a mediados de año los depósitos en moneda nacional del sector privado acumularon un crecimiento de 39,5% i.a. (50,2% a. en la primera mitad de 2015). El aumento fue traccionado por las colocaciones a plazo y, en menor medida, por las cuentas a la vista. El dinamismo de los depósitos a plazo está en parte relacionado con el esquema de tasas de interés mínimas implementado en octubre de 2014 por el BCRA, destinado a estimular el ahorro en moneda nacional. Con el objetivo de reforzar estos incentivos, en julio de 2015 se definió un nuevo piso para las tasas de interés de los plazos fijos, ampliando de \$350 mil a \$1 millón las colocaciones alcanzadas y pasando a abarcar tanto a aquellas realizadas por las personas físicas como por las jurídicas.

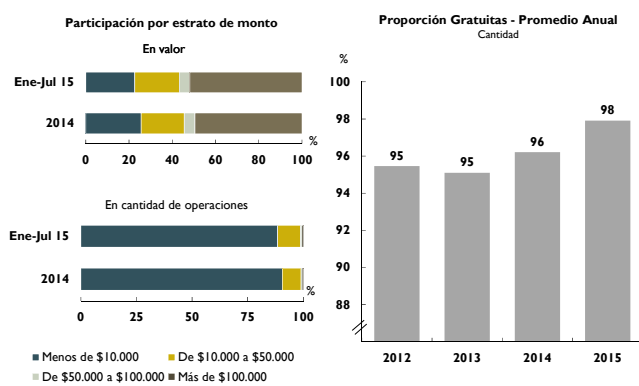
**Gráfico 6**  
**Depósitos del Sector Privado No Financiero en el Sistema Financiero**



Fuente: BCRA

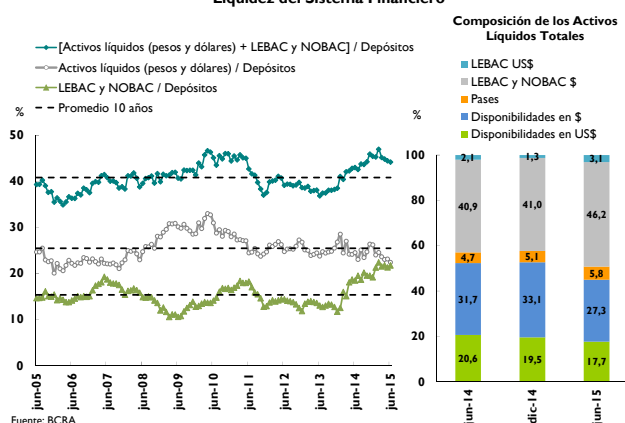
A lo largo de 2015 el BCRA continuó con el proceso de modernización del Sistema Nacional de Pagos (SNP), implementando medidas destinadas a brindar medios de pago más seguros y ágiles que promuevan una mayor inclusión financiera. A principios de 2015 el BCRA amplió el límite diario de transferencias electrónicas sin costo para el usuario, llevando a que entre enero y julio de este año aproximadamente el 98% de las transferencias inmediatas realizadas sean gratuitas. Asimismo se extendió la gratuidad a aquellas operaciones efectuadas por ventanilla y se incluyó a las operaciones en moneda extranjera a este esquema de costos. Además, en julio de 2015 el BCRA amplió el monto mínimo que las entidades financieras deben admitir para cursar transferencias inmediatas de fondos originadas en cajeros automáticos. Adicionalmente se habilitaron las transferencias inmediatas en euros. En lo que se refiere a los procedimientos de compensación de cheques, se simplificó el circuito de intercambio de imágenes de documentos rechazados. Con relación a las facultades adicionales otorgadas al BCRA por su nueva Carta Orgánica, recientemente se comenzó a regular la actividad de transporte de caudales. Por su parte, se avanzó en la implementación de los Principios Básicos para las Infraestructuras del Mercado Financiero (PIMFs).

**Gráfico 7**  
**Transferencias Inmediatas**



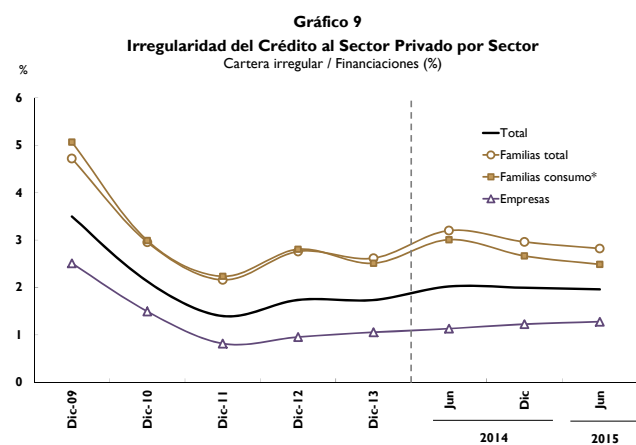
El mapa de riesgos enfrentado por el sistema financiero no presenta modificaciones de magnitud en lo que va de 2015. El conjunto de bancos mantiene una adecuada posición frente al riesgo de liquidez, observándose pocos cambios relevantes en los últimos meses en lo que respecta a la exposición y cobertura de este tipo de riesgo intrínseco a la actividad. Por ejemplo, en el período los pasivos de corto plazo redujeron levemente su importancia relativa en el fondeo total bancario, en tanto que la concentración de los depósitos totales se incrementó marginalmente. Por su parte, uno de los indicadores referidos a la cobertura del riesgo de liquidez, el porcentaje de activos líquidos en sentido amplio en términos de los pasivos de corto plazo, a mediados de 2015 mostró a nivel agregado un valor cercano a 50%, similar al registro de fines de 2014 y superior al promedio de años precedentes. Cabe destacar que a comienzos de 2015 el BCRA incorporó en la normativa prudencial local el Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR) (ver Apartado 3), siguiendo el estándar internacional propuesto por el Comité de Basilea. Las entidades obligadas por esta norma cumplen con holgura el requerimiento establecido.

**Gráfico 8**  
**Liquidez del Sistema Financiero**



El sistema financiero también mantuvo su solidez frente al riesgo de contraparte. En la primera mitad de 2015, el conjunto de entidades aumentó levemente su exposición bruta al sector privado, si bien la misma aún se ubica por debajo de los niveles de mediados del año pasado. La irregularidad total de la cartera privada se mantuvo en niveles bajos, en torno a 1,9% en junio, registro similar al de los últimos dos años e inferior al observado en otras economías emergentes y avanzadas. Desde estos niveles bajos, la morosidad de las financiaciones a empresas se incrementó ligeramente en el primer semestre, mientras que la irregularidad de las familias mostró una moderada disminución. En este contexto, el sistema financiero verifica niveles de provisionamiento que en el agregado siguen superando con holgura el 100% del saldo de los préstamos en mora. En el período el endeudamiento agregado de las empresas y de los hogares así como las cargas financieras sectoriales continuaron siendo acotadas, lo que favorece un marco de baja materialización del riesgo de crédito.

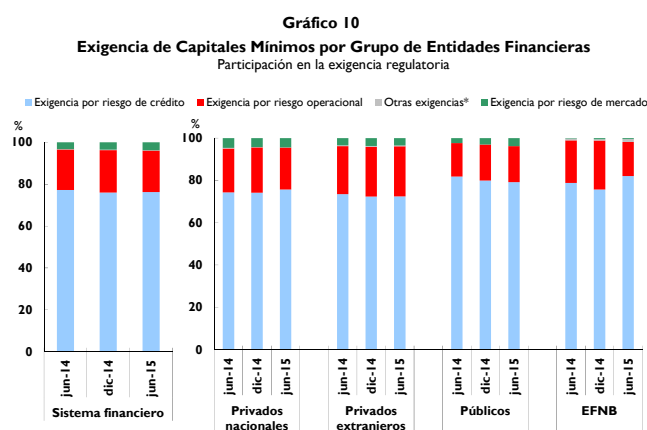
Desde una perspectiva sistémica, el riesgo de moneda extranjera asumido por el conjunto de bancos sigue estando limitado por la normativa macroprudencial ejecutada por el BCRA. En la primera parte del año la exposición a este riesgo se redujo nuevamente: el descarte activo de moneda registrado por el sistema financiero disminuyó ligeramente en el período, en un marco de volatilidad acotada del tipo de cambio peso-dólar.



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

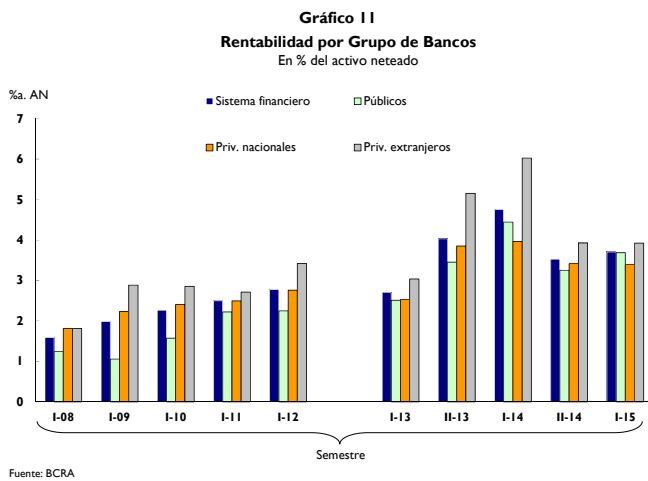
Los bancos locales cumplen una exigencia mínima de capital para cubrir eventuales pérdidas inesperadas originadas en el riesgo operacional, según el criterio de indicador básico (nivel de 15% del promedio de los “ingresos brutos” positivos de los últimos tres años). Desde marzo de 2015 el BCRA definió para las entidades de menor tamaño un límite a esta exigencia, definido como un porcentaje del requisito de capital mínimo por riesgo de crédito. De esta manera, en el primer semestre de 2015 el requisito de capital por riesgo operacional redujo ligeramente su importancia relativa entre las exigencias de capital en el agregado del sistema financiero, alcanzando a 19,7% del capital mínimo regulatorio exigido en junio de 2015, 0,5 p.p. por debajo del nivel de fines de 2014. Esta disminución se reflejó principalmente en las EFNB y, en menor medida, en los bancos privados nacionales, grupos con mayor participación de las entidades en las que se definió el nuevo límite normativo.

A lo largo del primer semestre del año aumentó levemente la exposición patrimonial del sistema financiero al riesgo de mercado. Esta variación resultó principalmente conducida por el segmento de títulos valores nacionales en pesos de menor plazo relativo en cartera de los bancos. En este marco, cabe mencionar que el BCRA viene realizando operaciones en el mercado de renta fija con el objetivo de mantener relativamente estable una curva de rendimientos en moneda local, incluyendo no sólo a los instrumentos de regulación monetaria sino también a los títulos del sector público nacional. El riesgo de mercado sigue presentando una baja ponderación en el balance de riesgos del sistema financiero. A mediados de 2015, en el contexto del sistema normativo actual, el valor a riesgo de mercado para el agregado de entidades representó sólo 3,8% de la exigencia total de capital y 2,1% de la Responsabilidad Patrimonial Computable —RPC—. Por otra parte, en lo que va del año no se registraron variaciones significativas respecto de la exposición del sistema financiero al riesgo de tasa de interés.



\* Requeridas a ciertas entidades para alcanzar la exigencia mínima básica de capital para operar.  
Nota: La exigencia se ajusta por franquicias y por los efectos de la Com. "A" 5396.  
Fuente: BCRA

En la primera parte de 2015 se siguieron observando elevados indicadores de solvencia en el sector a nivel agregado. El apalancamiento del sistema financiero se mantuvo en valores similares a los de mediados de 2014. En el cierre del primer semestre la integración normativa de capital representó 14,5% de los activos ponderados por riesgo totales (APR), y 13,6% de los APR si se considera la integración de capital con mayor capacidad para absorber eventuales pérdidas (Nivel 1). El exceso de capital sobre la exigencia normativa del conjunto de entidades financieras —posición de capital regulatorio—



alcanzó 90% en junio de 2015. Esta situación de holgura de capital siguió registrándose en todos los grupos de bancos, siendo principalmente originada en las ganancias contables obtenidas por las entidades. En este sentido, durante la primera mitad de 2015 el sistema financiero agregado obtuvo utilidades contables por aproximadamente \$25.220 millones, equivalentes a 3,7% en términos anualizados de sus activos —ROA—, 0,2 p.p. más que en el semestre inmediato anterior y 1,1 p.p. menos que en igual período de 2014.

Durante los próximos meses se espera que el sistema financiero mantenga —en líneas generales— el balance entre el conjunto de exposiciones a riesgos intrínsecos y los márgenes de cobertura de liquidez y de solvencia. Esto se daría en un escenario de mayor dinamismo de la actividad de intermediación financiera con empresas y familias, en línea con los incentivos generados por las políticas públicas oportunamente implementadas en la materia, sumado a un contexto de mayor protección a los usuarios y ampliación de los niveles de inclusión financiera, objetivos propiciados activamente por el BCRA.

# I. Contexto Internacional

## Síntesis

Durante el primer semestre de 2015 la actividad económica global y las transacciones comerciales internacionales crecieron, aunque continuaron mostrando tasas de expansión inferiores a las observadas durante la fase previa a la crisis financiera internacional con pico en 2008-2009. Los indicadores parciales disponibles para el segundo semestre del año señalarían un moderado crecimiento de la actividad a nivel mundial, en un contexto de elevada volatilidad financiera y crecientes riesgos de un mayor deterioro del escenario macroeconómico.

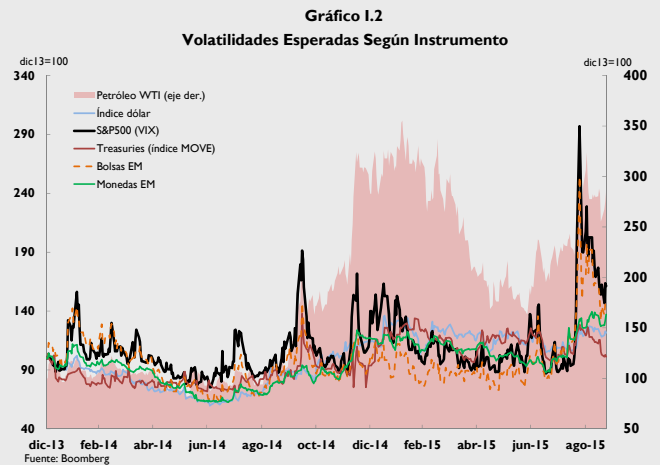
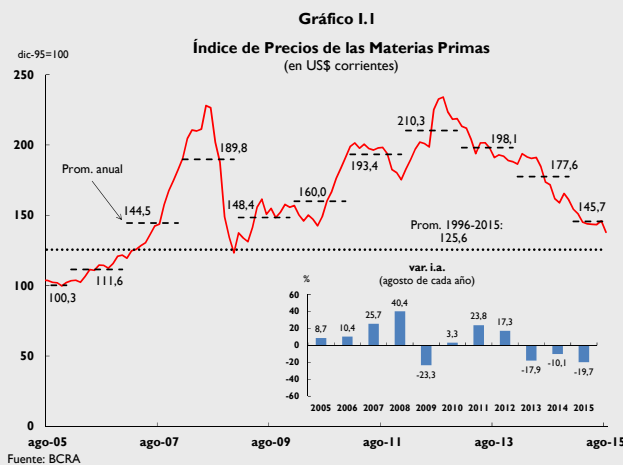
Se mantuvieron comportamientos divergentes entre los países desarrollados y en desarrollo. El conjunto de las principales economías avanzadas —aunque con una marcada heterogeneidad dentro del grupo— evidenció una leve aceleración en el crecimiento, a diferencia de los emergentes, que como grupo volvieron a registrar una merma en el ritmo de expansión.

En lo que va del año las cotizaciones de commodities se mantuvieron en baja. Esto se debe a la abundancia generalizada de estos bienes, la debilidad de la demanda mundial (para los productos industriales) y la apreciación del dólar norteamericano. Las posiciones especulativas y de arbitraje en los mercados de activos

financieros asociadas a estos bienes exacerbaron los movimientos.

A lo largo del año se elevó la volatilidad de los mercados financieros globales, inicialmente como consecuencia de la crisis griega, y más recientemente, debido a los vaivenes del mercado bursátil de China y la incertidumbre que generó la modificación en la política cambiaria de ese país. Esto último alentó en los mercados expectativas de un crecimiento en China menor al inicialmente esperado, generando renovadas bajas en los precios de las materias primas, con impacto sobre las cotizaciones de activos de mayor riesgo relativo (como las acciones) a nivel global y deterioro generalizado entre los instrumentos financieros de economías emergentes (profundizando la depreciación de las monedas de estas economías contra el dólar). Asimismo, se dio un aplazamiento de las previsiones de los analistas especializados para el inicio del ciclo alcista de las tasas de interés de referencia de los Estados Unidos.

En este marco, Argentina enfrenta un contexto global menos favorable que el previsto a lo largo del primer semestre, con una menor expansión de los principales socios comerciales y precios de exportación inferiores al promedio de los últimos cinco años.





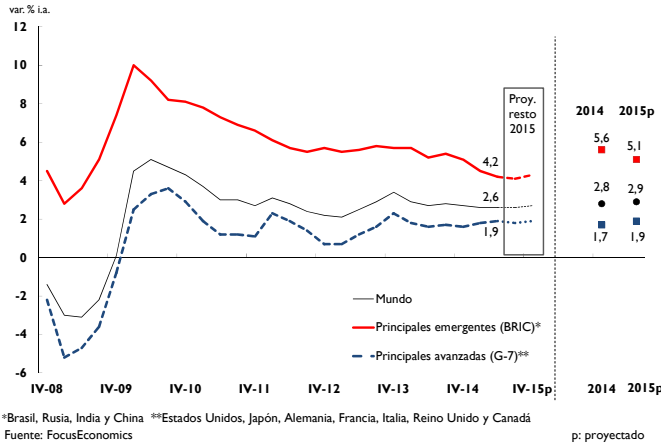
## Coyuntura Internacional

La actividad mundial continuó registrando un ritmo de crecimiento limitado, con nuevos deterioros de las expectativas de expansión respecto de los primeros meses del año. Desde mediados de 2014 las trayectorias de las tasas de crecimiento de las economías avanzadas y de las emergentes muestran comportamientos divergentes. Así, el mayor dinamismo del conjunto de las principales regiones desarrolladas —si bien sobre niveles de tasas relativamente más bajas— viene siendo parcialmente compensado por la significativa desaceleración en el ritmo de expansión de las economías en desarrollo (ver Gráfico I.3). Los volúmenes del comercio mundial también crecieron a una tasa menor que la observada en los últimos años, influidos fundamentalmente por el comportamiento de las regiones emergentes (ver Gráfico I.4).

Hacia mitad de 2015 el conjunto de las principales naciones desarrolladas registraba una acotada suba en la actividad económica de 1,9% interanual (i.a.), con cierta mejora en el margen y prevaleciendo aún una marcada divergencia en los desempeños y en las respuestas de políticas económicas dentro de este grupo: destacándose las diferencias entre los Estados Unidos y el Reino Unido, por un lado, y la zona del euro y Japón, por el otro. Particularmente, la actividad económica de los Estados Unidos continuó evidenciando una mejora, acompañada de significativos avances en el mercado de trabajo. En tanto en la zona del euro, si bien la producción de bienes y servicios registró cierto impulso, la situación crítica de Grecia siguió constituyendo un foco de riesgo para toda la región. Con todo, para los países avanzados se prevé un crecimiento cercano a 1,9% para 2015, levemente superior al registro de 2014.

El conjunto de las principales economías emergentes creció en torno a 4,2% i.a. hacia mediados de año, previéndose —luego de sucesivas correcciones a la baja en las estimaciones— una expansión de 5,1% para 2015, 0,5 p.p. por debajo de la expansión de 2014 (ver Gráfico I.5). Si bien la moderación fue bastante generalizada —con la notable excepción de India—, prevalecieron diferencias en las trayectorias y las respuestas de política económica entre estos países. Este desempeño se vio afectado por el deterioro de los volúmenes del comercio internacional, a lo que se sumó, para algunas economías emergentes, los menores precios de las materias primas y las condiciones financieras menos favorables. Esto último respondió al redireccionamiento de los flujos de capitales de corto plazo hacia los países avanzados y en especial hacia los Estados Unidos, apuntalando la apreciación del dólar que se profundizó luego del ajuste de la

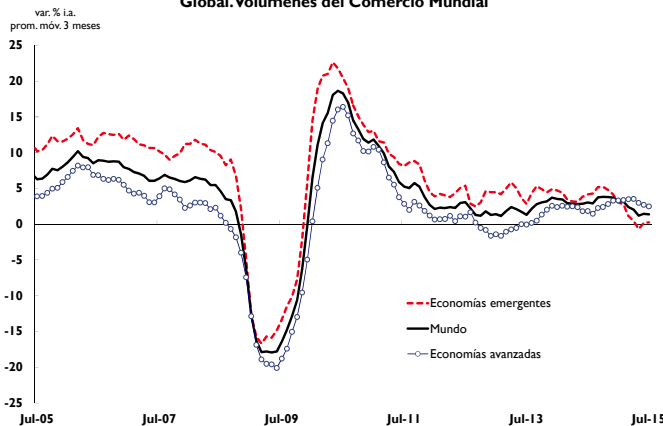
**Gráfico I.3**  
Global. Crecimiento Económico



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

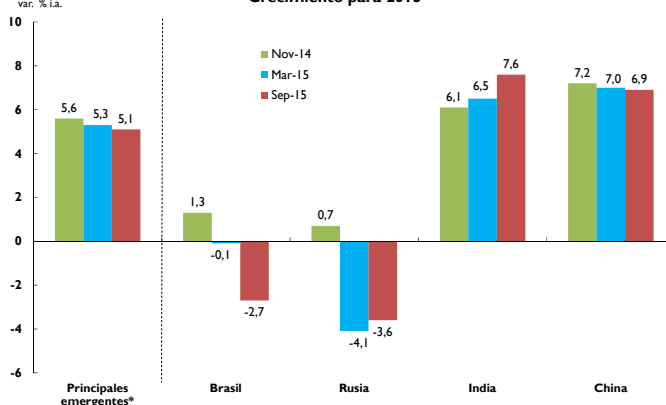
p: proyectado

**Gráfico I.4**  
Global. Volúmenes del Comercio Mundial



Fuente: Oficina de Análisis de Política Económica de Holanda

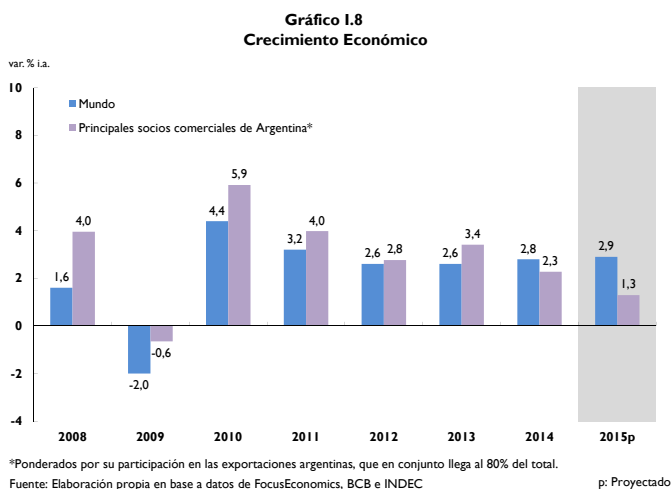
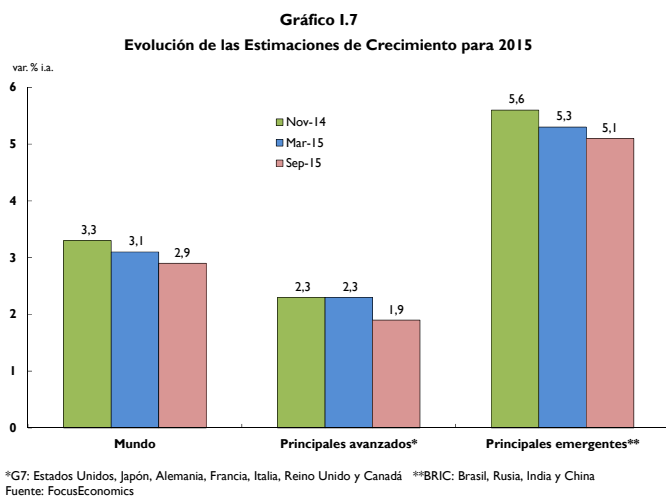
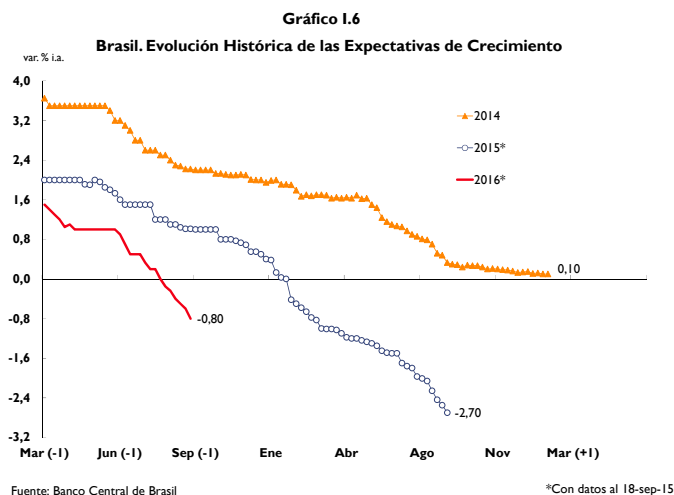
**Gráfico I.5**  
Emergentes Seleccionados. Evolución de las Estimaciones de Crecimiento para 2015



Fuente: FocusEconomic y Banco Central de Brasil

\*BRIC: Brasil, Rusia, India y China





paridad y del mecanismo de fijación del tipo de cambio en China.

En este contexto, las economías emergentes más dependientes de los flujos de capitales externos mantuvieron o elevaron sus tasas de interés de referencia de política monetaria por encima de los niveles de un año atrás (destacándose las recientes subas en Brasil y Sudáfrica). Con este tipo de medidas, estas naciones procuraron reducir las presiones sobre el valor de sus monedas y/o sobre los precios internos. En contraste, algunos países emergentes continuaron limitando los sesgos contractivos (como India, Turquía y Rusia), al tiempo que la mayoría profundizaron o sostuvieron medidas expansivas —ante las menores presiones inflacionarias derivadas de la caída de los precios de las materias primas—.

La abundante oferta global agrícola, energética y minera y la apreciación generalizada del dólar estadounidense contribuyeron a una reducción del precio internacional de los *commodities*<sup>1</sup>. Estas presiones bajistas se vieron intensificadas por los movimientos de los agentes especulativos. Así, el Índice de Precios de Materias Primas (IPMP) confeccionado por el BCRA —que refleja la evolución de los precios internacionales de los productos primarios más relevantes para las exportaciones argentinas— continuó mostrando mermas interanuales (-19,7% i.a. en agosto de 2015; ver Gráfico I.1).

Los principales socios comerciales de Argentina siguieron creciendo a un ritmo inferior al promedio global. La contracción de la actividad económica en Brasil siguió influyendo negativamente sobre la demanda externa de Argentina. Este escenario prevalecería hasta 2016 según los expertos (ver Gráfico I.6). Por su parte, si bien China continuó creciendo a tasas cercanas al 7%, vio incrementados los riesgos de que se verifiquen tasas de crecimiento aún altas pero menores a las inicialmente esperadas.

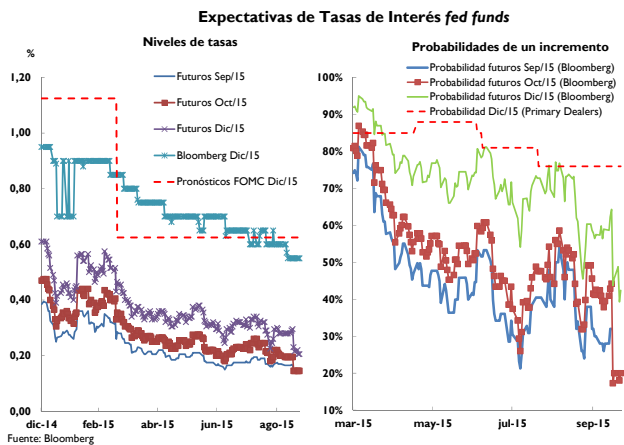
Los pronósticos de crecimiento mundial volvieron a reducirse, principalmente para los países emergentes —en línea con lo que venía sucediendo—. La tasa de expansión de la economía global sería de 2,9% durante este año, similar a la variación de 2014 (ver Gráfico I.7).

Argentina enfrenta así un escenario internacional menos favorable ya que, por un lado, se prevé un relativamente bajo crecimiento en sus principales socios comerciales (ver Gráfico I.8), mientras que se estima que los precios de las materias primas se mantengan relativamente estables —aunque no se descartan aumentos de la volatilidad— dada la persistencia de factores de presión bajista.

<sup>1</sup> Para mayor detalle ver Panorama Global de *Commodities* del BCRA.

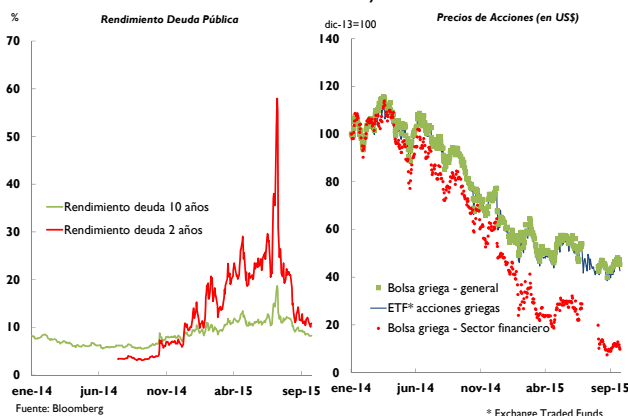
En lo que respecta a la evolución de los mercados financieros internacionales, en los últimos meses se dieron nuevos episodios de alta volatilidad (ver Gráfico I.2). Los mismos estuvieron vinculados a: la situación en Grecia (llegándose a especular con su eventual salida de la zona del euro); la coyuntura económica china; y las expectativas cambiantes respecto a cuándo comenzará el ciclo de subas en las tasas de interés de la Reserva Federal. A estos factores se sumó la situación en Brasil y las dudas con respecto a la evolución de otras economías (como la de Puerto Rico<sup>2</sup>).

Gráfico I.9



En los EEUU, las autoridades de la Reserva Federal ratificaron en los últimos meses su intención de comenzar a subir las tasas de *fed funds* antes de que finalice 2015. Esto se dio en un contexto de expectativas de fortalecimiento de la economía a lo largo del año y mejora del mercado laboral. Sin embargo, el reciente aumento en la volatilidad llevó a que en los mercados financieros se tendiese a modificar el momento en el cual se espera que se dé el primer incremento (ver Gráfico I.9). En este sentido, las expectativas pasaron de centrarse en la reunión de política monetaria de septiembre a dar una mayor ponderación a las reuniones de octubre y diciembre, sin que se descarte la posibilidad de que el ciclo alcista en las tasas se inicie recién a principios de 2016. En la reunión de septiembre finalmente no se decidió implementar un alza en las tasas de interés de corto plazo (en los días previos a dicha reunión, la probabilidad esperada de que se implementase una primera suba había bajado fuertemente).

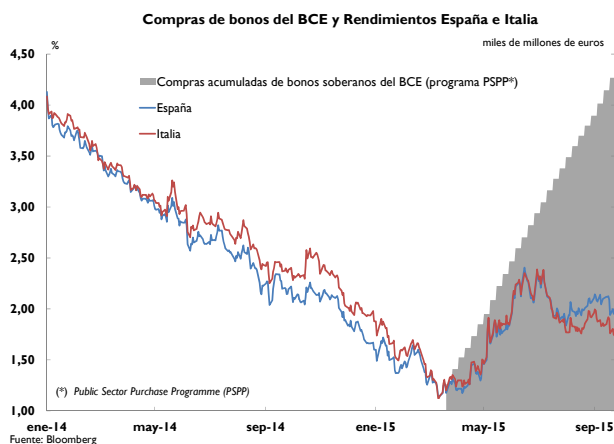
Gráfico I.10  
Grecia: Deuda Pública y Acciones



La situación en Europa estuvo particularmente afectada por los vaivenes en las negociaciones entre Grecia y las autoridades europeas con respecto a un nuevo programa de asistencia. Las crecientes tensiones llevaron a que se profundizara el retiro de depósitos de los bancos griegos, que debieron recurrir en forma cada vez más marcada a asistencia de liquidez extraordinaria por parte del Banco central Europeo (BCE). El pico de incertidumbre se dio hacia fines de junio (ver Gráfico I.10), cuando el primer ministro griego anunció un referendo con respecto a la última propuesta realizada por las autoridades europeas. En respuesta, las negociaciones se paralizaron y el BCE determinó que dejaría de incrementar la asistencia a los bancos griegos, lo que llevó a que en Grecia se impusiera un feriado bancario y bursátil (que posteriormente se levantó), se establecieron controles a los movimientos de capitales y se pasase a estar en mora interinamente con el FMI. Posteriormente se llegó a un principio de acuer-

<sup>2</sup> En un marco de deterioro de las perspectivas fiscales y de crecimiento, y con foco en la necesidad de llevar a cabo una renegociación de la deuda soberana, las cotizaciones de los títulos públicos de Puerto Rico tendieron a deteriorarse de forma acentuada desde junio. A principio de agosto el gobierno de Puerto Rico informó que no podría cumplir con el pago de sus compromisos correspondientes a La Corporación de Financiamiento Municipal (COFIM), mientras que más recientemente la agencia estatal de electricidad de Puerto Rico (PREPA) informó que había llegado a un acuerdo con un grupo de tenedores de deuda para reestructurar su pasivo.

Gráfico I.11



do para un tercer programa de asistencia externa, que incluyó una serie de precondiciones con las cuales el país debió cumplir antes de acordarse el memorando de entendimiento del nuevo programa (€86.000 millones por 3 años) durante agosto<sup>3</sup>. Se destaca que dicho acuerdo no contempla quitas en los pasivos del país, por lo cual se mantienen las dudas con respecto a la sustentabilidad de la deuda griega.

Las tensiones en Grecia llevaron a que el BCE explicitara que mantendría el monitoreo de los mercados y que utilizaría todos los instrumentos disponibles para actuar ante situaciones con implicancias sobre las condiciones monetarias. Se destaca que, desde que se iniciara en marzo y hasta fines de agosto, el BCE adquirió instrumentos por más de €10.000 millones (cerca de 70% en bonos soberanos) a través de su programa ampliado de compras de activos (ver Gráfico I.11). Esto permitió que los niveles alcanzados por los rendimientos de la deuda de largo plazo de economías de gran tamaño y con mayores grados de vulnerabilidad, como Italia y España, se mantuvieran muy por debajo de los picos observados en episodios de tensión previos vinculados a la crisis de la deuda en Europa. En septiembre, en un marco de debilidad relativa de las expectativas de inflación y tensiones en los mercados financieros internacionales en función de la coyuntura china, las autoridades del BCE reiteraron que llegado el caso podrían profundizar los estímulos, explicitando que el programa de compras de activos podría llegar a extenderse más allá de septiembre de 2016.

Gráfico I.12

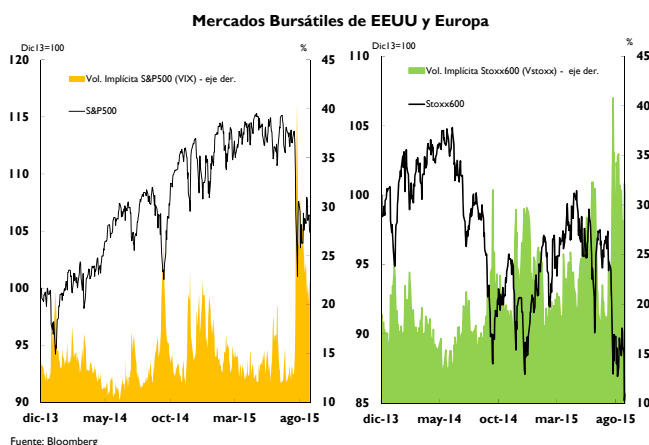
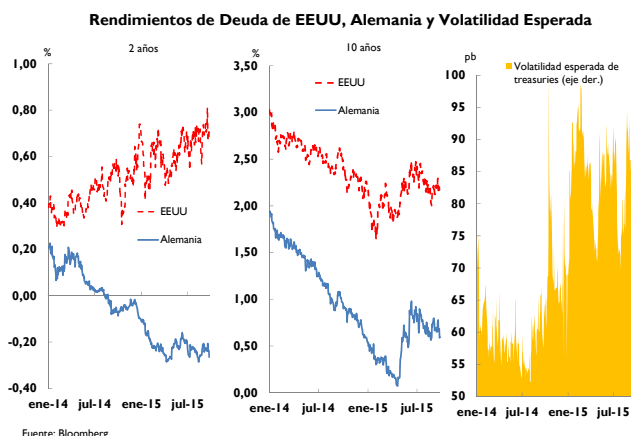


Gráfico I.13

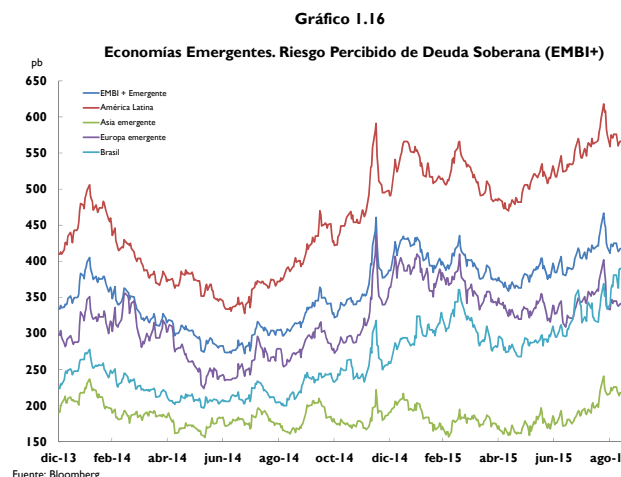
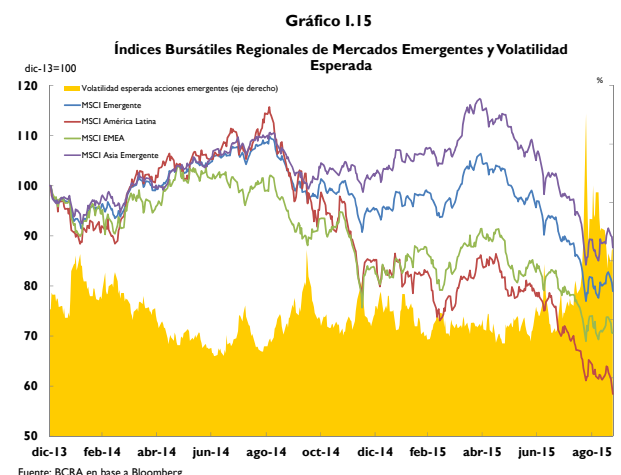
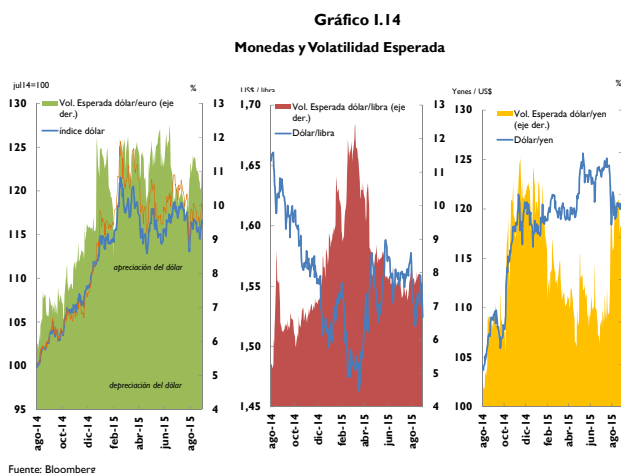


En un contexto más volátil, los principales índices bursátiles de EEUU y Europa acumulan mermas desde fines de marzo (ver Gráfico I.12). Si bien hasta mediados de junio el S&P500 y el EuroStoxx600 mantuvieron una tendencia positiva<sup>4</sup>, el posterior deterioro llevó a que acumularan desde fines de marzo una caída de más de 6% y 9% en dólares, respectivamente. En tanto, las volatilidades esperadas de los mercados de acciones de EEUU y Europa se ampliaron en forma marcada, con más fuerza a partir de mediados de agosto, cuando alcanzaron niveles que no se evidenciaban desde 2011. Esta suba en los índices de volatilidad esperada tendió revertirse rápidamente, aunque se mantuvieron por encima de lo que se venía observando en 2015.

Los rendimientos de los instrumentos de deuda de largo plazo de los EEUU y Alemania mostraron un patrón

<sup>3</sup> Ver Apartado “Crisis en Grecia y principio de acuerdo para un tercer programa de asistencia financiera externa” en Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de agosto de 2015.

<sup>4</sup> Al punto que, en el caso de los EEUU, la presidente de la Reserva Federal llegó a hacer referencia explícita a que había sectores del mercado accionario cuyas valuaciones eran exageradas.



cambiante desde marzo (ver Gráfico I.13). Inicialmente, y partiendo desde niveles muy bajos luego de las sostenidas contracciones evidenciadas en 2014 y principios de 2015, los retornos tendieron a ampliarse hasta junio. Esta evolución se revirtió en forma parcial posteriormente, en un escenario de mayor incertidumbre y búsqueda de refugio en este tipo de activos. Así, el retorno del *treasury* a 10 años subió desde fin de marzo más de 20 p.b., mientras que el rendimiento del bono alemán a 10 años acumuló una ampliación de más de 40 p.b. (partiendo de un nivel inferior a 0,2%).

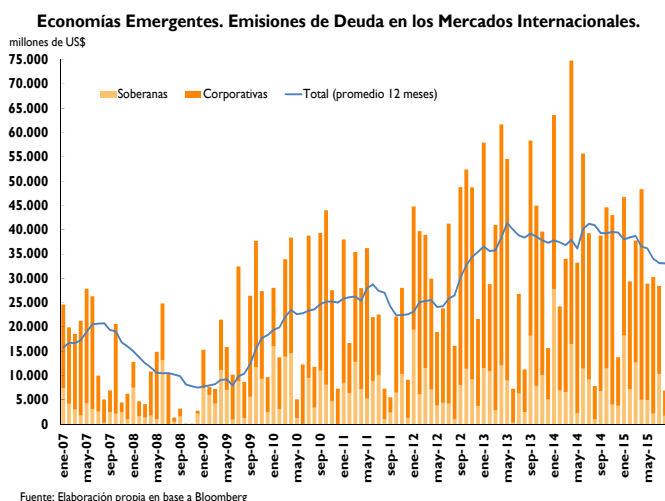
Luego de registrar una sostenida apreciación a lo largo de 2014 y principios de 2015, en los últimos meses el dólar evidenció una tendencia menos definida (ver Gráfico I.14). Desde fines de marzo la moneda estadounidense se depreció 2,3% frente a las principales divisas de países desarrollados, moderando el fortalecimiento que acumulaba desde principio de año (a mediados de marzo la apreciación había llegado a ser de más de 11%). Desde fines de marzo y hasta mediados de septiembre el dólar se depreció más de 4% contra el euro, con lo cual el fortalecimiento de la divisa norteamericana en lo que va de 2015 se moderó a 7,5%. Por su parte, desde fines de marzo el dólar se depreció casi 3% respecto a la libra, aunque se revalorizó ligeramente respecto al yen.

Los índices bursátiles de economías emergentes sufrieron contracciones significativas desde fines de marzo, tras haber mostrado leves subas en los primeros meses del año, retomando de esta manera la tendencia bajista que comenzó a experimentarse hacia mediados del año pasado (ver Gráfico I.15). Según el índice MSCI, para el agregado de las bolsas emergentes se dio desde fines de marzo una merma de casi 19% en dólares. Aunque el deterioro fue generalizado entre regiones, el subíndice de América Latina evidenció una caída (24%) que estuvo por encima de la observada para el agregado de los emergentes<sup>5</sup>. La volatilidad esperada para las acciones de economías emergentes tendió a incrementarse con más fuerza hacia agosto, durante el pico de turbulencias asociado a la coyuntura en China.

En los mercados de deuda, los *spreads* de los títulos públicos de economías emergentes extendieron la tendencia alcista evidenciada desde mediados del año pasado (ver Gráfico I.16). De esta manera, el *spread* del EMBI+ registró una suba de casi 25 p.b. desde fines de marzo, hasta un nivel de más de 425 p.b. La ampliación fue más marcada en los casos de América Latina y de Asia emergente (ambas regiones con incrementos de casi 70 y

<sup>5</sup> La merma acumulada asciende a más de 31% en lo que va del año, en función del debilitamiento de las monedas latinoamericanas contra el dólar en 2015. En este sentido, el Bovespa de Brasil acumula una merma de 42% en dólares durante 2015.

Gráfico I.17



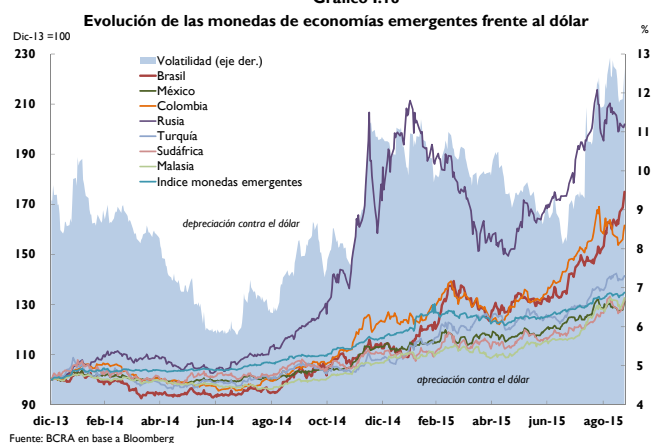
40 p.b., hasta niveles cercanos a 590 p.b. y 220 p.b., respectivamente)<sup>6</sup>. En el acumulado de 2015 el diferencial de rendimiento exigido para la deuda de los países latinoamericanos registró una ampliación cercana a 100 p.b., frente a un incremento de casi 40 p.b. para el agregado de los emergentes. Se destaca que el EMBI+ de Brasil registró una ampliación de casi 130 p.b. desde marzo y 200 p.b. en lo que va del año (hasta un nivel cercano a 450 p.b.), en un contexto en el cual Moody's y S&P rebajaron su nota en agosto y septiembre, respectivamente. En el caso de S&P, la nota de la deuda brasileña pasó a estar fuera del grado de inversión, estatus que mantiene según Moody's y Fitch.

La ampliación de *spreads* para la deuda de economías emergentes se combinó con una merma en las colocaciones brutas de bonos por parte de agentes de estas economías en los mercados internacionales. En el periodo abril-agosto, las emisiones totales de deuda emergente (soberanas y corporativas) en mercados internacionales se contrajeron 32% frente a igual periodo del año anterior, con casi tres cuartos de la merma en los montos explicados por la deuda corporativa (ver Gráfico I.17). Esta tendencia negativa se mantenía en las primeras semanas de septiembre. En lo que va del año la caída con respecto a igual período de 2014 (año con monto récord de colocación) está en el orden de 23%<sup>7</sup>.

Por su parte, los flujos de portafolio hacia fondos especializados en activos financieros de economías emergentes fueron negativos en los últimos meses, en un escenario de volatilidad en alza y deterioro en las cotizaciones de estos instrumentos. Este desarme de posiciones se aceleró en las últimas semanas de agosto, de forma tal que en lo que va del año se computan considerables retirados desde fondos especializados tanto en acciones como en renta fija de emergentes, aunque las mermas fueron más marcadas en el caso de la renta variable (con énfasis en los fondos que invierten en Asia y en el agregado de las economías emergentes).

Las monedas de países emergentes siguieron debilitándose contra el dólar en los últimos meses, con mayor volatilidad esperada para las cotizaciones (ver Gráfico I.18). Desde fines de marzo en promedio las divisas emergentes se depreciaron 6,5% contra el dólar, acumulando en lo que va del año una depreciación de más de 15,5%. América Latina fue la región con depreciación más marcada desde fines de marzo, acumulando un debilitamiento de 13% contra el dólar desde entonces<sup>8</sup>. En

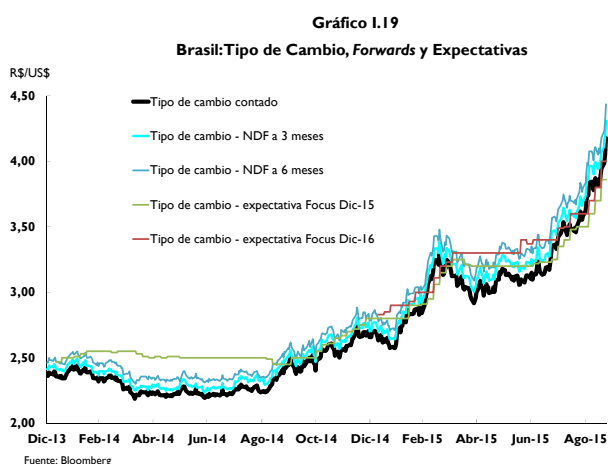
Gráfico I.18



<sup>6</sup> Por su parte, el *spread* para Europa emergente fue el único que mostró una caída en período, al descender 30 p.b. desde fines de marzo.

<sup>7</sup> A comienzos de 2015 los principales bancos de inversión esperaban para todo el año mermas en las colocaciones de deuda de emergentes en mercados internacionales de 10% en promedio.

<sup>8</sup> Por su parte, el agregado de las monedas de Asia emergente (afectado por la devaluación del yuan) se depreció 7% contra el dólar desde fines de marzo.



la región se destacó la depreciación de más de 30% del real brasileño. El real cotizaba hacia fines de septiembre por encima de R\$/US\$4,1, acumulando un deterioro de más de 55% en 2015 y de más de 70% en los últimos 12 meses (ver Gráfico I.19). Esto se dio en un contexto de datos negativos de crecimiento, deterioro de la posición fiscal, especulaciones sobre el efecto de cambios en las calificaciones de la deuda soberana y tensiones políticas, entre otros factores.

Para los próximos meses se mantienen diferentes factores de riesgo que podrían generar volatilidad en los mercados financieros internacionales tanto en términos de cotizaciones como de movimientos de cartera, con potencial impacto sobre los activos financieros de economías emergentes. Entre estos se destaca el eventual inicio de un proceso de suba de tasas en los EEUU (en la medida en que difiera de las expectativas de mercado en términos de *timing* e intensidad), la evolución de los mercados financieros y la economía china (con impacto sobre los precios de las materias primas), la situación política en Grecia y las tensiones en Brasil (con efecto sobre los flujos de portafolio y la valuación del real contra el dólar).



## II. Contexto Local

### Síntesis

La producción de bienes y servicios creció 2,2% en el primer semestre del año en relación a sus niveles de un año atrás, consolidándose en el segundo trimestre la recuperación observada entre enero y marzo. El repunte de la actividad se explicó fundamentalmente por el desempeño de la demanda interna. Los sectores productivos que registraron mayor dinamismo fueron el sector agropecuario, la construcción, los segmentos de la industria vinculados mayormente a la absorción interna y los servicios.

El consumo privado volvió a encontrar sustento en la relativa estabilidad de las condiciones laborales, en las políticas públicas tendientes a facilitar el acceso al crédito y en las políticas de ingresos, ello en un contexto en que los precios moderaron sus tasas de crecimiento a lo largo de la primera mitad de 2015. La tasa de desempleo se situó en el segundo trimestre en 6,6% de la población económicamente activa, con un descenso de 0,9 p.p. en relación a un año atrás.

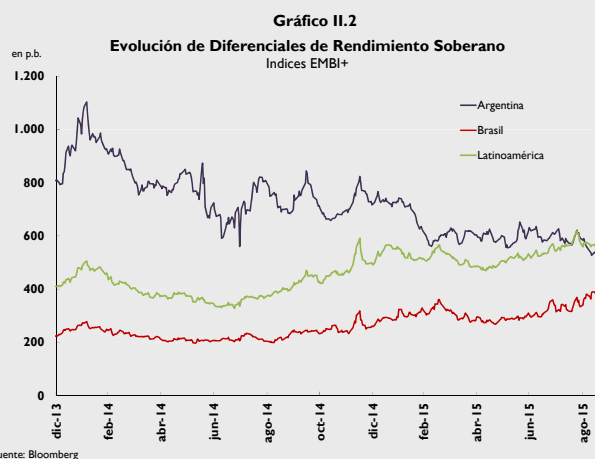
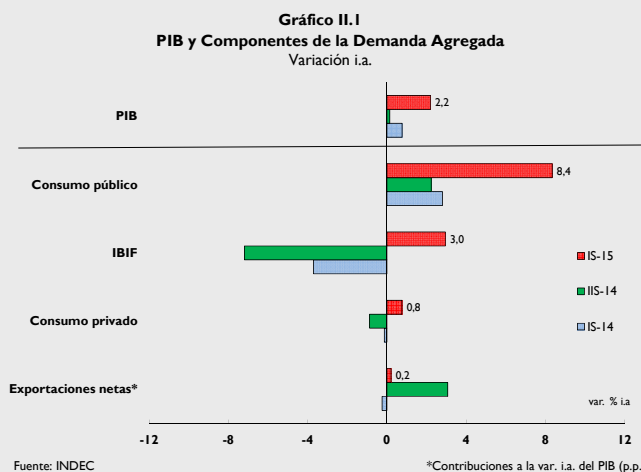
La demanda externa de bienes y servicios se mantuvo en baja en el primer semestre del año, aunque atenuó su disminución debido a que las cantidades exportadas mostraron una retracción menor en el período (0,5% i.a.). Las importaciones también recortaron la merma (con un descenso de 1,5% i.a. medido a precios constantes). Dada la elevada influencia de las cotizaciones internacionales de las materias primas de exportación, los términos del intercambio de mercancías se deterioraron un 7% i.a. durante ese lapso. En este marco, el superávit de la balanza comercial de bienes cayó hasta contabilizar US\$1.232 entre enero y junio de 2015 (-63% i.a.). En lo que va del segundo semestre se habrían

mantenido las tendencias registradas a lo largo de los primeros seis meses del año: una mejora en las cantidades exportadas e importadas de bienes; mientras que los precios de exportación continuaron cayendo.

Para favorecer el ahorro en moneda nacional, a partir de julio el BCRA amplió la cobertura del esquema de tasas de interés mínimas para los depósitos a plazo fijo. El monto de los depósitos alcanzados por la medida aumentó de \$350 mil hasta \$1 millón, y abarca tanto a aquellas colocaciones realizadas por las personas físicas como por las jurídicas, estableciéndose una nueva estructura de tasas mínimas que favorece los depósitos de plazos más largos.

Las reservas internacionales totalizaron a fin de agosto US\$33.606 millones, aumentando US\$2.163 millones durante los primeros ocho meses del año. A lo largo de este período el Banco Central fue comprador neto en el mercado de cambios.

Las cotizaciones de los instrumentos financieros argentinos tuvieron un comportamiento heterogéneo en los últimos meses, tanto en la plaza local como en los mercados internacionales. Sin embargo, el spread del EMBI+ para Argentina continuó contrayéndose en el período. Por su parte, hubo colocaciones de instrumentos tanto del sector público (incluyendo a los nuevos BONAC y los BONAD) como del sector privado. En el período abril-agosto, el monto de financiamiento a través de obligaciones negociables, fideicomisos financieros y cheques de pago diferido presentó un incremento tanto con respecto a los cinco meses previos como en términos interanuales.



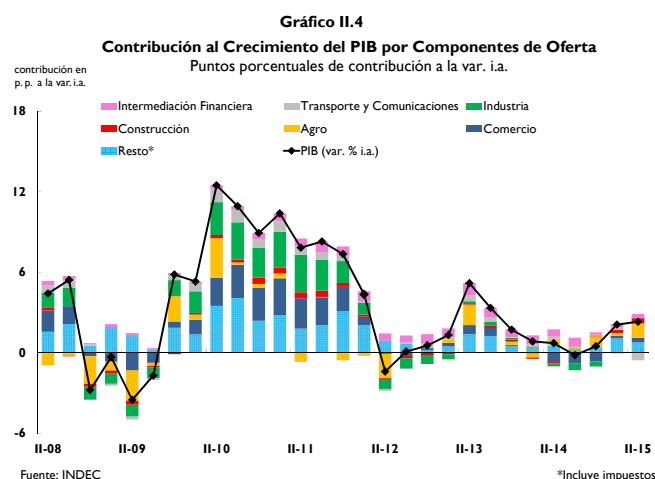
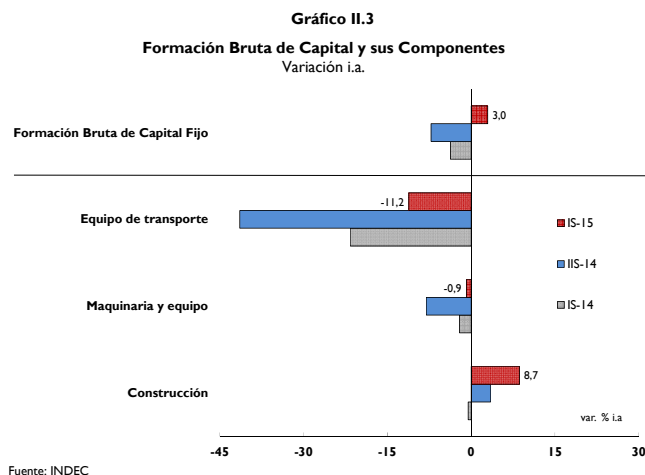
## II.1 Coyuntura macroeconómica

La producción de bienes y servicios evidenció un mayor dinamismo durante el primer semestre de 2015. Tras una suba interanual (i.a.) del PIB de 2,1% en el primer trimestre del año, entre abril y junio el producto avanzó 2,3% i.a., lo que significó un crecimiento de 2,2% durante los primeros seis meses del año. Esta mejora obedeció fundamentalmente al desempeño del gasto interno, ya que la demanda externa continuó siendo débil (ver Gráfico II.1).

El consumo privado se elevó 0,8% i.a. entre enero y junio pasados en tanto que el consumo público fue otro factor relevante para explicar el crecimiento de la actividad, al aumentar un 8,4% i.a. en ese período. La inversión revirtió la caída y se ubicó en torno al 20% del producto registrando un cambio de composición. Mientras el gasto en equipo durable de producción cayó<sup>9</sup>, el gasto en construcción avanzó 8,7% i.a. en el semestre (ver Gráfico II.3). Las exportaciones netas mostraron un aporte levemente positivo a la expansión económica del período (+0,2 puntos porcentuales —p.p.—) como consecuencia de una caída de las importaciones de bienes y servicios superior a la merma de las exportaciones (-1,5% i.a. y -0,5% i.a., respectivamente).

Desde el punto de vista de los segmentos productivos, además de la construcción, se destacó el mayor dinamismo del sector agropecuario (+12,3% i.a. en el primer semestre), favorecido por el aumento en la producción agrícola y una mejora relativa en el segmento pecuario a partir del comportamiento de la faena y de la producción de leche. La actividad manufacturera mostró una morigeración en su caída en relación al segundo semestre de 2014, con un retroceso de 0,2% i.a. en el promedio enero-junio frente a una merma de 2,2% i.a. el semestre anterior. Los servicios continuaron en alza, ubicándose un 2% por encima del primer semestre de 2014, destacándose el comercio, las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (ver Gráfico II.4).

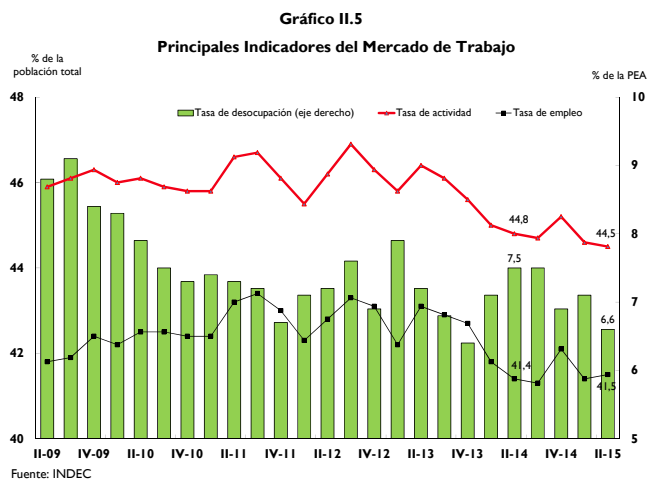
Los indicadores del mercado laboral reflejaron una mejora en la cantidad y calidad del trabajo. Según la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) del segundo trimestre del año el desempleo se ubicó en 6,6% de la Población Económicamente Activa (PEA)<sup>10</sup> con una disminución de 0,9 p.p. respecto de igual período del año previo. Este incremento se dio junto con una suba marginal de la tasa de empleo (0,1 p.p. alcanzando el 41,5% de la población) acompañada de una retracción en la tasa de actividad (-0,3 p.p. i.a. hasta 44,5% de la población; ver Gráfico II.5). Por su parte, según el Índice de Salarios elaborado por el



<sup>9</sup> Se considera el efecto agregado de equipo de transporte y maquinaria y equipo.

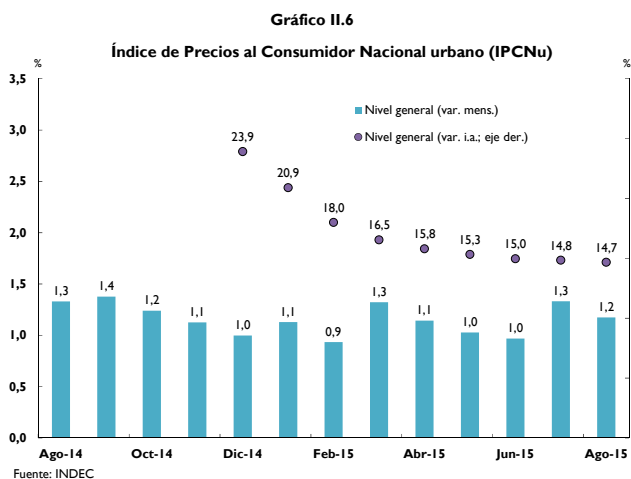
<sup>10</sup> Sobre la base de 31 aglomerados relevados.





INDEC el nivel general desaceleró su ritmo de suba a 30,6% i.a. en la primera mitad del 2015, en un contexto en el que los acuerdos paritarios se retrasaron en relación al año anterior. Los recursos de las familias se vieron reforzados por la continuidad y profundización de las políticas de ingresos, entre las que se destacan: el ajuste de los haberes previsionales en el marco de la ley de movilidad previsional y la mayor cantidad de beneficiarios a partir de la ejecución de la segunda etapa del Plan de Inclusión Previsional, el incremento a partir de junio de 30% de las asignaciones familiares y el alza de 50% de la prestación y la ampliación de la población objetivo del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR).

Los precios internos desaceleraron su ritmo de crecimiento en el primer tramo del año. El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB se elevó 21,8% i.a. en promedio entre enero y junio, tras crecer 30,6% i.a. en el segundo semestre de 2014. En tanto, según el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU), los precios minoristas acumularon una suba de 9,4% en lo transcurrido de 2015 hasta agosto, luego de mostrar un alza de 18,2% en igual período de 2014 (ver Gráfico II.6). Influycieron sobre este comportamiento el programa de Precios Cuidados, los menores valores internacionales de las materias primas y la menor volatilidad cambiaria.



En lo que respecta al sector externo, durante los primeros seis meses del año las exportaciones de bienes disminuyeron 17,9% i.a. principalmente por efecto de los menores precios. Si bien la caída fue generalizada, la evolución agregada se explicó fundamentalmente por la retracción de las manufacturas de origen industrial —especialmente por la menor demanda desde Brasil— y las de origen agropecuario —principalmente debido a la baja de los precios internacionales de las materias primas—. Las importaciones también mostraron una contracción en igual período (-13,5% i.a. en valor; -10% i.a. por precios y -4% i.a. por cantidades). Todos los usos de importaciones se redujeron, con excepción de los bienes de capital que presentaron un alza de 5,8% i.a. El desempeño conjunto de las ventas y compras externas resultó en un superávit comercial de US\$1.231 millones en el primer semestre de 2015, lo que es un 63% por debajo del registro de igual lapso del año anterior. La información disponible del segundo semestre da cuenta de una mejora marginal tanto de las exportaciones como de las compras externas, siendo ésta última más notoria, a partir de un alza en las cantidades importadas de 9% i.a. entre julio y agosto (ver Gráfico II.7).

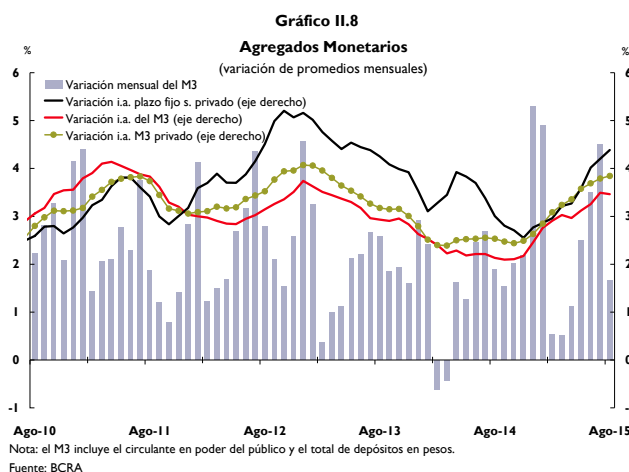
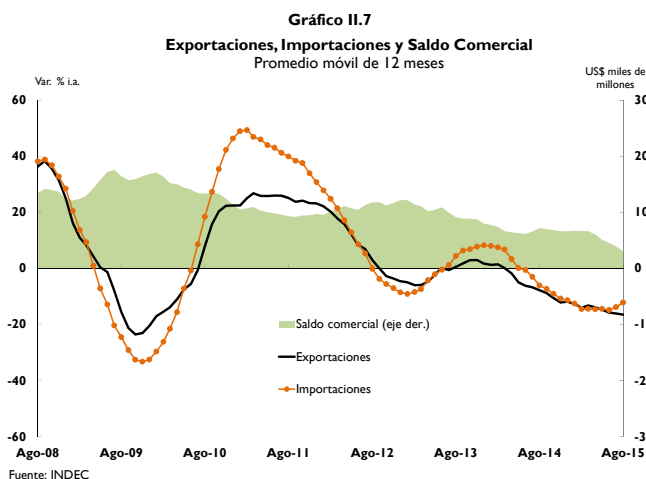
## II.2 Coyuntura monetaria

Con el objetivo de favorecer el ahorro en moneda nacional, a partir de julio el BCRA amplió la cobertura del esquema de tasas de interés mínimas para los depósitos a plazo fijo<sup>11</sup>, que se había establecido en octubre de 2014<sup>12</sup>. El monto de los depósitos alcanzados por la medida aumentó de \$350 mil hasta \$1 millón, y abarca tanto a aquellos realizados por las personas físicas como por las jurídicas. Adicionalmente dispuso un aumento de las tasas de interés mínimas, que son las mismas para las personas físicas y jurídicas, y que implica incrementos de los rendimientos de entre 1 p.p. y 2,1 p.p., y de entre 4,7 p.p. y 7,6 p.p. para esos titulares según el plazo de colocación, respectivamente. La nueva estructura de tasas de interés mínimas favorece los depósitos de plazos más largos al fijar como referencia la tasa de interés de LEBAC de 120 días para las colocaciones de 90 días o más, mientras que mantiene la correspondiente a la LEBAC de 90 días para los depósitos de hasta 89 días.

En un contexto de mayores rendimientos, en los primeros ocho meses del año, las imposiciones a plazo exhibieron significativos aumentos tanto en el segmento mayorista como en el minorista. Los depósitos de menos de \$1 millón registraron tasas de crecimiento promedio mensual superiores a 4%, favorecidos por el mencionado esquema de tasas de interés mínimas. De esta forma las imposiciones a plazo continuaron ganando participación en el agregado amplio del sector privado (M3 privado<sup>13</sup>), alcanzando una ponderación cercana a 33%, que resultó 2,5 p.p. mayor a la que se observaba dos años atrás.

Así, el agregado monetario en pesos más amplio (M3) registró un crecimiento en lo que va del año de 21,2% y presentó en agosto una variación interanual (i.a.) de 35,1%, mientras que el M3 privado creció en los primeros ocho meses del año 25,4% implicando en los últimos doce meses un aumento de 38,3% (ver Gráfico II.8).

Los depósitos en moneda extranjera se expandieron en lo que va del año, con incrementos tanto en los pertenecientes al sector público como en los correspondientes al sector privado. Entre estos últimos, continuó destacándose la evolución de los depósitos a plazo, que comenzaron a aumentar a partir de la última semana de febrero. Este comportamiento estuvo, en parte, impulsado por el accionar del BCRA que en ese mes realizó ajustes tanto a la retribución de las LEBAC en dólares que suscriben las entidades como al margen entre ésta y la tasa de interés que ellas pagan por



<sup>11</sup> Comunicación "A" 5781.

<sup>12</sup> Comunicación "A" 5640.

<sup>13</sup> Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos.

sus depósitos<sup>14</sup>. De este modo, el agregado más amplio M3\*<sup>15</sup>, mostró un aumento a agosto de 21,7% (35,6% i.a.).

La base monetaria alcanzó un saldo promedio mensual de \$526.990 millones en agosto, con un incremento de 19% durante los ocho primeros meses de 2015. Entre sus componentes, se registró un crecimiento tanto en las reservas bancarias (compuestas por el efectivo en entidades financieras y los saldos de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA) como en el circulante en poder del público. Su variación se ubicó en torno a 35% i.a.

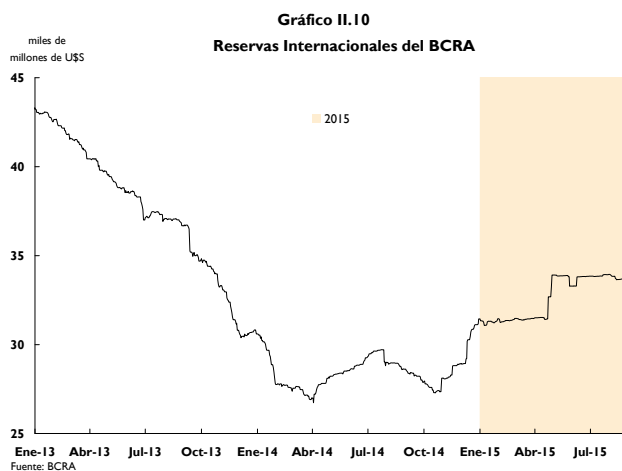
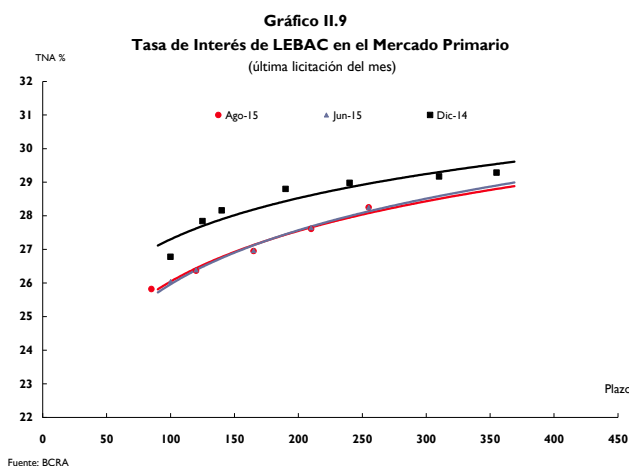
Por otro lado, a comienzos de 2015 el BCRA redujo levemente las tasas de interés de las LEBAC que coloca cada semana en el mercado primario (ver Gráfico II.9). La disminución se produjo fundamentalmente en el tramo medio de la curva de rendimientos, en las especies de entre 120 y 250 días de plazo, donde se observaron recortes de entre 1,5 p.p. y 1 p.p. en las tasas de interés. A partir del segundo trimestre, las tasas de LEBAC se mantuvieron estables. Asimismo, cabe mencionar que hacia fines de marzo, en coordinación con el Tesoro Nacional (TN) que comenzó a realizar colocaciones de instrumentos en pesos con vencimiento en 2016 (BONAC), se dejaron de licitar LEBAC a plazos superiores a los 300 días.

Asimismo, el Banco Central continuó implementando sus políticas tendientes a estimular el crédito, especialmente aquel destinado a financiar a la actividad productiva. Tras concluir satisfactoriamente en el primer semestre del año el sexto tramo de la LCIP, el BCRA decidió extender la línea durante la segunda parte del año (ver Capítulo IV y Apartado 2).

Las reservas internacionales totalizaron a fin de agosto US\$33.606 millones (ver Gráfico II.10), aumentando US\$2.163 millones durante los primeros ocho meses del año. A lo largo de este período el Banco Central fue comprador neto en el mercado de cambios. También contribuyeron al incremento de las reservas internacionales la colocación de deuda pública, tanto nacional como provincial, y el uso de parte del acuerdo del *swap* de monedas con el Banco Central de la República Popular de China. Parte del efecto de dichos factores fue contrarrestado por los pagos de deuda pública en moneda extranjera (dentro de los cuales se incluyen pagos al Club de París y por BONAR).

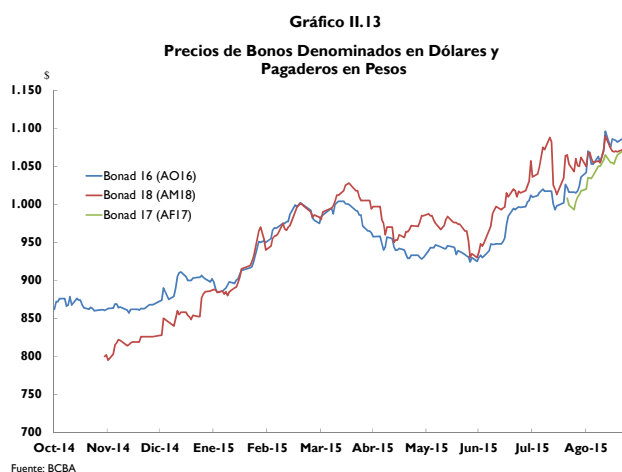
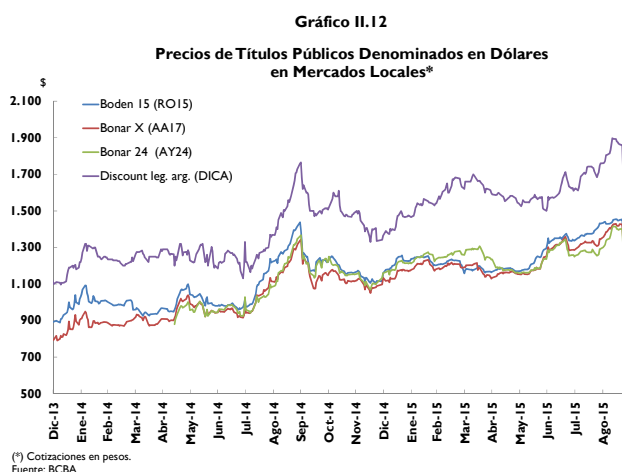
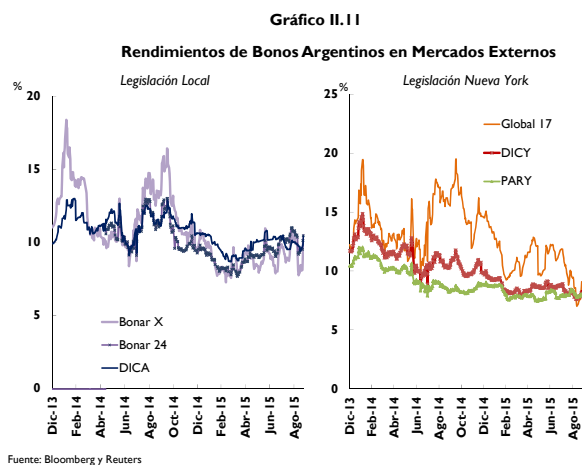
## II.3 Mercado de Capitales

Luego de comenzar el año con comportamiento positivo, los precios de los activos financieros argentinos pasaron a



<sup>14</sup> Ver la Comunicación "A" 5711 y Comunicación "P" 50517.

<sup>15</sup> Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos en pesos y moneda extranjera.



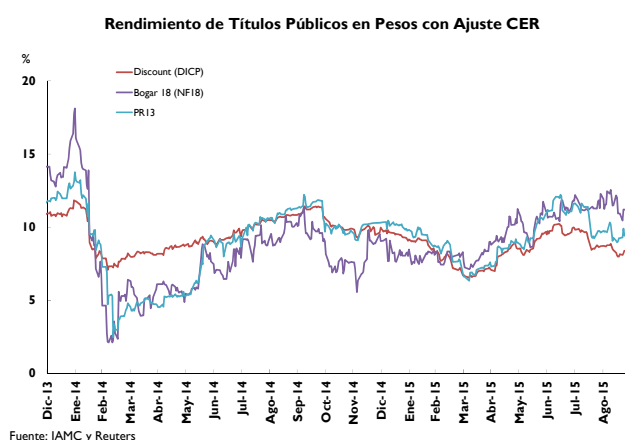
mostrar una tendencia menos definida en los últimos meses tanto en la plaza local como en los mercados extranjeros. Esto se dio en un escenario afectado tanto por factores internacionales (incremento en la volatilidad de los mercados a nivel global) como por factores propios. El financiamiento a través de los mercados de capitales continuó creciendo en los últimos meses, destacándose el dinamismo en la colocación de obligaciones negociables, que incluyó operaciones de cierta magnitud por parte de YPF en los mercados internacionales.

En los mercados del exterior, desde fines de marzo los rendimientos de los principales instrumentos tuvieron variaciones dispares. Entre los bonos con legislación doméstica se verificó una ampliación de rendimientos. Como referencia, el Bonar 24 tuvo una suba en el rendimiento de casi 200 p.b., hasta un nivel por encima de 10%. Los bonos con legislación Nueva York, directamente vinculados al litigio con los *holdouts*, tuvieron variaciones heterogéneas en los retornos<sup>16</sup> (ver Gráfico II.11). Sin embargo, el diferencial de riesgo soberano medido por el EMBI+ de Argentina se contrajo casi 50 p.b., hasta ubicarse en torno a 580 p.b., en un contexto de suba de los rendimientos de largo plazo de los bonos del tesoro norteamericano y de ampliación en los diferenciales de riesgo para el agregado de los países de Latinoamérica (ver Gráfico II.2).

En relación al tema de los *holdouts*, recientemente hubo novedades vinculadas al debate global sobre la necesidad de limitar el accionar de este tipo de agentes. A comienzos de julio el parlamento belga aprobó una ley con el objetivo de limitar los derechos de acreedores que buscan ganancias ilegítimas, determinando que el monto máximo a exigir a un Estado es el precio pagado al momento de adquirirse los instrumentos de deuda. Por otro lado, a fines de julio el comité ad hoc de Reestructuración de la Deuda Soberana de la Organización de las Naciones Unidas (ONU) aprobó una serie de principios, que fueron confirmados durante septiembre por la Asamblea General de la mencionada institución. Entre los nueve principios se incluye el derecho de un Estado soberano a elaborar sus políticas macroeconómicas, incluida la reestructuración de su deuda soberana, que debe hacerse como último recurso, preservando desde el inicio los derechos de los acreedores; el principio de la inmunidad soberana de jurisdicción y ejecución en materia de reestructuración de la deuda soberana, como derecho de los Estados ante los tribunales internos extranjeros (incluyendo que las excepciones deberán interpretarse de manera restrictiva) y; que los acuerdos de reestructuración aprobados por mayorías no podrán ser impedidos por minorías no representativas de acreedores. A nivel local, recientemente la Cámara de Diputados de la Nación ha aprobado un proyecto de Ley para declarar de orden

<sup>16</sup> Los rendimientos del Global 17 y del Discount se recortaron entre casi 250 p.b. y 40 p.b. respectivamente, mientras que para el Par se dio una suba de 15 p.b.

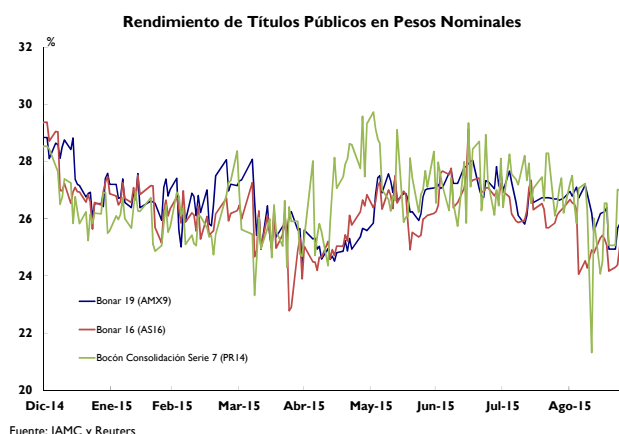
Gráfico II.14



público a estos principios básicos. Resta que dicho proyecto sea tratado por el Senado de la Nación.

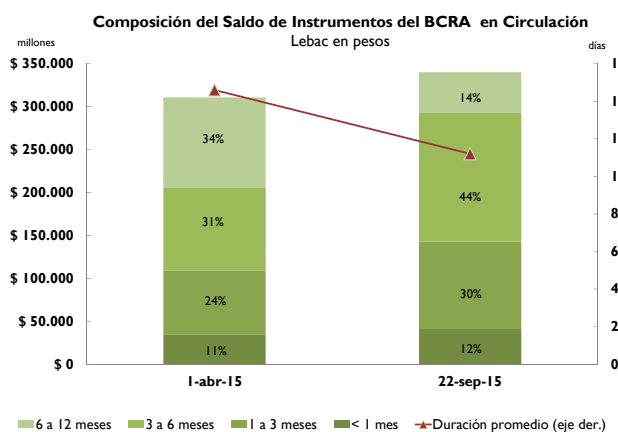
Con respecto al litigio que mantiene Argentina con los *holdouts* en los tribunales de Nueva York, El 31/08/2015 la Cámara de Apelaciones dictó sentencia avalando un pedido de la República Argentina y del BCRA, para desestimar la demanda interpuesta por los *holdouts* solicitando que se declare que el BCRA no es el *alter ego* de la República Argentina. También se conoció un fallo favorable a la República Argentina, limitando las demandas realizadas por quienes se sumaron al reclamo de los *holdouts* una vez conocida la sentencia del juez Griesa (conocidos como “*me too*”). En otro orden, se tramita ante el juez Griesa un pedido de los demandantes de incluir la emisión realizada por Argentina en abril de Bonar 24 dentro del fallo *pari passu*. Asimismo, se encuentra en trámite también un pedido de *Discovery*.

Gráfico II.15



En la plaza local, los precios de los títulos públicos denominados en dólares (con cotizaciones en pesos para las operaciones de mayor liquidez) mostraron un comportamiento cambiante en el período, coincidiendo con un contexto de mayor volatilidad en los mercados a nivel global. Las cotizaciones presentaron una tendencia en general alcista, para luego caer en la segunda quincena de septiembre. Para los bonos con legislación local de corto plazo, como el Boden 15 y el Bonar X, los precios aumentaron 14% en promedio desde fines de marzo (Gráfico II.12). Para los bonos con legislación local de mayor plazo el comportamiento fue mixto, con variaciones de precios acotadas desde fines de marzo. También los títulos con legislación Nueva York, menos representativos en términos de volumen, evidenciaron una suba promedio de 11%.

Gráfico II.16



Los títulos públicos denominados en dólares y pagaderos en pesos (*dollar-linked*), que comenzaron a colocarse a fines de 2014, computaron subas de precios de 9% en promedio desde fines de marzo, aunque la tendencia no fue sostenida a lo largo de todo el período (Gráfico II.13).

Las cotizaciones de los títulos públicos en pesos con ajuste por CER tendieron a deteriorarse desde fines de marzo, con subas en los rendimientos que fueron más marcadas para los plazos más cortos<sup>17</sup> (ver Gráfico II.14). Por su parte, los bonos en pesos nominales mostraban saldos dispares en el período, en un contexto en el que la Badlar Bancos Privados cayó más de 100 p.b.. En este caso, los rendimientos de los bonos más líquidos tendían a recortarse a fines de septiembre, tras mostrar un comportamiento cambiante desde fines de marzo (ver Gráfico II.15). Esto se dio también para los nuevos BONAC colocados por el Tesoro Nacional a fines de marzo, que comenzaron a cotizar a partir de abril (ver Apartado 1).

Con respecto a las Unidades Vinculadas al PIB, los precios de aquellas denominadas en dólares registraron una caída

<sup>17</sup> El incremento fue de 360 p.b. para el Bogar 18 (220 p.b. para los largos).



## Apartado 1 / Colocaciones de BONAC y Mercado Secundario

El Gobierno Nacional comenzó a realizar colocaciones de los nuevos Bonos del Tesoro Nacional (BONAC) en pesos, como parte de una estrategia para ampliar las alternativas de financiamiento y contribuir al desarrollo de una curva de rendimientos de referencia para colocaciones en moneda doméstica en el mercado local. Así, desde fines de marzo, el Tesoro se financió por más de \$48.400 millones (en valor efectivo), a través de un total de nueve subastas realizadas hasta el momento, mediante la colocación de cuatro instrumentos cuya demanda fue sostenida. Paulatinamente los BONAC fueron incrementando su negociación en el mercado secundario, en un contexto de estabilidad en las tasas de referencia. El aumento en la profundidad de este mercado incluyó el efecto de las transacciones realizadas por el BCRA con el objetivo de contribuir a la estabilidad de la curva de rendimientos en moneda local, no sólo respecto de los instrumentos de regulación monetaria sino también de los títulos públicos nacionales

Tabla A.1.1  
Subastas de BONAC

Montos en millones de pesos

Fecha Licitación	Monto licitado (1)	Monto ofertas recibidas (2)	Ratio (2) / (1)	VNO adjudicado	Valor efectivo	VNO adjudicado			
						Bonac mar-16	Bonac may-16	Bonac jul-16	Bonac sep-16
26-Mar	3.000	7.489	2,50	5.000	5.000	3.909	-	-	1.091
16-Abr	3.000	7.018	2,34	4.713	4.734	2.699	-	-	2.014
07-May	3.000	8.535	2,84	5.263	5.298	2.382	2.882	-	-
28-May*	3.000	5.171	1,72	4.946	5.059	1.310	2.615	-	1.020
11-Jun	3.000	7.991	2,66	5.929	6.022	-	2.277	2.474	1.179
22-Jun	3.000	7.933	2,64	5.104	5.232	-	2.323	1.855	926
08-Jul	3.000	8.816	2,94	5.599	5.763	-	2.969	2.014	616
23-Jul	3.000	8.014	2,67	5.467	5.694	-	2.997	1.624	846
03-Sep	3.000	8.006	2,67	5.327	5.640	-	-	3.923	1.404
<b>Total</b>	<b>27.000</b>	<b>68.973</b>	<b>2,56</b>	<b>47.347</b>	<b>48.443</b>	<b>10.300</b>	<b>16.062</b>	<b>11.889</b>	<b>9.096</b>

(\*) incluye colocación directa a BNA

Fuente: BCRA en base a Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

A fines de 2014, en un contexto de sólidos indicadores y perfil de endeudamiento, el Gobierno Nacional volvió a tomar financiamiento a través del mercado de capitales doméstico<sup>18</sup>. Más recientemente, en marzo 2015, comenzó a realizar una serie de subastas de nuevos bonos en pesos en el mercado local. Estas licitaciones tienen el doble objetivo de contribuir al desarrollo de una curva de referencia para las colocaciones en pesos que se realizan en el mercado de capitales local, conjuntamente con la diversificación de las fuentes de financiamiento del Gobierno Nacional.

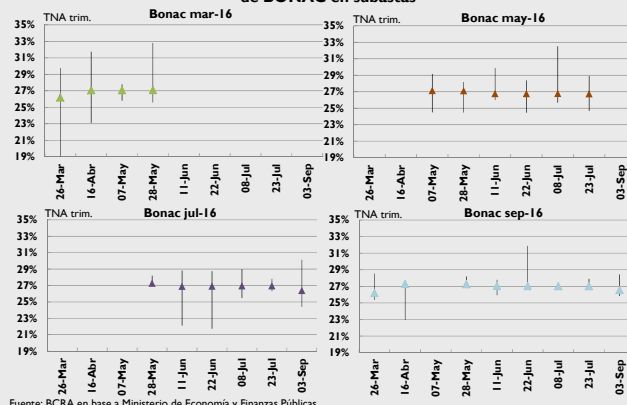
<sup>18</sup> A través de la colocación de BONAD, instrumentos denominados en dólares pero pagaderos en pesos, y de Bonar 2024 en dólares. Previamente, en 2013 se habían realizado emisiones a través de colocación directa, asociadas a la regularización de pasivos en el marco el CIADI, al acuerdo de expropiación del 51% de las acciones de la empresa YPF a REPSOL S.A. y a la renegociación de los pasivos con los países que conforman el Club de París.

Los nuevos Bonos del Tesoro Nacional (BONAC) en pesos subastados fueron emitidos con plazos de 12 a 18 meses. En total se llevan emitidos cuatro BONAC con vencimiento en marzo, mayo, julio y septiembre de 2016. El pago de capital será íntegro al vencimiento en todos los casos. Los pagos de intereses (trimestrales) serán a tasa variable, en base al promedio de las tasas de interés que resulten de las subastas semanales de LEBAC que realiza el BCRA<sup>19</sup>. Se destaca que, en coordinación con el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, el BCRA dejó de licitar LEBAC a plazos de 360 días.

La frecuencia de las subastas fue variable hasta el momento, espaciadas por dos o tres semanas. Se ofrecieron en cada oportunidad \$3.000 millones –ampliables– en los distintos instrumentos, que fueron variando en cada subasta, priorizando los plazos más largos. Con respecto a las ofertas recibidas, el promedio respecto a lo licitado ha sido hasta el momento de 2,55 veces, con un máximo de 2,84 y un mínimo de 1,72. El monto promedio adjudicado en Valor Nominal Original (VNO) fue de más de \$5.000 millones por licitación, implicando un total colocado en las nueve licitaciones realizadas hasta la fecha de VNO \$47.347 millones. La distribución por instrumento es de 34%, 25%, 22% y 19% para los bonos con vencimiento en mayo, julio, marzo y septiembre de 2016, respectivamente. En términos de valor efectivo, el monto colocado asciende a \$48.443 millones (ver Tabla A.1.1).

Gráfico A.1.1

Evolución de rango de rendimientos ofrecidos y tasas de corte de BONAC en subastas



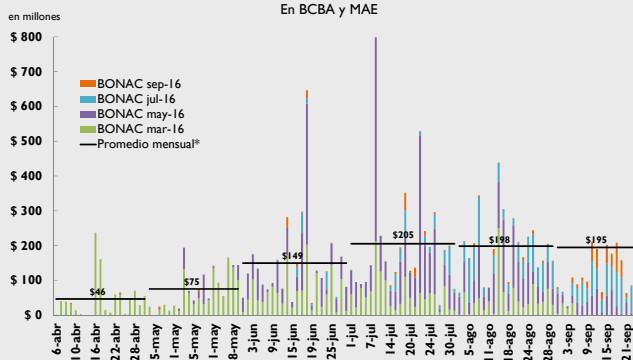
Fuente: BCRA en base a Ministerio de Economía y Finanzas Públicas

Con respecto a las tasas de colocación, se han mantenido relativamente estables desde la primera licitación y du-

<sup>19</sup> Para los BONAC con vencimiento en marzo y septiembre de 2016 se considera el promedio aritmético simple de la tasa de las LEBAC adjudicadas al plazo más próximo a los 90 días. Análogamente, para los BONAC con vencimiento en mayo y julio de 2016 se utiliza el promedio de las tasas para las LEBAC adjudicadas al plazo más próximo a los 252 días.

rante los cuatro meses siguientes, evidenciando una ligera baja en la subasta más reciente (3 de septiembre), al ubicarse en un rango de 26,4% a 26,56% (en base trimestral) para plazos residuales de 0,9 a 1,1 años (ver Gráfico A.1.1). Dicho desempeño se enmarca en un contexto de estabilidad de las tasas de referencia en los cinco meses transcurridos desde la primera subasta, tanto considerando las tasas convalidadas de LEBAC en las subastas del BCRA como en el caso de la BADLAR Bancos Privados.

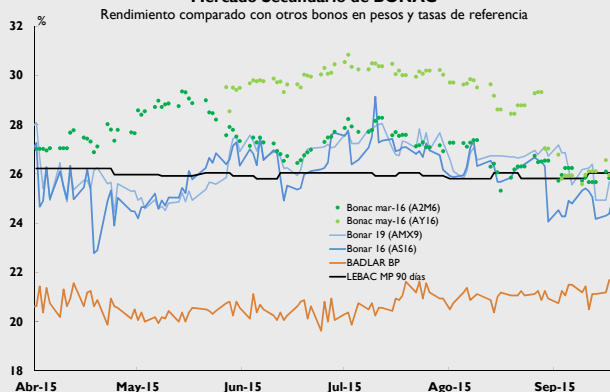
**Gráfico A.1.2**  
Montos diarios operados en BONAC  
En BCBA y MAE



Nota: datos de BCBA corresponden a rueda concurrencia (\*) hasta el 23 de septiembre  
Fuente: Bloomberg

En lo relativo al mercado secundario, en la medida que se incrementó el monto en circulación de las emisiones, la negociación de los BONAC fue aumentando en las plazas del mercado local. Teniendo en cuenta las cuatro series emitidas, el promedio diario pasó de \$46 millones en abril hasta \$195 millones en septiembre (ver Gráfico A.1.2). Las dos especies más líquidas considerando el promedio diario de negociación desde su emisión hasta el momento fueron el BONAC may-16 (este instrumento se comenzó a emitir en la subasta del 7 de mayo), seguido del BONAC mar-16. Se destaca que en los últimos meses estas dos especies se ubicaron entre los títulos públicos del Gobierno Nacional más negociados en las plazas locales, desplazando a otros instrumentos en pesos nominales y en pesos con ajuste CER en términos de la negociación diaria (aunque con una liquidez relativa menor a la de los bonos en dólares de corto plazo).

**Gráfico A.1.3**  
Mercado Secundario de BONAC  
Rendimiento comparado con otros bonos en pesos y tasas de referencia



Fuente: IAMC y Reuters

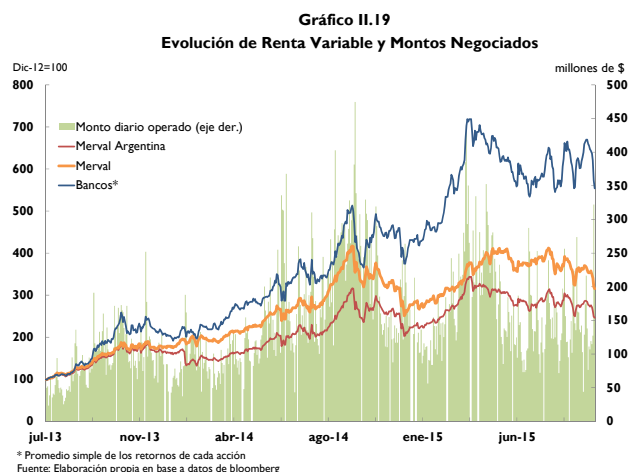
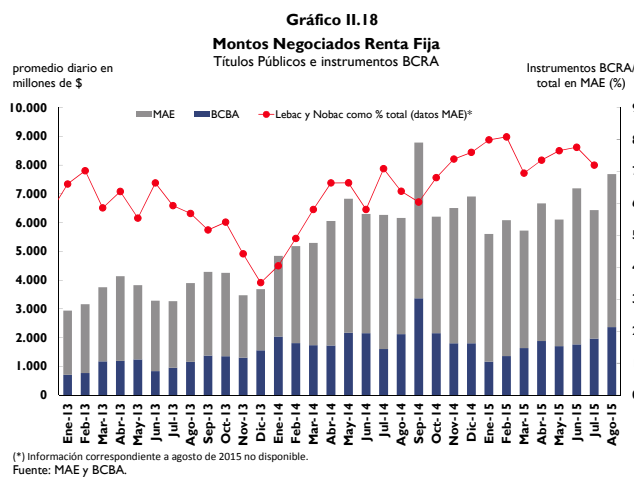
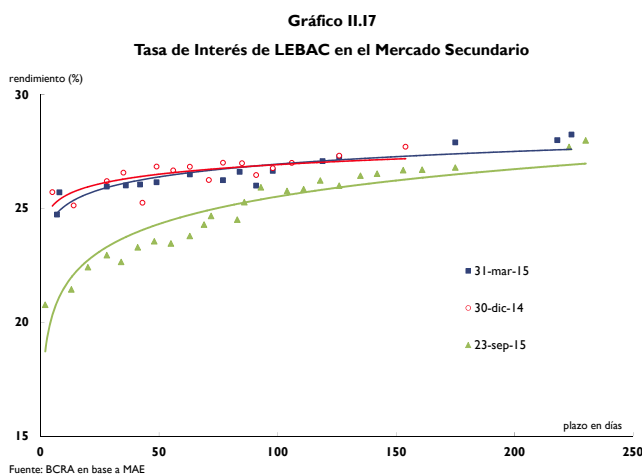
Con respecto a los rendimientos en el mercado secundario, en el caso del BONAC mar-16 se ubicaron en un rango de 25,3% a 29,3% desde que comenzó a negociarse. Desde fines de mayo se observa una mayor correlación de precios con otros bonos en pesos nominales (a los que supera en volumen). En el caso del BONAC may-16, los rendimientos variaron en un rango de 25,6% a 30,8%, presentando una tendencia creciente hasta fines de julio, para luego pasar a mostrar una mayor correlación con los restantes bonos en pesos, que en general pasaron a registrar caídas en los rendimientos desde entonces. Este desempeño se dio en un contexto de estabilidad en las tasas de referencia (ver Gráfico A.1.3).

Por último, en forma adicional a las subastas de BONAC, el Gobierno Nacional llevó a cabo otras operaciones de financiamiento en los últimos meses. Entre éstas se mencionan la colocación mediante subasta pública del bono en dólares Bonar US\$ 2024 realizada en abril por VNO US\$1.416 millones y, más recientemente, la colocación de nuevos bonos BONAD (ver Tabla A.1.2), que se suma a la serie de este tipo de instrumentos que se comenzó a colocar a fines de 2014. Estos bonos están denominados en dólares y son pagaderos en pesos (*dollar-linked*). Las subastas se realizaron en agosto y septiembre. El Tesoro Nacional colocó BONAD por un total de VNO US\$2.118 millones, mediante dos instrumentos a 18 y a 24 meses de plazo. En la subasta de agosto correspondió BONAD feb-17 por VN US\$ 1.087 millones, con un ratio de demanda de 2,77 veces. En la subasta de septiembre, el bono colocado fue BONAD sep-17, para el cual la demanda fue de 2,46 veces el monto buscado y la adjudicación fue por VN US\$ 1.031 millones. Ambos BONAD devengarán un cupón de renta con frecuencia semestral 0,75% (TNA) con ajuste del capital en pesos y tendrán amortización única al vencimiento.

**Tabla A.1.2**  
Colocaciones de Bonos Denominados en Dólares y Pagaderos en Pesos (*dollar-linked*)

	Fecha vencimiento	Cupón	Amortización	Fecha colocación	Llamado a licitación (US\$) (1)	Ofertas (US\$) (2)	Ratio (2)/(1) (veces)	Monto Emitido		Precio de emisión cada VN US\$	Vida promedio a la emisión (años)
								Valor nominal (US\$)	Valor efectivo (\$)		
BONAD 16	28-oct-16	1,75%	Integra al vencimiento	28-oct-14	500	1.194	2,4	983	8.350	849	2,00
				07-nov-14	n.d.	n.d.	n.d.	17	145	870	
BONAD 18	18-mar-18	2,40%	Integra al vencimiento	18-nov-14	500	827	1,7	654	5.564	851	3,33
				17-dic-14	n.d.	n.d.	n.d.	346	2.819	814	
BONAD feb-17	22-feb-17	0,75%	Integra al vencimiento	19-ago-15	500	1.384	2,77	1.087	10.652	979	1,50
BONAD sep-17	21-sep-17	0,75%	Integra al vencimiento	17-sep-15	500	1.231	2,46	1.031	10.845	1.123	2,00
								<b>Total</b>	<b>4.118</b>	<b>38.375</b>	

Fuente: BCRA en base a Ministerio de Economía y Finanzas Públicas



promedio de 13% en los mercados externos (con cotizaciones en dólares). En la plaza local —con precios en pesos—, el saldo en el periodo fue mixto para las especies en dólares, aunque con variaciones leves. Por su parte, la especie en pesos cerró con una baja de 16%.

El saldo en circulación de los instrumentos emitidos por el BCRA continuó aumentando en 2015. Para las letras en pesos superó los \$340.182 millones, con una suba de 9,5% desde fines de marzo (ver Gráfico II.16). En el periodo se dio un acortamiento en la duración promedio de la cartera, que actualmente se ubica en 112 días residuales<sup>20</sup>. Con respecto al saldo de letras en dólares, el monto en circulación subió a US\$1.893 millones, con un incremento de 34% desde el primer trimestre<sup>21</sup>.

Las tasas de interés en las subastas del BCRA tendieron a caer desde fines del primer trimestre (ver Gráfico II.9). En línea con lo observado en el mercado primario, en el mercado secundario de LEBAC en pesos los rendimientos cayeron en los últimos meses. Comparando con fines de marzo, a fines de agosto los rendimientos habían caído cerca de 270 p.b. para las especies hasta 90 días de plazo, mientras que para los plazos más largos el recorte promedio estuvo en torno a 90 p.b. (ver Gráfico II.17).

La negociación de instrumentos de renta fija<sup>22</sup> en los mercados secundarios locales promedió un monto de \$7.200 millones por día desde fines de marzo, contra \$5.800 millones en el primer trimestre<sup>23</sup> (Gráfico II.18). Con respecto a la liquidez de los títulos públicos, las dos especies más negociadas, Boden 15 y Bonar X (ambas en dólares con legislación doméstica) explicaron más del 50% del volumen del mercado en base a datos del MAE. Por otro lado, los bonos *dollar-linked* (denominados en dólares pero pagaderos en pesos) también se ubicaron entre los más negociados. En el período se destaca el incremento en la negociación de bonos en pesos, a partir de la colocación de los BONAC que comenzó a fines de marzo. Dos de estas especies, aquellas con vencimiento en marzo y mayo de 2016, se ubicaron también entre las más negociadas.

En referencia a la renta variable, el índice Merval evidenció un comportamiento cambiante en los últimos meses, con mejoras hasta mediados de julio y posterior retroceso, al pasar a operar con volatilidad elevada, en línea con los mercados bursátiles globales (Gráfico II.19). De esta manera, el índice acumuló una merma de 12% desde fines de marzo, con mermas significativas entre las acciones de

<sup>20</sup> Dicha disminución se explica en parte porque se acortaron los plazos de licitación de las subastas en pesos; a fines de marzo dejaron de subastarse las LEBAC a 360 días de plazo, a partir de que el Tesoro Nacional comenzara a licitar los BONAC (inicialmente fueron a 12 y 18 meses).

<sup>21</sup> Considerando el total en circulación medido en pesos, las letras en dólares aumentaron la ponderación a 5% del total (desde 3,9% a fin de marzo).

<sup>22</sup> En base a montos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) y el Mercado Abierto Electrónico (MAE). Incluye títulos públicos del Gobierno Nacional, LEBAC y NOBAC, títulos provinciales, obligaciones negociables y otros.

<sup>23</sup> No obstante, la liquidez en los mercados locales suele verse afectada en la temporada estival. Considerando el monto negociado en el mismo período del año anterior se dio un aumento de 7%.



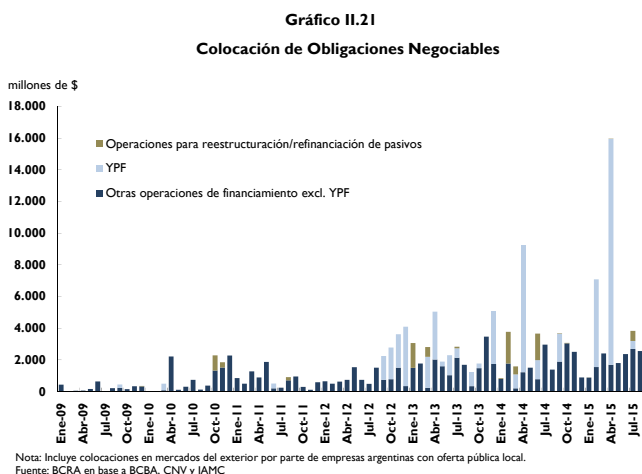
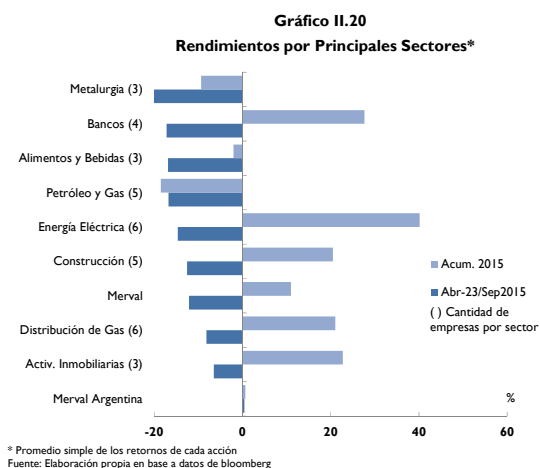
sectores como la metalurgia, alimentos y bebidas, petróleo y gas, bancos y energía eléctrica<sup>24</sup> (Gráfico II.20). Este comportamiento estuvo acompañado con un monto promedio diario de negocios en el período que estuvo en línea al observado en los cinco meses anteriores; en torno a los \$160 millones.

El monto bruto de financiamiento al sector privado y obras de infraestructura y viviendas a través de instrumentos del mercado de capitales fue de casi \$40.500 millones en el periodo abril-agosto, con un incremento de 8% en relación al periodo inmediatamente anterior (que incluyó una operación de fideicomisos vinculados a infraestructura y vivienda de gran porte<sup>25</sup>), y de 34% respecto al mismo periodo de 2014.

Las obligaciones negociables (ON) fueron el principal instrumento de financiación entre abril y agosto, con colocaciones por más de \$26.500 millones, casi el doble del volumen de los cinco meses anteriores y más de 40% superior al de abril-agosto de 2014 (ver Gráfico II.21)<sup>26</sup>. No obstante, más de la mitad del volumen del período estuvo explicado por colocaciones de YPF (incluyendo una operación en mercados del exterior por US\$1.500 millones). Asimismo, hubo emisiones para reestructuración / refinanciación de pasivos que sumaron unos \$600 millones en el período analizado. Excluyendo las colocaciones de YPF (por su gran tamaño) y las operaciones de gestión de pasivos (dado que no representan nuevo financiamiento), el volumen de los últimos cinco meses significó un avance de 35% respecto al periodo anterior y de 41% en términos interanuales.

Dada la magnitud de las operaciones de YPF, las colocaciones del sector petrolero concentraron casi 60% del monto de financiamiento entre abril y agosto, seguida por aquellas del sector financiero, con el 27%. Sin embargo, en término de cantidades, las operaciones del sector financiero explicaron casi la mitad del total observado en el período. Asimismo, continuaron predominando las operaciones en moneda local en términos de cantidad (86% del total de operaciones), aunque en términos de volumen sumaron el 43% del total de abril-agosto (por la gran ponderación de la operación de YPF en el exterior).

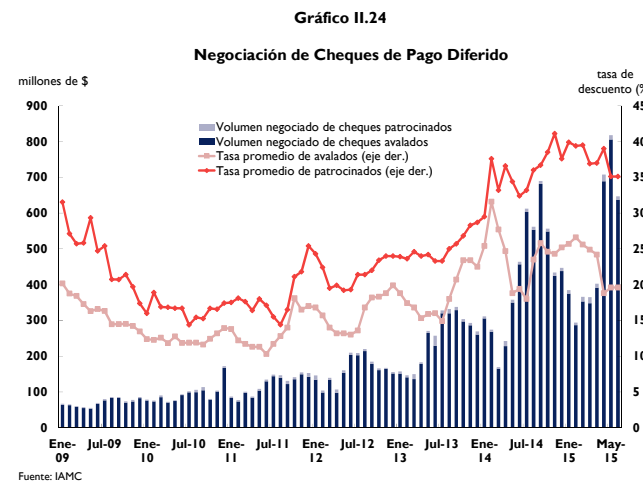
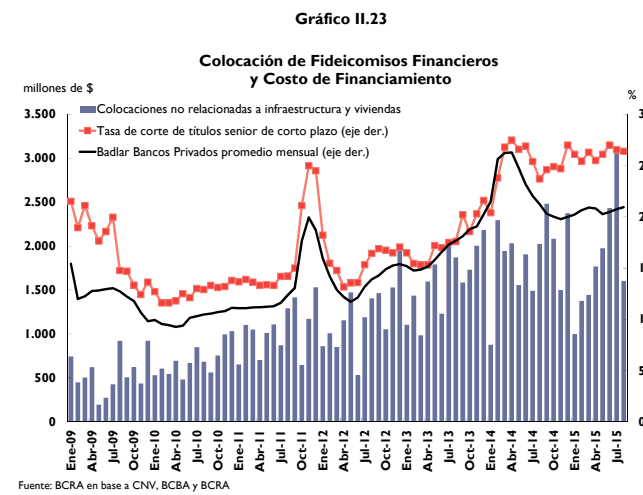
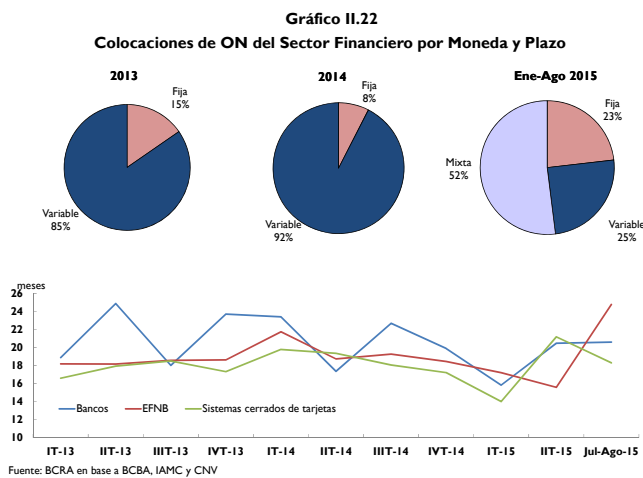
Entre las operaciones en pesos, sobresalió la cantidad de emisiones con estructura mixta de tasas en el periodo abril-agosto. Este tipo de operaciones ya habían comenzado a proliferar desde febrero, mientras que anteriormente pre-



<sup>24</sup> Estos movimientos tuvieron su correlato en las cotizaciones de ADR argentinos en Nueva York (operados con dólares), que en promedio cedieron 24% en el periodo.

<sup>25</sup> Se trató de una colocación del Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR) en diciembre de 2014 por un total de \$14.000 millones (no integrado en su totalidad).

<sup>26</sup> Esta tendencia se mantuvo en las primeras semanas de septiembre, con buen ritmo de colocaciones. En el mes se destacaron dos operaciones de YPF por un monto total de \$2.900 millones.



dominaban las operaciones a tasa variable. Así, el 55% del monto de financiaciones en moneda doméstica se obtuvo a través de bonos que ofrecieron un interés que inicialmente es fijo y que luego pasa a ser variable (BADLAR Bancos Privados más un margen<sup>27</sup>), un tipo de estructura muy utilizada entre las emisiones del sector financiero (ver Gráfico II.22). De esta manera, el plazo promedio ponderado por monto (excluyendo las operaciones de YPF) se ubicó en torno a los 22 meses, prácticamente en línea al observado en el periodo de cinco meses anterior. Asimismo, no hubo mayores cambios en el costo del financiamiento a través de ONs, en línea con la relativa estabilidad de la BADLAR Bancos Privados.

Las financiaciones mediante fideicomisos financieros llegaron a casi \$11.000 millones entre abril y agosto, con sólo una operación relacionada a infraestructura y por un monto menor<sup>28</sup>. Este monto contrasta con el volumen del periodo de cinco meses anterior por \$21.800 millones (que incluye la emisión de \$14.000 millones de PRO.CRE.AR.). En cambio, en relación a abril-agosto del año pasado se evidencia un incremento de 22%. Las titulaciones de préstamos personales y de consumo y de cupones de tarjetas de crédito concentraron cerca del 85% del volumen del periodo. Por su parte, el costo de financiamiento se mantuvo sin grandes cambios (ver Gráfico II.23). En efecto, el *spread* entre esta tasa de referencia y la tasa de corte de valores de mayor calidad crediticia y de fiduciarios de primera línea se ubicó en agosto prácticamente en el mismo nivel que en marzo.

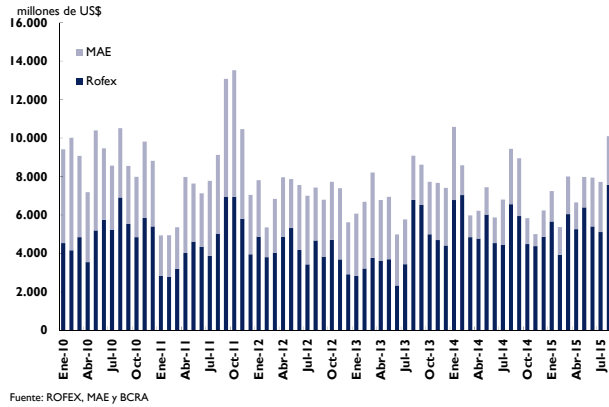
El volumen de cheques de pago diferido se incrementó en más de 50% en abril-agosto en relación a los cinco meses anteriores, y en más de 30% respecto al mismo período de 2014 (ver Gráfico II.24). Hubo meses con un récord de negocios desde el inicio de la operatoria, fundamentalmente debido al accionar de los fondos comunes de inversión, con cuota-partes destinadas a inversores institucionales. Para el segmento avalado, que representa casi la totalidad del mercado, este incremento de las transacciones se dio con una extensión de los plazos de los cheques – hasta máximos de casi ocho meses— y con una fuerte reducción del costo de financiamiento, que llegó a estar incluso por debajo de la BADLAR Bancos Privados. El crecimiento en los montos y la merma en las tasas de interés se profundizaron en septiembre, en función de los cambios normativos vinculados a las inversiones de compañías de seguros y FCI de inversión en proyectos productivos y financiamiento a PyMEs (ver Capítulo 4).

El financiamiento mediante suscripción de acciones fue de \$66,5 millones, vinculados a una operación de una

<sup>27</sup> En las subastas se determina el rendimiento del tramo fijo o del tramo variable.

<sup>28</sup> En las primeras semanas de septiembre se observó un mayor dinamismo en las colocaciones de FF en el mercado primario.

**Gráfico II.25**  
**Negociación de Futuros de Dólar**



compañía petroquímica en el mes de abril. La colocación anterior de acciones había sido en mayo del año pasado. En 2014 el volumen total fue de \$320 millones por tres operaciones.

Entre abril y agosto el monto negociado en derivados de tipo de cambio creció 27% en relación a los cinco meses anteriores y 13% en términos interanuales (ver Gráfico II.25). Se destaca que en el período las tasas implícitas de depreciación en las operaciones de contratos de futuros de dólar observaron una tendencia marcadamente decreciente a lo largo de los distintos contratos. Por ejemplo, en el contrato a diciembre de este año se redujo en 8p.p., mientras que en los contratos con vencimiento a fines del primer trimestre de 2016 la reducción fue de unos 5p.p.. Más recientemente, en septiembre los montos operados en derivados no mostraban cambios sustanciales, al tiempo que las tasas implícitas tendían a subir en la segunda quincena de septiembre para contratos con vencimiento en 2016.



### III. Situación de Deudores

#### Síntesis

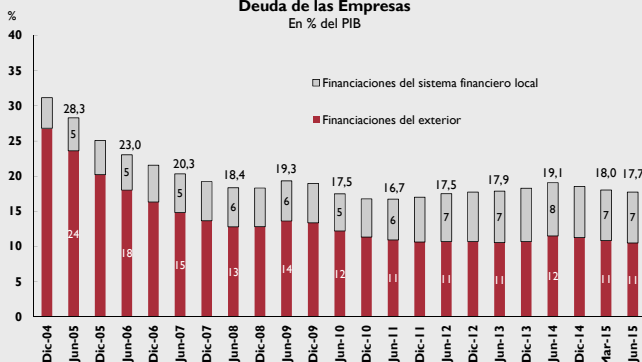
En el primer semestre de 2015 la actividad económica creció en términos interanuales a un mayor ritmo que en los períodos anteriores, sendero favorable que se sostuvo en el inicio del segundo semestre del año. En este escenario, el endeudamiento estimado del sector empresas a nivel agregado verificó una reducción gradual hasta totalizar 17,7% del PIB en junio, fundamentalmente a partir de una disminución del nivel relativo del financiamiento externo. El endeudamiento del sector empresas en Argentina se mantiene significativamente por debajo de los niveles registrados a nivel internacional.

La mayoría de los sectores productivos observaron caídas en sus ratios de endeudamiento en los primeros meses de 2015, tendencia que en general acompañó el desempeño interanual. Esta evolución —que en el margen contribuye a la consolidación de la posición financiera—, junto a la recomposición que se observa en la actividad de los distintos segmentos productivos, debería favorecer a la demanda potencial de crédito. Por su parte, las políticas públicas —como la Línea de Crédito para la Inversión Productiva— siguen ayudando a acotar la carga financiera de las firmas, especialmente de las MiPyMEs al poder acceder a recursos crediticios en condiciones financieras ventajosas.

Al igual que lo observado en las empresas, el endeudamiento estimado de los hogares siguió disminuyendo en el primer semestre de 2015, si bien atemperando su evolución en el margen. Así, en junio la deuda de las familias totalizó en 19,3% de los ingresos (masa salarial neta de aportes y contribuciones), con una merma de 0,9 p.p. en lo que va del año. El contexto de bajos niveles de endeudamiento sectorial, sumado a la estabilidad evidenciada en el mercado laboral, ayudó a mantener acotada la carga promedio de los servicios de la deuda de las familias en 12,3% a fines del primer semestre del año (0,5 p.p. menos que a fines de 2014).

Considerando la trayectoria de los ingresos y gastos del Sector Público Nacional no Financiero, los resultados primario y financiero en los últimos doce meses acumulados a julio de 2015 representaron aproximadamente -1,7% y -3,6% del PIB, respectivamente. La deuda pública nacional sumó US\$221.748 millones a diciembre de 2014 (42,8% del PIB). La deuda en mano de acreedores privados —considerada de mayor riesgo de refinanciación— ascendió a 10,9% del producto en igual período, de la cual sólo 8,8 p.p. correspondían a obligaciones denominadas en moneda extranjera.

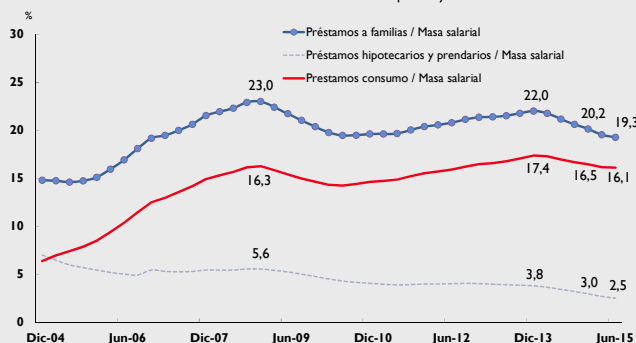
**Gráfico III.1**  
Deuda de las Empresas  
En % del PIB



Nota: Se considera el promedio móvil de cuatro trimestres de financiamientos en el numerador, así como el promedio móvil de cuatro trimestres del producto en el denominador. El último dato disponible sobre financiamientos del exterior corresponde a marzo de 2015. Los datos están sujetos a posteriores rectificaciones.  
Fuente: BCRA e INDEC

**Gráfico III.2**

Deuda de las Familias  
En términos de la masa salarial neta de aportes y contribuciones

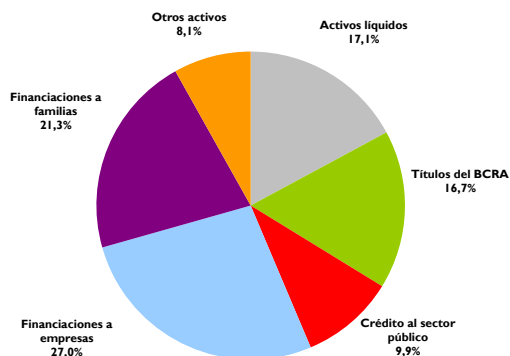


Nota: Los préstamos a las familias incluyen el financiamiento del sistema financiero, los fideicomisos financieros que tienen como activos subyacentes créditos para consumo (tarjetas y personales) y con garantía real (hipotecarios y prendarios) y, el saldo de préstamos de las tarjetas de crédito no bancarias.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

### III.1 Deudores del sistema financiero

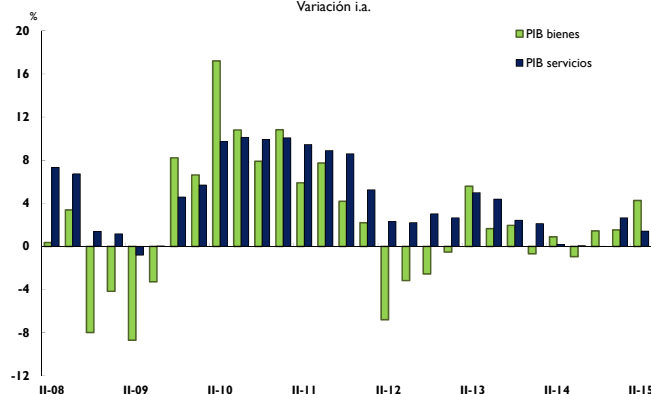
A diferencia de lo evidenciado a lo largo de 2014, en el transcurso del primer semestre de 2015 aumentó la participación de los recursos bancarios canalizados a las empresas y a las familias en los activos del sistema financiero; no obstante, aún se ubican por debajo del valor alcanzado a mitad del año pasado (ver Gráfico III.3). La ponderación del financiamiento al sector público también registró un incremento en 2015, en un contexto de leve disminución de la participación de los recursos más líquidos en cartera —agregado de activos líquidos y títulos del BCRA—; estos últimos siguen ubicándose en niveles relativamente elevados (ver Capítulo V).

**Gráfico III.3**  
**Cartera Activa del Sistema Financiero**  
 % del activo neto a junio de 2015



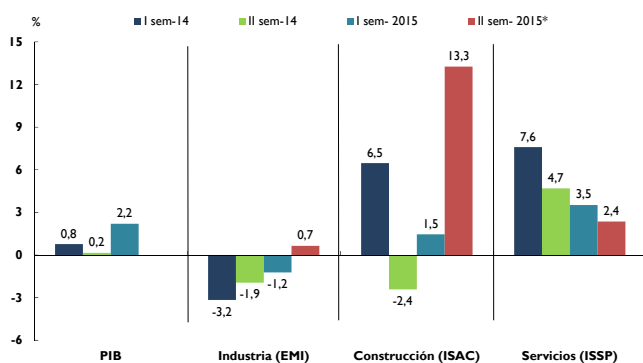
Fuente: BCRA

**Gráfico III.4**  
**PIB Bienes y Servicios**  
 Variación i.a.



Fuente: INDEC

**Gráfico III.5**  
**Indicadores de Actividad**  
 Variación i.a.



Fuente: INDEC

\*Datos a julio

### III.2 Empresas

Durante el primer semestre de 2015 la actividad económica creció en términos interanuales (i.a.) a un mayor ritmo que en los períodos previos, lo cual respondió tanto al aumento de la producción de bienes como de la oferta de servicios (ver Gráfico III.4). La tendencia favorable de la actividad se habría mantenido en el inicio del segundo semestre tal como surge de los indicadores adelantados disponibles (ver Gráfico III.5).

En este contexto, el endeudamiento estimado de las empresas a nivel agregado en términos del PIB se ubicó en 17,7%<sup>29</sup> en junio de 2015 (ver Gráfico III.1), observando disminuciones tanto respecto al cierre de 2014 (-0,8 p.p.) como en términos interanuales (-1,3 p.p.). De esta manera, el endeudamiento corporativo se mantuvo en niveles acotados, por debajo de los registrados en años anteriores. Al mismo tiempo, el valor de este indicador es sustancialmente menor al presente en otras economías emergentes y desarrolladas (ver Gráfico III.6). En el primer trimestre del año disminuyeron tanto el endeudamiento local como el externo<sup>30</sup>, variación relativamente más pronunciada en esta última fuente de recursos<sup>31</sup>. En los últimos doce meses también se redujo el endeudamiento proveniente de ambas fuentes en términos del PIB.

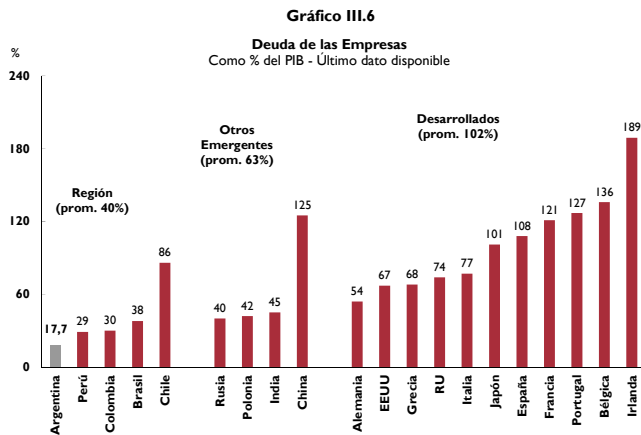
Al analizar el segmento de endeudamiento agregado del sector empresas que está originado en líneas de crédito del exterior —equivalente a casi 60% del total a marzo pasado—, se observa que predominan las líneas de tipo comercial<sup>32</sup>. La mitad del saldo de estas asistencias —

<sup>29</sup> Se considera el promedio móvil de cuatro trimestres de financiamientos en el numerador, así como el promedio móvil de cuatro trimestres de producto nominal en el denominador.

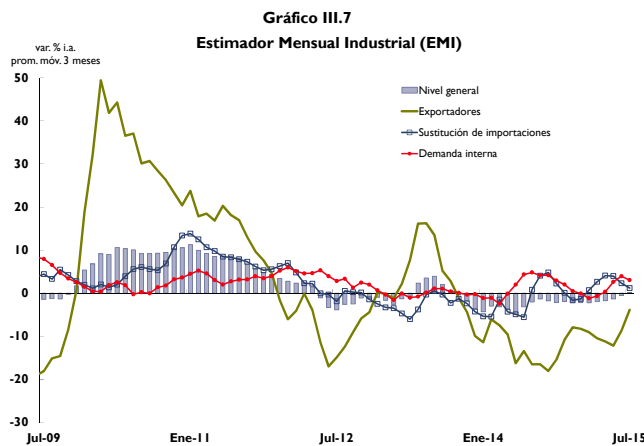
<sup>30</sup> Incluye deuda financiera (títulos, préstamos y otra deuda financiera), y deudas por importaciones / exportaciones.

<sup>31</sup> Cabe considerar que el saldo de endeudamiento en moneda extranjera de las empresas verifica una caída tendencial en los últimos trimestres si se considera su monto en moneda de origen. El financiamiento local verifica incrementos en el saldo nominal (ver Capítulo V).

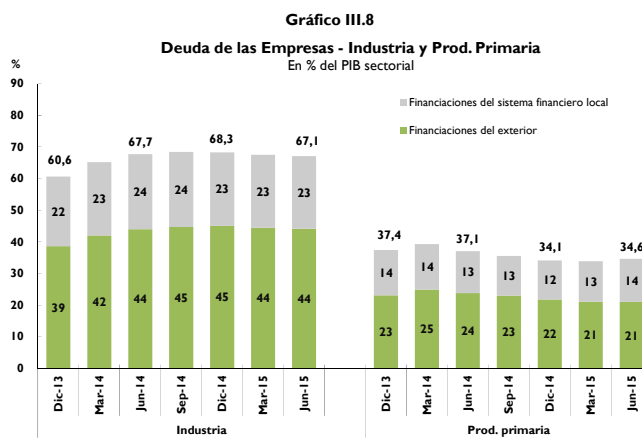
<sup>32</sup> Explican casi el 62% del mismo, con participaciones relativamente más altas en las empresas industriales y de servicios en las líneas comerciales.



Nota: Datos de 2014, excepto argentina a junio de 2015 (estimado). Fuente: McKinsey Global Institute (2015) y BCRA



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC



Nota: Se considera el promedio móvil de cuatro trimestres de financiamiento en el numerador, así como el promedio móvil de cuatro trimestres de producto en el denominador. El último dato disponible sobre financiamiento del exterior corresponde a marzo de 2015. Los datos están sujetos a posteriores rectificaciones

asociadas a las actividades de importación y exportación— tiene origen en empresas del mismo grupo económico. En el mismo sentido, la mitad del endeudamiento financiero -en el que tienen especial ponderación los sectores primarios de petróleo y la minería— también son recursos que provienen del mismo grupo.

La industria continúa siendo el sector productivo cuyo endeudamiento muestra la mayor ponderación de recursos que provienen del sistema financiero local (36,3% del total de financiamiento bancario al sector corporativo a junio de 2015) (ver Gráfico IV.9), si bien verificó una leve reducción en los últimos meses. Los servicios y la producción primaria tienen participaciones similares (21,9% y 19,8% respectivamente a mediados de 2015), registrando crecimientos en su importancia relativa en el margen.

La mejora de la actividad económica que se está observando en los últimos meses, sumada a los acotados niveles de endeudamiento de las firmas, contribuyen positivamente a la posición financiera del sector. En igual sentido actúan las políticas públicas oportunamente impulsadas como la Línea de Crédito para la Inversión Productiva, que brindan mejores condiciones financieras a los deudores corporativos (ver Capítulo IV y Apartado 2).

### Sectores productivos

La actividad manufacturera recortó su tasa de caída hasta 0,2% i.a. durante el primer semestre del año, baja ligada principalmente al desempeño de las ramas más afectadas por la menor demanda externa. Según el Estimador Mensual Industrial (EMI), que en dicho período registró una baja de 1,2% i.a., la producción automotriz y la de los metales básicos verificaron caídas, efectos parcialmente compensados por los aumentos de los insumos de la construcción, la metalmecánica y la refinación de petróleo, entre otros. La información parcial disponible para el segundo semestre permite prever cierta recuperación del sector, a partir del impulso observado en la elaboración de alimentos y bebidas, los productos de caucho y plástico y la refinación de petróleo, que lograron compensar nuevamente las bajas registradas en los rubros con mayor sesgo exportador (ver Gráfico III.7). Por su parte, disminuyó el uso de la capacidad instalada de la industria que se ubicó en 68,5% en primera mitad de 2015, por debajo de igual período del año previo.

La relación entre el endeudamiento estimado del sector manufacturero y su producto se redujo levemente en lo que va de 2015, totalizando 67,1% en junio (-1,2 p.p.



Tabla III.1  
Producción Agrícola Principales Cultivos

	2013/14 miles tns	2014/15 miles tns (e)	Var % 2014/15 vs. 2013/14	Dif. en miles de tns 2014/15 vs. 2013/14
<b>Cereales</b>	<b>52.647</b>	<b>56.027</b>	<b>6,4</b>	<b>3.380</b>
Maíz	33.000	33.800	2,4	800
Trigo	9.200	13.900	51,1	4.700
Otros	10.447	8.327	-20,3	-2.120
<b>Oleaginosas</b>	<b>56.695</b>	<b>65.706</b>	<b>15,9</b>	<b>9.011</b>
Soja	53.400	61.400	15,0	8.000
Otros	3.295	4.306	30,7	1.011
<b>Resto</b>	<b>1.605</b>	<b>1.395</b>	<b>-13,1</b>	<b>-210</b>
<b>Total</b>	<b>110.947</b>	<b>123.128</b>	<b>11,0</b>	<b>12.181</b>

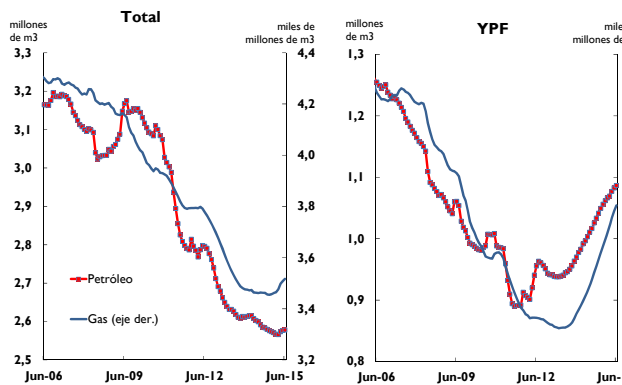
e: Estimado

Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

respecto a diciembre pasado, y -0,6 p.p. respecto de igual mes de 2014). La merma evidenciada en el margen estuvo especialmente originada en el componente de financiamiento externo (representa casi dos terceras partes del total<sup>33</sup>) y en menor medida por los recursos locales (ver Gráfico III.8).

Durante el primer semestre de 2015 la actividad agropecuaria cobró gran dinamismo debido al desempeño conjunto del sector agrícola y del pecuario. La producción agrícola alcanzó un récord, al superar las 123 millones de toneladas para el ciclo 2014/15 (ver Tabla III.1). La mayor producción de soja y trigo explicó mayormente este crecimiento; también registró una suba la cosecha de maíz. Las condiciones climáticas favorables para el desarrollo de los cultivos determinaron elevados rindes para estos cultivos. Por su parte, la caída observada de las cotizaciones internacionales podría deteriorar la rentabilidad sectorial. La actividad ganadera experimentó un alza, luego de varios meses con reducciones, con un aumento de las cabezas de bovinos y de aves faenadas. En tanto, la producción de leche también creció.

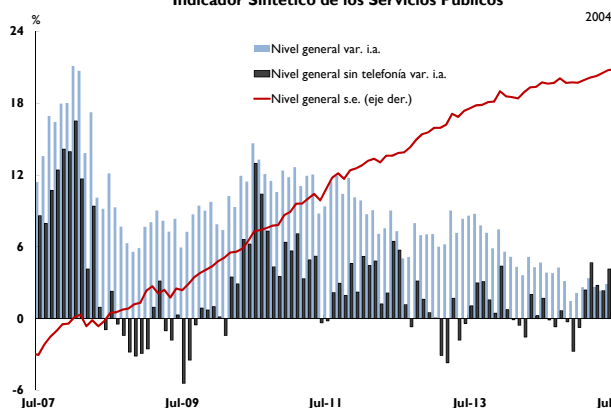
Gráfico III.9  
Producción de Energía Primaria  
Prom. móvil 12 meses



Fuente: Secretaría de Energía

Otras actividades vinculadas al sector primario exhibieron un desempeño favorable en el primer semestre de 2015. La producción nacional de petróleo crudo registró un aumento luego de cinco años de caídas consecutivas (0,4% i.a. entre enero y junio), en tanto que la extracción de gas natural también se elevó (3,5% i.a. en el mismo lapso). En ambos casos YPF tuvo un rol preponderante (ver Gráfico III.9), con una participación en la producción total de petróleo de 42% y de 30% en la de gas. La actividad minera continuó en alza: según se desprende de la información de Cuentas Nacionales la explotación de minas y canteras se incrementó en el primer semestre del año (1,6% i.a.).

Gráfico III.10  
Indicador Sintético de los Servicios Públicos



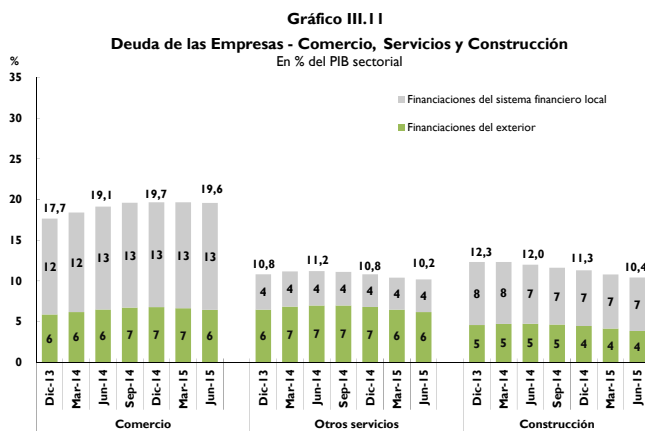
Fuente: INDEC

El endeudamiento estimado de las empresas dedicadas a la producción primaria creció gradualmente en los últimos meses, ubicándose en 34,6% del producto en el cierre del primer semestre del año (+0,5 p.p. respecto a diciembre pasado, pero 2,4 p.p. por debajo de igual mes de 2014) (ver Gráfico III.8). Esta evolución estuvo principalmente originada en una disminución del nivel relativo de financiamiento externo (-2,8 p.p. del producto sectorial de forma interanual), fuente que explica el 61% del total de endeudamiento (especialmente, en los segmentos de petróleo y minería).

La oferta de servicios se mantuvo en aumento en el primer semestre de 2015, ubicándose un 2% por encima de igual período de 2014. Contribuyeron a ese desempeño

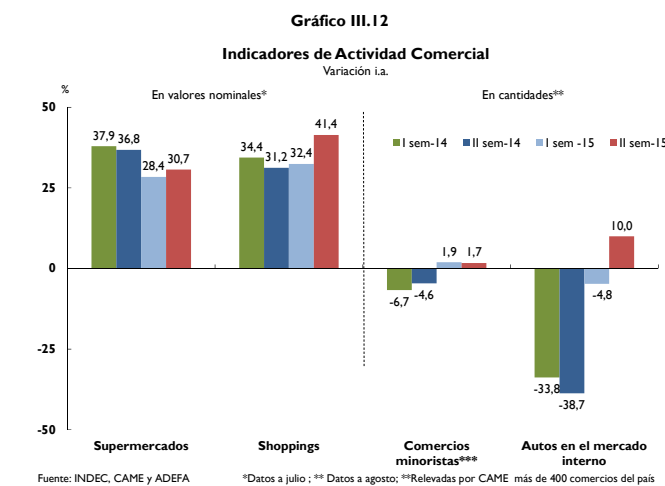
<sup>33</sup> Estos recursos están mayormente explicados por las líneas asociadas a la actividad comercial —vinculadas a la importación y exportación— (85% del total), y en menor medida a préstamos financieros o títulos de deuda, entre otros instrumentos.



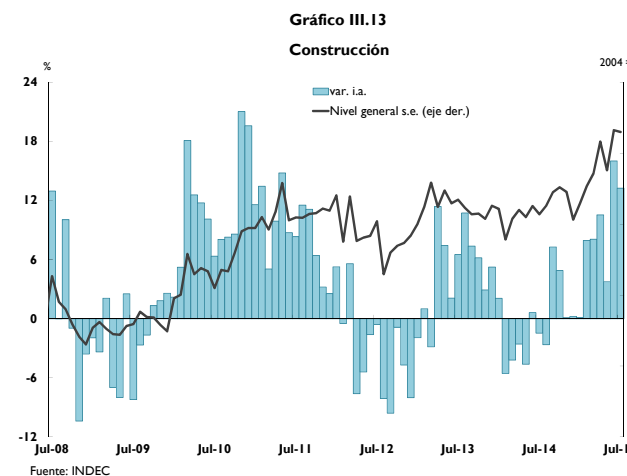


Nota: Se considera el promedio móvil de cuatro trimestres de financiamientos en el numerador, así como el promedio móvil de cuatro trimestres de producto en el denominador. El último dato disponible sobre financiamientos del exterior corresponde a marzo de 2015. Los datos están sujetos a posteriores rectificaciones

el comercio, la intermediación financiera y las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler. La información parcial disponible anticipa que la oferta de servicios se habría mantenido en alza a inicios del segundo semestre: el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) registró en julio una suba de 2,4% i.a. (ver Gráfico III.10), con un comportamiento predominantemente positivo al interior de los rubros. El endeudamiento sectorial estimado de las empresas de servicios ha disminuido gradualmente en los últimos meses, totalizando 10,2% a fines del primer semestre de 2015 (reducciones de 0,6 p.p. respecto a fines de 2014 y de 1 p.p. en términos interanuales) (ver Gráfico III.11). Casi dos terceras partes de su endeudamiento corresponden a recursos externos.

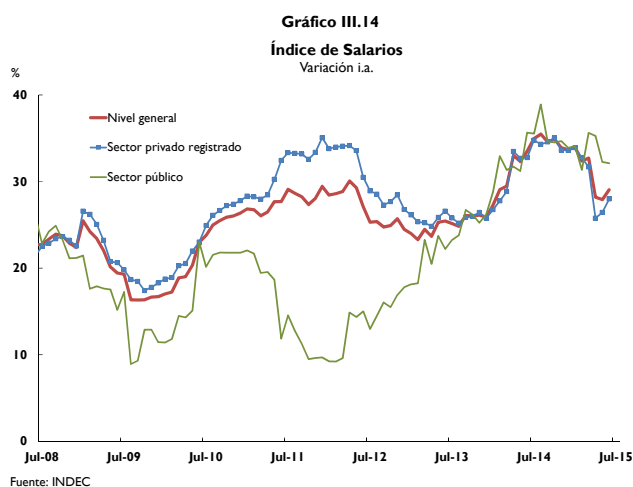


En lo que hace al comercio, los indicadores disponibles al segundo semestre señalan un mejor desempeño. Por un lado se observó una reversión de las caídas en las cantidades compradas al exterior de bienes de consumo y en la comercialización de vehículos, tanto nacionales como importados (ver Gráfico III.12). Por su parte, las ventas en comercios minoristas relevadas por la Confederación Argentina de la Mediana Empresa (CAME) dieron cuenta de un aumento en el período julio-agosto. Además, se registró una aceleración del ritmo de crecimiento en la facturación en los supermercados y en centros de compras. En 2015 las firmas vinculadas a la actividad comercial mantuvieron prácticamente sin cambios el valor estimado de su ratio de endeudamiento medido en términos del producto en 2015, totalizando 19,6% (con un crecimiento de 0,5 p.p. en términos interanuales) (ver Gráfico III.11). Este comportamiento, en el margen, estuvo principalmente asociado al financiamiento tomado localmente.



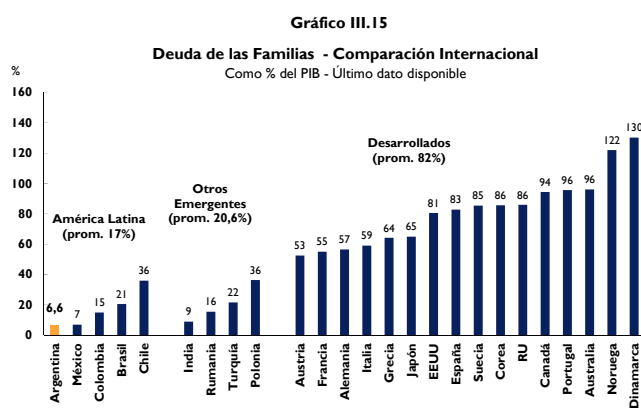
La construcción fue otro sector destacado por su expansión en la primera mitad de 2015, con un avance de 7,4% i.a. Según el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC), las obras más dinámicas fueron las vinculadas a infraestructura y viviendas (ver Gráfico III.13). El resto de las construcciones también acompañaron la dinámica alcista que caracterizó al sector en el semestre. Al inicio de la segunda parte del año se acentuaban estas tendencias, pero con una merma en las construcciones petroleras. El ratio entre la deuda estimada y el producto de las empresas de la construcción siguió disminuyendo en los primeros meses de 2015, hasta 10,4% (con caídas de 0,9 en el año y 1,6% en términos interanuales) (ver Gráfico III.11). Así, este sector productivo sigue siendo uno de los que menores niveles de endeudamiento presenta.

### III.3 Familias



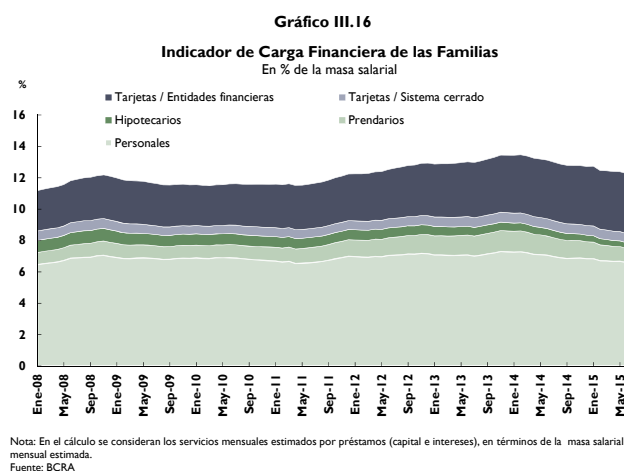
Las condiciones laborales se mantuvieron relativamente estables a lo largo del primer semestre de 2015. Según la Encuesta Permanente de Hogares la tasa de desempleo<sup>34</sup> alcanzó en el segundo trimestre de 2015 al 6,6% de la Población Económicamente Activa, 0,9 p.p. por debajo del registro correspondiente a igual período del año anterior. La participación laboral se retrajo en tanto que la tasa de empleo aumentó levemente. En relación a la calidad del empleo también se observaron avances, al reducirse tanto la tasa de subocupación como la de informalidad.

Los ingresos salariales permanecieron en alza. El Índice de Salarios del INDEC marcó una mejora de las remuneraciones promedio de la economía del orden de 30% i.a. en junio, en un contexto de desaceleración del aumento de los precios (ver Gráfico III.14). Cabe considerar que hacia fines del primer semestre se comenzaron a aplicar las actualizaciones y recomposiciones acordadas en las paritarias, por el retraso en relación al año pasado del cierre de los acuerdos salariales, impacto que continuará en los próximos meses.



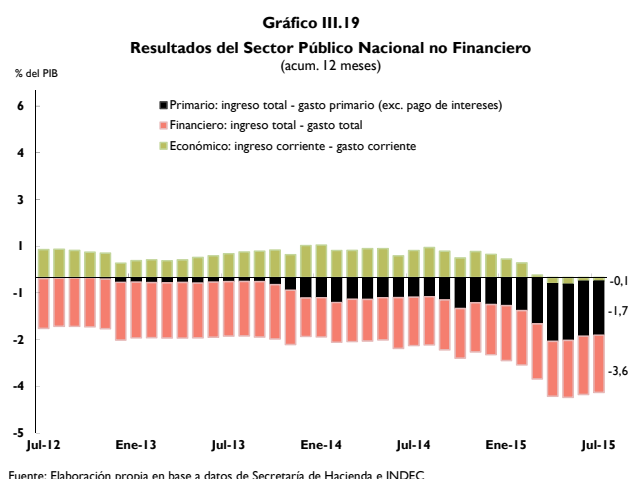
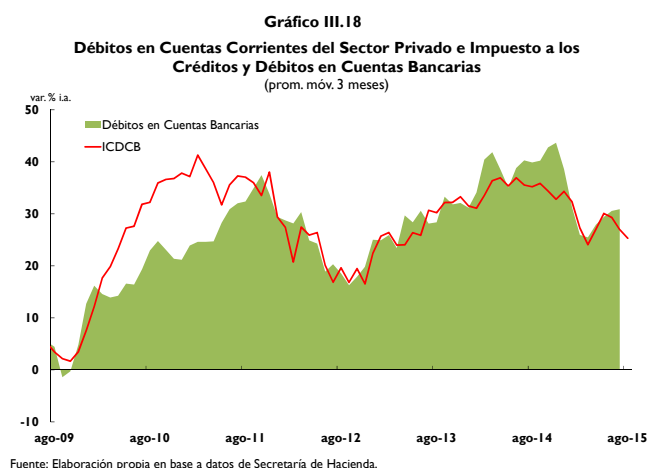
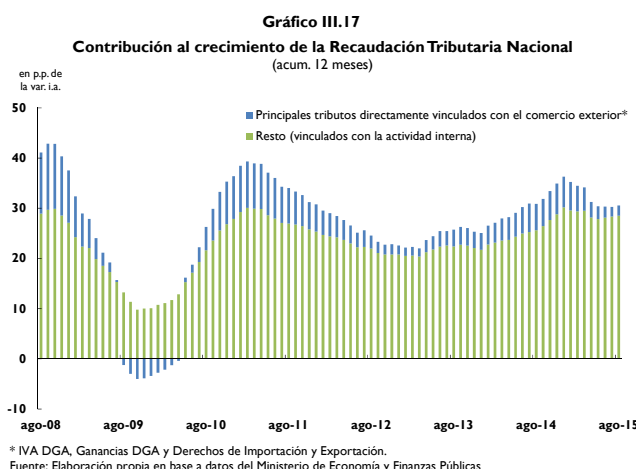
Los ingresos de las familias se vieron reforzados nuevamente por la continuidad y profundización de las políticas públicas tendientes a apuntalar a los sectores de menores recursos y estimular la demanda agregada. Entre las principales medidas implementadas en lo transcurrido del año se destacan la incorporación al sistema de seguridad social nacional de cerca de 500 mil beneficiarios y la actualización de los haberes previsionales, en el marco de la Ley de Movilidad Previsional (18,26% en marzo de 2015 y 12,49% en septiembre); la suba de las asignaciones familiares —que incluye la asignación universal por hijo— de 30% a partir de junio de 2015; el aumento el Salario Mínimo, Vital y Móvil y la suba de 50% en los montos y la extensión del número de asistidos del Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina (PROGRESAR).

Nota 1: Último dato disponible de cada país.  
Nota 2: En el caso de la Argentina, se incluye la deuda bancaria, los fiduciosos financieros que tienen como activos subyacentes créditos para consumo (tarjetas y personales) y con garantía real (hipotecarios y prendarios) y, el saldo de préstamos de las tarjetas de crédito no bancarias.  
Fuente: FMI, McKinsey Global Institute (año 2015), Reportes de Estabilidad Financiera y BCRA



La expansión observada en los ingresos nominales de los hogares durante los últimos meses siguió superando el crecimiento de la deuda tomada por este sector, dando lugar a que se sostenga una gradual caída en su ratio de endeudamiento agregado. Así, la deuda sectorial estimada para las familias se ubicó en 19,3% de los ingresos a mediados de 2015, con una disminución de 0,9 p.p. en lo que va del año (ver Gráfico III.2). Esta reducción es levemente menor a la observada en el semestre inmediato anterior, como resultado del contexto de recomposición en el dinamismo del crédito a las familias que se está ve-

<sup>34</sup> En los 31 aglomerados urbanos relevados.



rificando en el margen (ver Capítulo IV). El ratio de endeudamiento de los hogares a nivel agregado en términos del PIB sigue ubicándose por debajo de los valores registrados a nivel internacional (ver Gráfico III.15). En este contexto, se mantuvo acotada la carga promedio sectorial de los servicios de la deuda, estimándose en 12,3% de la masa salarial a fines del primer semestre del año<sup>35</sup>, casi 0,5 p.p. menos que a fines de 2014 (ver Gráfico III.16), situación que contribuye a brindar solidez a la posición financiera de este sector.

### III.4 Sector público

La recaudación tributaria nacional moderó su ritmo de expansión en el primer semestre de 2015 (31% interanual —i.a.—), observándose un mayor dinamismo entre julio y agosto (35% i.a.). El desempeño en el primer tramo del año se explicó, en gran medida, por la fuerte desaceleración registrada en el conjunto de los tributos ligados al comercio exterior, los cuales se vieron afectados por la menor tasa de variación del tipo de cambio y por la caída del comercio, siendo esta última principalmente influida por la reducción los precios internacionales de las materias primas.

Así, la recaudación tributaria nacional siguió creciendo a un ritmo elevado mayormente debido a la evolución de los tributos vinculados con la actividad económica interna (ver Gráfico III.17). Además del impuesto a las ganancias, el impuesto al valor agregado y los recursos de la seguridad social, el impuesto a los créditos y débitos en cuentas bancarias mostró un repunte en el transcurso del primer semestre, en línea con la evolución registrada por el volumen de los débitos en las cuentas corrientes del sector privado —aunque se desaceleró levemente durante los últimos meses— (ver Gráfico III.18).

En este marco, los ingresos totales del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) aumentaron 29% i.a. entre enero y junio de 2015<sup>36</sup>, ritmo de expansión inferior al de todo 2014 (43% i.a.) —destacándose que en julio recuperaron un nuevo impulso al subir 38% i.a.—. El incremento del gasto primario del SPNF se ubicó en 39% i.a. durante la primera mitad del año —por encima del alza de los ingresos—, desempeño que se mantuvo a inicios de la segunda parte de 2015. Las erogaciones primarias fueron impulsadas por las prestaciones previsionales, las transferencias corrientes al sector privado y el gasto de capital. Los rubros asociados al sostenimien-

<sup>35</sup> En el cálculo se consideran los servicios mensuales estimados por préstamos (capital e intereses), en términos de la masa salarial mensual estimada. Ver Apartado N°3 del BEF II-14 para un mayor detalle sobre la metodología de este indicador.

<sup>36</sup> Durante el primer semestre del año, entre los ingresos no tributarios se destacó que el BCRA transfirió al Tesoro Nacional (TN) utilidades correspondientes al ejercicio 2014 por \$25.000 millones, mientras que las rentas de la propiedad de la Administración Nacional de la Seguridad Social sumaron alrededor de \$24.000 millones e ingresaron unos \$7.500 millones asociados a la licitación del espectro radioeléctrico para bandas 3G y 4G.

to de las tarifas en el sector energético desaceleraron su tasa de crecimiento tras la caída del precio internacional del petróleo<sup>37</sup>.

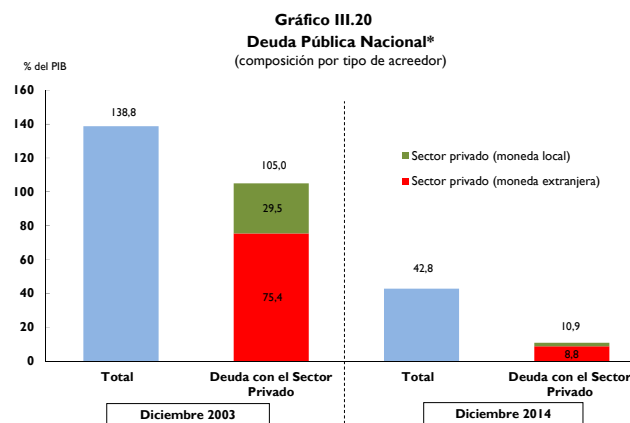
Como consecuencia de la trayectoria de los ingresos y de los gastos en los últimos doce meses a julio de 2015, los resultados primario y financiero del SPNF representaron aproximadamente -1,7% y -3,6% del PIB, respectivamente (ver Gráfico III.19).

El Tesoro Nacional (TN) continuó cubriendo sus necesidades financieras a partir de fuentes intra sector público. Entre enero y junio el financiamiento neto a partir de Adelantos Transitorios (AT) del BCRA al TN totalizó \$20.900 millones, al tiempo que en lo que va del segundo semestre del año se adicionaron \$20.000 millones por este concepto. Además, durante los primeros seis meses del año se integró el Fondo de Desendeudamiento Argentino (FONDEA) con reservas internacionales de libre disponibilidad por US\$1.955 millones, destinadas a la atención de servicios de deuda pública con acreedores privados. El TN también continuó obteniendo financiamiento neto de otras agencias del sector público no financiero así como del Banco de la Nación Argentina.

Durante el transcurso del año el Gobierno continuó licitando bonos en el mercado local. La mayoría del financiamiento se obtuvo a partir colocaciones en moneda nacional, correspondiendo el resto a instrumentos denominados en dólares de los cuales una parte se suscribió y pagará en pesos (ver Apartado 1).

La deuda pública nacional sumó US\$221.748 millones a diciembre de 2014 (42,8% del PIB). La deuda en mano de acreedores privados —considerada de mayor riesgo de refinanciación— ascendió a 10,9% del producto en igual período, de la cual sólo 8,8 p.p. correspondían a obligaciones denominadas en moneda extranjera (ver Gráfico III. 20).

En cuanto a la situación fiscal de las provincias, los recursos de origen nacional totales transferidos a los distritos subnacionales —coparticipación federal de impuestos, leyes especiales y otros, así como las transferencias presupuestarias— aumentaron 39% i.a. en la primera mitad del año, sosteniendo un elevado crecimiento al inicio del segundo semestre. Por su parte, los recursos tributarios propios de los distritos subnacionales crecieron 32% i.a. Además de los ingresos corrientes y de capital, algunos gobiernos subnacionales financiaron sus gastos a partir de colocaciones de deuda en dólares o ajustada por la cotización de la moneda estadounidense (*dollar-linked*) en los mer-



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

<sup>37</sup> Para mayor información ver Informe Macroeconómico y de Política Monetaria de agosto de 2015.

cados financieros. A las dos operaciones realizadas en el primer bimestre de 2015 por la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, se sumaron otras tres llevadas a cabo por la provincia de Chubut y la provincia de Buenos Aires.



## IV. Sector Financiero

### Síntesis

En los primeros seis meses de 2015 la actividad de intermediación del sistema financiero con las empresas y familias mostró una aceleración en su ritmo de crecimiento. El crédito total al sector privado aumentó nominalmente 29,5% a. —anualizado— (28,3% i.a.), más que duplicando la variación observada en igual período de 2014. El mayor ritmo de crecimiento semestral del crédito total a ese sector se reflejó en un incremento en la participación del financiamiento en el activo del conjunto de bancos, hasta 48% del total.

El aumento de los préstamos totales al sector privado en la primera parte de 2015 fue explicado principalmente por las financiaciones a las empresas, las cuales crecieron 28,4% en términos nominales (25,4% i.a.), por encima del valor observado en el mismo lapso del año anterior. El desempeño que han venido mostrando los créditos al sector productivo en los últimos meses, especialmente aquellos destinados a las firmas de menor tamaño, ha sido en parte canalizado a través de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP). Se estima que durante el primer semestre de 2015 se acordaron créditos por medio de esta herramienta por aproximadamente \$32.000 millones, de los cuales 87% correspondió a líneas orientadas a las MiPyMEs.

En la primera parte de 2015 las financiaciones a las familias acumularon un crecimiento nominal de 27,6% (31,1% i.a.), superando el ritmo de aumento de igual período de años anteriores. Las líneas al consumo verificaron el mayor dinamismo relativo en el período, evolución influida en parte por el esquema de regulación de las tasas de interés para estas líneas y por el programa “AHORA 12.”

Los depósitos totales del sector privado se incrementaron 48,4% en los primeros seis meses del año (38,3%

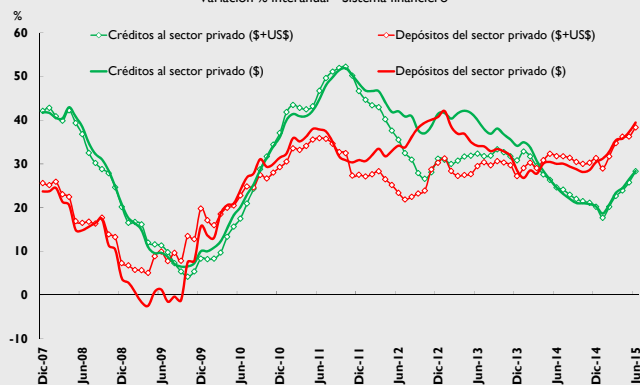
i.a.), 14,7 p.p. más que el valor observado un año atrás. En el marco del esquema de tasas mínimas de interés, este desempeño fue conducido principalmente por las colocaciones a plazo en moneda nacional, las cuales verificaron un crecimiento de 72,1% en el período. Como resultado del aumento semestral de los depósitos totales de las empresas y familias, y de la reducción de las colocaciones del sector público, los depósitos totales —moneda nacional y extranjera—, aumentaron 28,9% en este lapso (33,7% i.a.).

En el primer semestre de 2015 el patrimonio neto del sistema financiero se incrementó 31% i.a., impulsado fundamentalmente por las ganancias contables, que alcanzaron un nivel equivalente a 3,7% del activo. El nivel de apalancamiento del conjunto de las entidades se mantuvo estable en comparación al mismo semestre del año pasado. En junio de 2015 la integración de capital regulatorio se ubicó en 14,5% de los activos ponderados por riesgo totales, mientras que el capital Nivel 1 representó 13,6% de los APR. El exceso de integración de capital para el sistema financiero representó 90% de la exigencia normativa en el mes. Todos los grupos de bancos presentaron una posición de capital mayor al requisito mínimo regulatorio.

La cartera administrada por los inversores institucionales siguió creciendo en el primer semestre de 2015, evidenciando una suba de 36% i.a. en términos agregados y aumentando su tamaño en términos del PIB (nivel de 17,6%). Se destaca que tanto para la cartera de ANSES-FGS como para compañías de seguros, el incremento interanual estuvo liderado por los rubros de títulos públicos, proyectos productivos y de infraestructura y acciones.

Gráfico IV.1

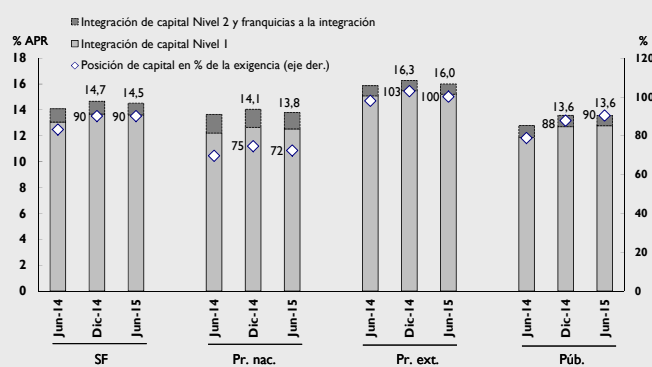
Intermediación Financiera  
Variación % interanual - Sistema financiero



Fuente: BCRA

Gráfico IV.2

Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición)



Integración de capital Nivel 1: Patrimonio neto básico  
Integración de capital Nivel 2: Patrimonio neto complementario  
Fuente: BCRA



## IV.1 Entidades financieras<sup>38</sup>

### IV.1.1 Actividad de intermediación

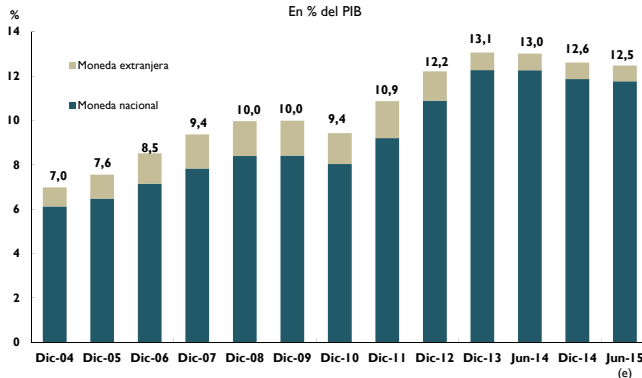
Tabla IV.1  
Situación Patrimonial  
Sistema financiero

	En % del activo neteado						Variación del saldo	
	Jun-14	Dic-14	Jun-15	Variación en p.p.		I Sem-15 (a.)	Últimos 12 meses (%)	
				I Sem-15	i.a.			
<b>Activo</b>	100	100	100					
Activos líquidos	18	20	17	-2,6	-1,3	-5,6	22,2	
Titulos del BCRA	14	15	17	2,1	2,7	65,7	57,5	
Crédito total al sector público	10	9	10	0,5	0,3	40,5	35,7	
Crédito total al sector privado	49	47	48	0,7	-1,2	29,5	28,3	
Otros activos	9	9	8	-0,7	-0,5	6,3	24,3	
<b>Pasivo + Patrimonio neto</b>	100	100	100					
Depósitos del sector público	18	20	16	-3,9	-1,7	-18,6	18,8	
Depósitos del sector privado	57	55	60	4,8	2,9	48,4	38,3	
ON, OS y Líneas del exterior	3	3	3	0,1	-0,1	36,3	25,9	
Otros pasivos	10	10	9	-1,2	-1,0	-1,4	18,4	
Patrimonio neto	12	12	12	0,2	-0,1	29,5	31,0	

Fuente: BCRA

En el primer semestre de 2015 la actividad de intermediación del sistema financiero con el sector privado mostró una aceleración en su ritmo de crecimiento. Tanto las financiaciones como los depósitos totales (incluyendo moneda nacional y extranjera) de las empresas y de las familias renovaron su dinamismo en este lapso, con incrementos nominales que se ubicaron en 29,5%a. —anualizado— y 48,4%a. respectivamente, por encima de los valores observados a fines del año pasado. Así, en términos interanuales se alcanzaron expansiones de 28,3% en los créditos y de 38,3% en los depósitos del sector privado (ver Gráfico IV.1).

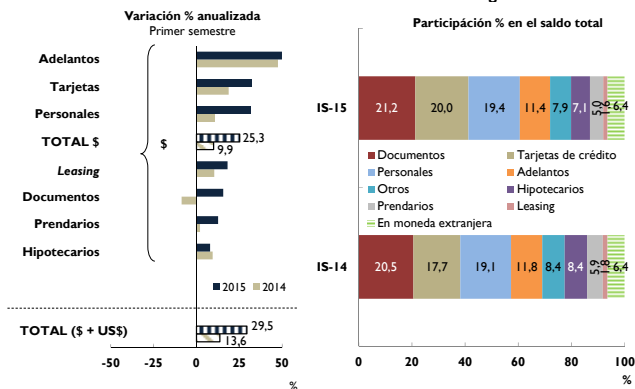
Gráfico IV.3  
Crédito al Sector Privado  
En % del PIB



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

El activo neteado<sup>39</sup> del conjunto de entidades financieras aumentó 25,8%a. en el acumulado a junio de 2015 (31,6% i.a. —interanual—), superando en 1,4 p.p. al nivel registrado en el mismo período del año anterior. La mejora en el ritmo de expansión del crédito total al sector privado en la primera parte de 2015 se reflejó en un incremento de la participación del financiamiento bancario en el activo del sistema financiero agregado, alcanzando a representar 48% del activo neteado en junio, levemente por debajo del valor de un año atrás (ver Tabla IV.1). Por su parte, en los primeros seis meses de 2015 las tenencias de instrumentos de regulación monetaria del BCRA (no relacionadas con pases) también ganaron relevancia en el activo del conjunto de entidades financieras, hasta ponderar 17%, 2,1 p.p. más que al cierre de 2014. Los activos de mayor liquidez<sup>40</sup> redujeron su importancia relativa en el activo total. Por el lado del pasivo, se destacó el aumento de los depósitos del sector privado en el fondeo total, creciendo 4,8 p.p. con respecto a diciembre de 2014, hasta explicar 60% del total.

Gráfico IV.4  
Crédito al Sector Privado en Moneda de Origen



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

En el cierre del primer semestre el ratio de crédito total —incluyendo moneda nacional y extranjera— al sector privado respecto del producto interno bruto alcanzó 12,5%<sup>41</sup> (ver Gráfico IV.3), principalmente por el desempeño de los préstamos en pesos. Este nivel se ubicó ligeramente por debajo del valor observado a fines del año anterior, si bien lleva acumulado un incremento de 2,5 p.p. desde 2009.

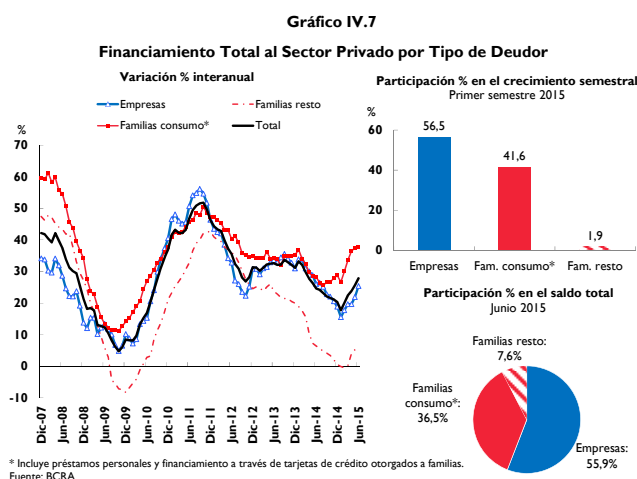
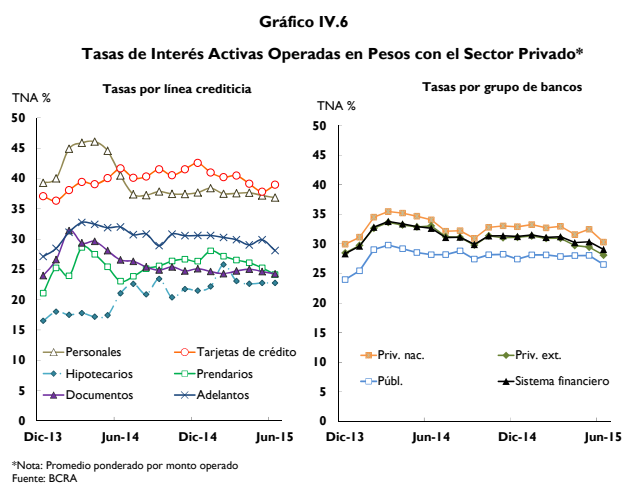
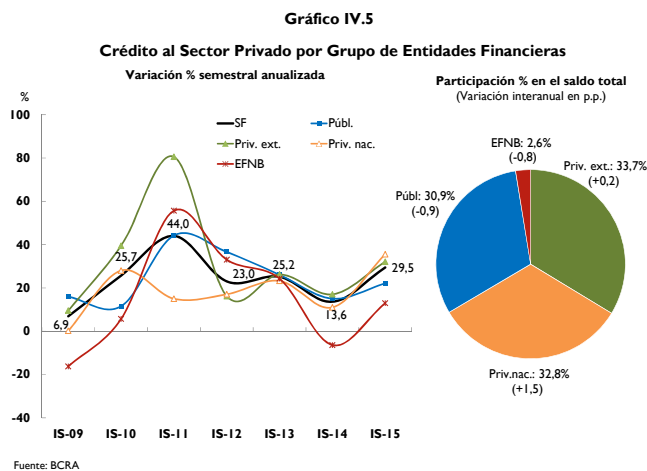
En los primeros seis meses del año las financiaciones en pesos canalizadas al sector privado se incrementaron en

<sup>38</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>39</sup> El activo se presenta neto de las duplicaciones contables por operaciones de pase, a término y al contado a liquidar.

<sup>40</sup> Definido como la suma de la integración de liquidez en BCRA, otras disponibilidades, saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA utilizando LEBAC y NOBAC, Tenencia de LEBAC y NOBAC.

<sup>41</sup> Datos estimados a partir de la nueva serie PIB con base 2004. Se considera el saldo promedio anual del financiamiento bancario al sector privado y el promedio de cuatro trimestres del producto.



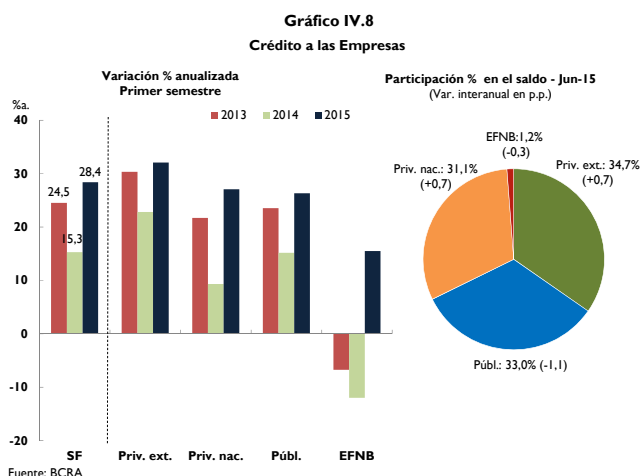
términos nominales 25,3%a. (28,4%i.a.), 15,4 p.p. por encima de la variación registrada a mediados de 2014, y explicaron más de 82% del aumento semestral del crédito total a empresa y familias (ver Gráfico IV.4). A diferencia de lo observado un año atrás, todas las líneas en pesos mejoraron su ritmo de crecimiento semestral, siendo los adelantos y las líneas al consumo —tarjetas y personales— los que verificaron el mayor incremento relativo en el período. Cabe mencionar que el comportamiento de las financiaciones al sector privado en el período recogió el efecto de las diferentes medidas impulsadas por el BCRA y por el Gobierno Nacional tendientes a incrementar el crédito tanto a empresas como a familias.

El incremento nominal del saldo total del crédito total a empresas y familias durante la primera parte de 2015 resultó generalizado entre los grupos de entidades financieras (ver Gráfico IV.5). Se destacó el crecimiento semestral de los préstamos otorgados por la banca privada nacional y extranjera, las cuales respectivamente crecieron 35,6%a. y 32,1%a. en junio, ganando participación en el saldo total de financiaciones totales al sector privado.

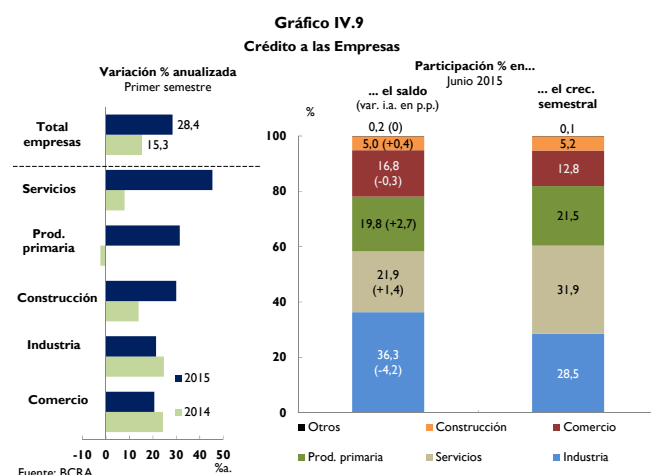
En la primera parte del año las tasas de interés activas de las financiaciones otorgadas en moneda nacional mostraron leves reducciones en la mayoría de las líneas de crédito y en la totalidad de los grupos de entidades financieras (ver Gráfico IV.6). Entre los préstamos comerciales, la caída más significativa se registró en los adelantos, en tanto que entre los créditos canalizados al consumo se destacó la reducción de las tasas aplicadas a tarjetas de crédito.

El crecimiento de los préstamos totales al sector privado en los primeros seis meses del año fue conducido mayormente por las financiaciones a empresas<sup>42</sup>, las cuales explicaron 56,5% del aumento semestral del saldo total de crédito al sector privado (ver Gráfico IV.7). En la primera parte de 2015 el financiamiento bancario al sector productivo aumentó a un ritmo de 28,4%a. en términos nominales (25,4% i.a.), 13,1 p.p. por encima del valor observado el mismo lapso del año anterior (ver Gráfico IV.8). La banca privada (extranjera y nacional) presentó el mayor aporte al crecimiento semestral del crédito total a las firmas, en un marco en el que todos los grupos de entidades financieras incrementaron su financiamiento bancario a este sector en el período.

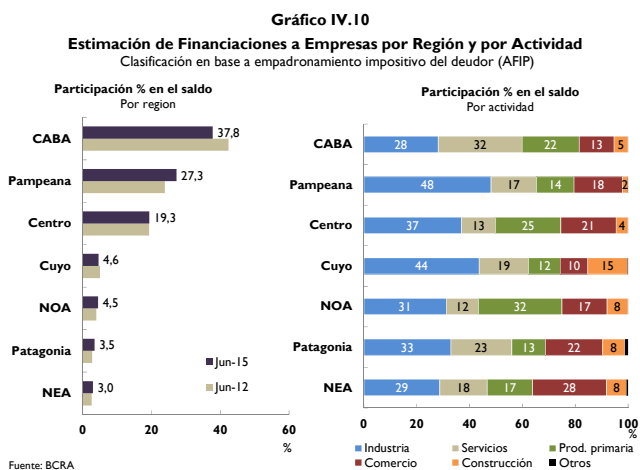
<sup>42</sup> Las financiaciones a empresas se definen aquí como aquellas otorgadas a personas jurídicas y el financiamiento comercial otorgado a personas físicas. Por su parte, se considera préstamos a familias a aquellos otorgados a personas físicas, excepto que tengan destino comercial.



En el primer semestre de 2015 el aumento en el ritmo de crecimiento nominal del crédito a las empresas, respecto al mismo período del año anterior, se evidenció en la mayoría de los sectores productivos (ver Gráfico IV.9). En particular, los préstamos canalizados a las firmas prestadoras de servicios, a la producción primaria y a la construcción presentaron el mayor crecimiento semestral relativo —con incrementos de 45,4%a., 31,4%a. y 30%a. en junio respectivamente—, aumentando su participación en el saldo de financiamiento total a las empresas. Si bien con cierta caída en el margen, se estima que la industria siguió siendo la actividad con mayor importancia relativa en el saldo total de préstamos a las firmas en la mayoría de las regiones del país—con excepción de CABA y NOA— (ver Gráfico IV.10).



Cabe señalar que el desempeño que se viene reflejando en las financiaciones a las empresas —especialmente aquel canalizado a las más pequeñas—, está siendo en parte explicado por el desarrollo de la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP) (ver Apartado 2 para una descripción más detallada sobre los avances de la LCIP). Desde el comienzo de la LCIP se evidenciaron graduales mejoras en las condiciones de financiamiento a las PyMEs. En los últimos trimestres los créditos de más largo plazo —tres años y más— otorgados a este segmento de empresas aumentaron su importancia relativa el monto total otorgado, hasta representar 11,4% en el segundo trimestre de 2015, más que duplicando el valor registrado al mismo período de 2012 (ver Gráfico IV.11).



Los créditos a las familias acumularon un incremento de 27,6%a. (31,1% i.a.) en el primer semestre de 2015, superando el ritmo de aumento de igual período de años anteriores. Las líneas al consumo (tarjetas y personales) verificaron el mayor crecimiento relativo en el período, destacándose las financiaciones mediante tarjetas, las cuales se incrementaron 38,7%a. y explicaron más de la mitad del aumento semestral de los préstamos totales a las familias (ver Gráfico IV.12). La expansión semestral de los créditos bancarios a los hogares fue impulsada mayormente por la banca privada nacional y la extranjera, con incrementos que explicaron conjuntamente más del 80% del crecimiento de las financiaciones a este segmento. La evolución de las financiaciones a las familias fue en parte impulsada por diversas medidas oficiales como el programa “AHORA 12”, destinado a promover la compra de bienes y servicios por medio de tarjetas de crédito en doce cuotas sin interés. Complementariamente, a lo largo de 2015 continuó en vigencia la normativa que establece límites máximos fijados por el BCRA sobre las tasas de interés para los préstamos personales y prendarios para los individuos.

## Apartado 2 / Avances en la Implementación de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva

El buen desempeño que han venido mostrando las financiaciones a las empresas en los últimos meses, especialmente aquellas canalizadas a las firmas de menor tamaño, ha sido en parte impulsado por la Línea de Créditos para la Inversión Productiva (LCIP) implementada por el BCRA. Esta herramienta contribuye a orientar un mayor fondeo hacia las empresas que enfrentan dificultades para obtener financiamiento a mediano y largo plazo, restricción que experimentan particularmente las MiPyMEs. En el marco de la ampliación del mandato contenido en su Carta Orgánica, el BCRA viene ejecutando una política crediticia que, junto con otras medidas, se orienta a fortalecer la capacidad productiva de la economía

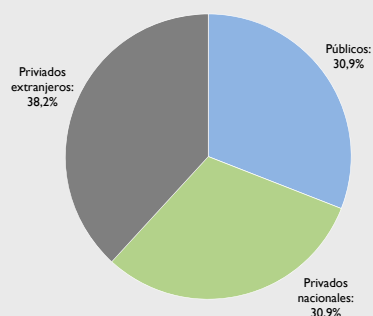
A partir de las experiencias recogidas tras la implementación de la LCIP entre 2012 y 2014<sup>43</sup>, el BCRA decidió incorporar mejoras de diseño al lanzar las nuevas etapas de esta línea correspondientes al primer y segundo semestres de 2015. A lo largo de este año se introdujo un mecanismo orientado a privilegiar el financiamiento a empresas de menor tamaño y a promover la regionalización del crédito, estimulando el financiamiento bancario en zonas con menor desarrollo económico. Para profundizar la promoción del crédito a las pequeñas y medianas empresas, a fines de abril de 2015 el BCRA aprobó un conjunto de medidas que ampliaron las posibilidades de instrumentación de la LCIP<sup>44</sup>. Se dispuso que las entidades financieras alcanzadas puedan aplicar una proporción de este cupo a: (i) descuento de certificados de obra pública y de facturas conformadas por las MiPyMEs; (ii) desembolsos en concepto de prefinanciación local de exportaciones a empresas que no sean grandes exportadoras, en la medida que estén fondeados con líneas de crédito del exterior, nuevos préstamos externos u obligaciones negociables colocadas en el exterior; (iii) nuevas financiaciones para la importación de insumos y/o bienes de capital que estén fondeadas con líneas de crédito de bancos del exterior.

Con información disponible a fin de Agosto de 2015<sup>45</sup>, se estima que en el primer semestre de 2015 se canalizaron nuevos créditos en el marco de la LCIP por aproximadamente \$32.000 millones, de los cuales un 87% correspondió a líneas orientadas a las MiPyMEs<sup>46</sup> (de

las cuales 23 p.p. se asocian al descuento de cheques de pago diferido de MiPyMEs) y un 13% a otros fines normativamente habilitados<sup>47</sup>. De esta manera, se estima que desde mediados de 2012 y hasta junio de 2015 mediante la LCIP se llevan acordadas en términos brutos financiaciones por poco más de \$137.000 millones<sup>48</sup>.

Considerando exclusivamente las financiaciones acordadas con las MiPyMEs —préstamos bancarios y descuento de documentos— se puede observar que los bancos privados extranjeros otorgaron 38,2% del total de financiaciones de la LCIP del primer semestre de 2015<sup>49</sup>, seguidos en partes iguales por los bancos públicos y los privados nacionales (ver Gráfico A.2.1).

Gráfico A.2.1  
Montos Acordados a MiPyMEs por Grupo de Entidades Financieras  
Primer semestre de 2015\*



\*Nota: Información parcial a julio de 2015, sujeta a modificaciones. Se incluyen préstamos a MiPyMEs y descuento de cheques de pago diferido de este tipo de empresas. Del monto total acordado se extrae el efecto de los coeficientes que se aplican por tamaño y ubicación geográfica de la empresa. Fuente: BCRA.

Además, estas líneas fueron mayoritariamente instrumentadas mediante documentos a sola firma (más de 26,3% del total acumulado en el mencionado período),

el importe acordado por los coeficientes determinados según tamaño y localización del prestatario (ver Texto Ordenado “Línea de Crédito para la Inversión Productiva”). La suma de los importes a imputar es el dato que proveen las entidades al respectivo Régimen Informativo. En este Apartado, siguiendo un criterio económico en lugar de normativo, se busca proveer una estimación para el primer semestre del monto efectivamente acordado de las financiaciones. Para ello se ha procedido a extraer del importe a imputar el efecto de los coeficientes antes mencionados.

<sup>47</sup> Financiaciones hipotecarias para individuos, créditos a empresas no MiPyMEs, entre otros.

<sup>48</sup> Para el caso de la etapa desarrollada en la primera parte de 2015, ver la nota al pie de página 3 de este Apartado.

<sup>49</sup> La norma permite imputar a un determinado período el monto de las financiaciones que fueran acordadas en exceso del mínimo requerido en el período inmediato anterior (denominado “traslado”). En este apartado no se incluye información de traslados entre tramos, es decir, se analiza en función de la información de montos acordados en cada período.

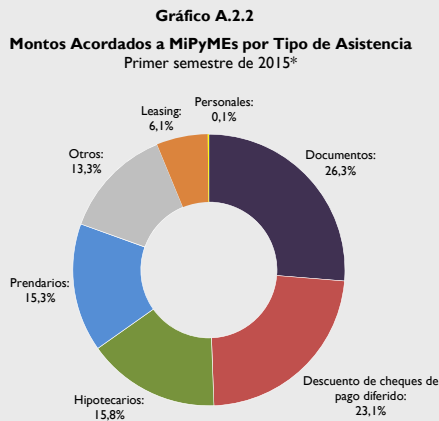
<sup>43</sup> Para un mayor detalle ver Apartado N°4 del Boletín de Estabilidad Financiera del Primer Semestre de 2015.

<sup>44</sup> Comunicación “A” 5747 y comunicación “P” 50556.

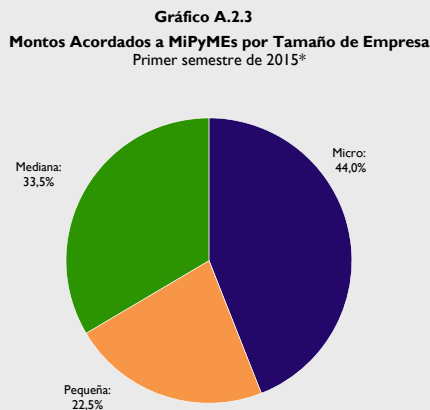
<sup>45</sup> Información sujeta a rectificaciones.

<sup>46</sup> Según la normativa de la LCIP, el importe de las financiaciones a MiPyMEs a imputar para el primer tramo de 2015 surge de multiplicar

el descuento de cheques de pago diferido (23,1%), y en menor medida por las líneas hipotecarias (15,8% del total) y prendarias (15,3%) (ver Gráfico A.2.2).



\*Nota: Información parcial a julio de 2015, sujeta a modificaciones. Se incluyen préstamos a MiPyMEs y descuento de cheques de pago diferido de este tipo de empresas. Del monto total acordado se extrae el efecto de los coeficientes que se aplican por tamaño y ubicación geográfica de la empresa. Fuente: BCRA



\*Nota: Información parcial a julio de 2015, sujeta a modificaciones. Se incluyen préstamos a MiPyMEs y descuento de cheques de pago diferido de este tipo de empresas. Del monto total acordado se extrae el efecto de los coeficientes que se aplican por tamaño y ubicación geográfica de la empresa. Fuente: BCRA

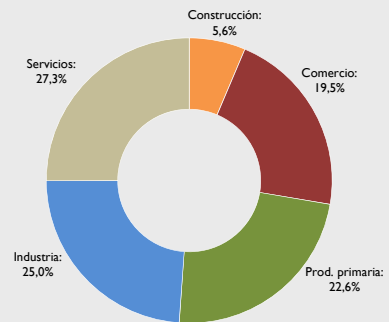
En el contexto de los cambios normativos impulsados a partir de 2015, del total de financiamientos a MiPyMEs otorgadas en el primer semestre del año la mayor parte se canalizó a micro empresas<sup>50</sup> (44% del total), seguidas de las medianas (33,5%) y las pequeñas (22,5%) (ver Gráfico A.2.3). Adicionalmente, los cambios menciona-

<sup>50</sup> A los fines de este Apartado se clasifica a las MiPyMEs en micro, pequeñas y medianas empresas, de acuerdo a los coeficientes aplicables según tamaño económico establecidos en el punto 2.5.4 del Texto Ordenado “Línea de Crédito para la Inversión Productiva”. En particular, si el valor promedio del ratio entre las ventas anuales computables por la empresa —determinado según la Sección 1. de la norma sobre “Determinación de la condición de micro, pequeña y mediana empresa” — y el importe de las ventas anuales computables máximas para el sector de la MiPyME (según el punto 1.1. de esa norma) se ubica entre 0% y hasta 15%, toma un coeficiente de 1,2, correspondiendo a una empresa “micro”; cuando el ratio supera el 15% y hasta el 40%, coeficiente de 1,1, se define como “pequeña” y más de 40% como “grande” (coeficiente de 1).

dos también incentivaron a que más de la mitad de los nuevos créditos sean canalizados a localidades que tienen moderados o escasos niveles de bancarización<sup>51</sup>.

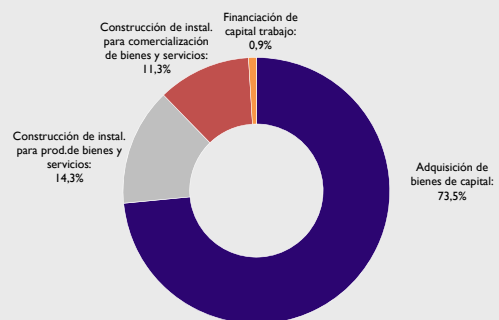
Por su parte, se observa que los préstamos bancarios otorgados en los primeros seis meses del año a las MiPyMEs<sup>52</sup> se destinaron mayoritariamente a empresas de servicios (27,3%), industriales (25%) y a aquellas vinculadas a la producción primaria de bienes (22,6%) (ver Gráfico A.2.4). Casi tres cuartas partes de estos créditos se utilizaron para adquirir bienes de capital que permiten ampliar la producción a nivel local (ver Gráfico A.2.5), seguidos por la construcción de instalaciones para la producción de bienes y servicios, y la realización de edificaciones utilizadas con fines de comercialización.

**Gráfico A.2.4**  
Montos Acordados a MiPyMEs por Tipo de Actividad  
Primer semestre de 2015\*



\*Nota: Información parcial a julio de 2015, sujeta a modificaciones. No se incluyen las financiamientos por descuento de cheques de pago diferido. Del monto total acordado se extrae el efecto de los coeficientes que se aplican por tamaño y ubicación geográfica de la empresa. Fuente: BCRA

**Gráfico A.2.5**  
Destino de los Montos Desembolsados a MiPyMEs  
Primer semestre de 2015\*



\*Nota: Información parcial a julio de 2015, sujeta a modificaciones. No se incluyen las financiamientos por descuento de cheques de pago diferido. Fuente: BCRA

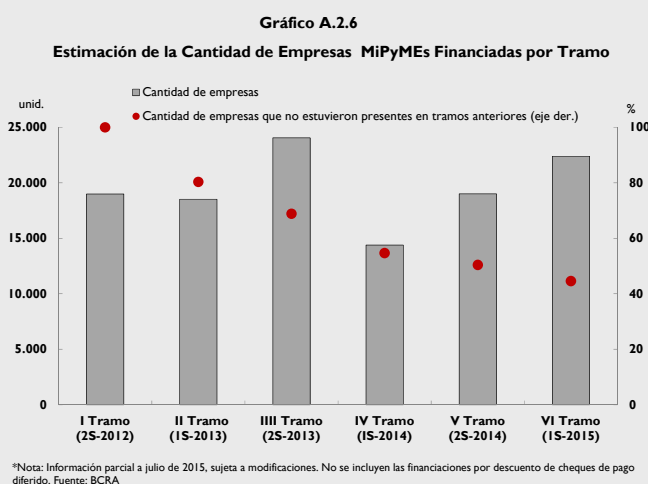
La LCIP sigue fomentando la inclusión de las empresas en el sistema financiero: en el primer semestre de 2015

<sup>51</sup> Ubicaciones geográficas en categorías II a VI (ver Textos Ordenados “Línea de Crédito para la Inversión Productiva”)

<sup>52</sup> No se incluyen en este análisis las financiamientos por descuento de cheques de pago diferido al no poseer información para realizar la mencionada clasificación sectorial.



se habría acordado préstamos bancarios<sup>53</sup> a aproximadamente 22.400 empresas, de las cuales el 45% no había participado en tramos anteriores de la LCIP (ver Gráfico A.2.6). De esta manera, se estima que en los seis tramos hasta ahora finalizados de la LCIP —segundo semestre de 2012 hasta primer semestre de 2015— se financió mediante préstamos bancarios a casi 78.000 firmas con características de MiPyMEs<sup>54</sup>, empresas que se fueron incluyendo paulatinamente al uso de este instrumento en los distintos tramos.



A principios de julio pasado el BCRA renovó la LCIP para la segunda parte del año<sup>55</sup>. En esta nueva etapa las entidades alcanzadas deberán destinar a este tipo de financiamiento un monto equivalente a 7,5% de los depósitos en pesos del sector privado correspondientes al mes de mayo de 2015, 1 p.p. más que la proporción fijada para el primer semestre del año. De esta manera, en esta séptima etapa de la LCIP el monto de recursos bancarios destinados principalmente a MiPyMEs alcanza aproximadamente \$52.000 millones<sup>56</sup>. La tasa de interés a aplicar por las entidades financieras será de hasta 18% nominal anual, como mínimo por los primeros tres años. Además, en el segundo semestre de 2015 se podrá canalizar parte del cupo a créditos para individuos que apliquen esos fondos de manera directa a la adquisición de vivienda única de su grupo familiar mediante la cesión en garantía de los derechos sobre fideicomisos destinados a la construcción de esos inmuebles. Complementariamente se incluye la posibilidad de que

las entidades financieras alcanzadas destinen un porcentaje del cupo al financiamiento de micro emprendedores, ya sea en forma directa o mediante instituciones de microcrédito. Finalmente, a mediados de agosto de 2015 esta Institución decidió incorporar dentro las financiamientos elegibles de la LCIP a los créditos para la compra de maquinaria agrícola, vial e industrial y a los préstamos otorgados a individuos y/o personas jurídicas afectados por catástrofes causadas por factores de la naturaleza<sup>57</sup>.

De esta manera, el BCRA sigue impulsando políticas activas enmarcadas en su nueva Carta Orgánica, que fue promulgada a principios de 2012. Este cambio en el marco normativo amplió notablemente el mandato de esta Institución, incluyendo como objetivos de política la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social, sumándose al tradicional objetivo de estabilidad monetaria, y con ello extendió también las facultades del BCRA para lograrlos. En ese nuevo escenario se implementó la LCIP —instrumento de la política crediticia que se ha ido adaptando a ciertos aspectos de la coyuntura—, que ha permitido brindar alternativas de financiamiento a la inversión en mejores condiciones para las firmas, en especial para MiPyMEs, buscando apuntalar la matriz productiva y el empleo de la economía.

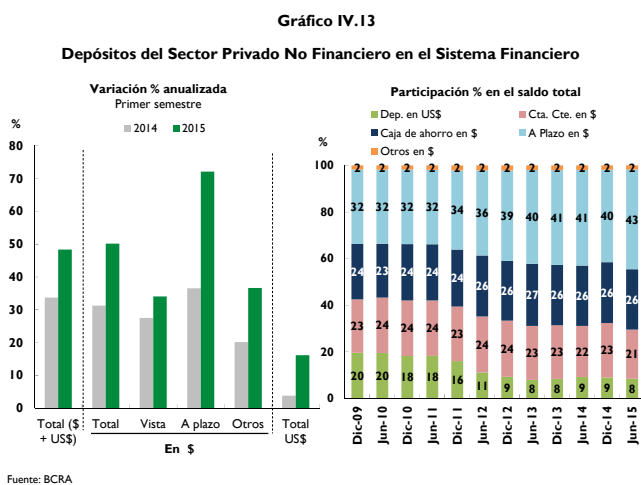
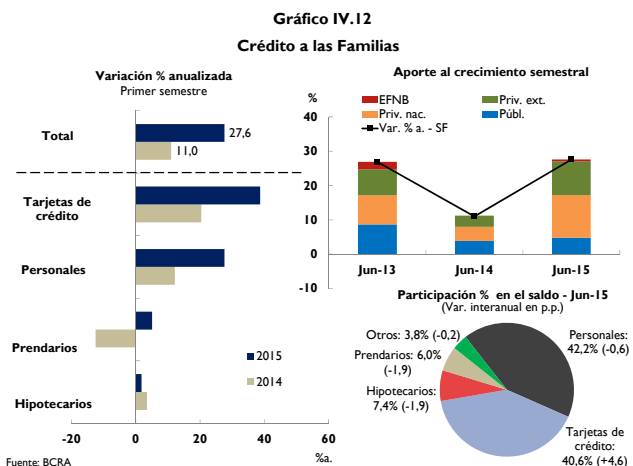
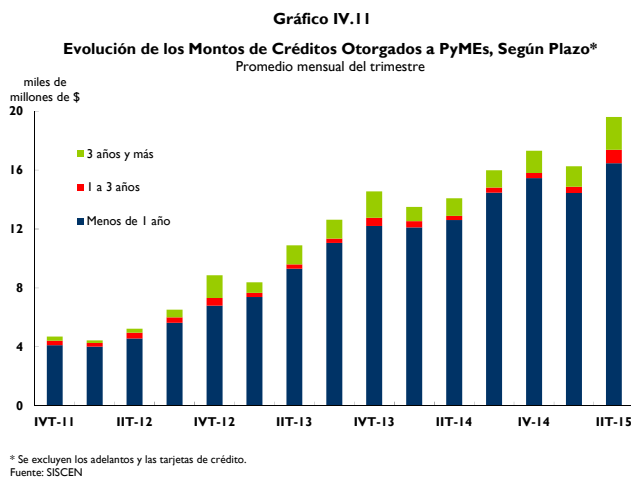
<sup>53</sup> No se incluyen en este análisis las financiamientos por descuento de cheques de pago diferido.

<sup>54</sup> Se estima que es una cantidad equivalente a aproximadamente 18% del total de deudores del sector “empresas”, incluyendo en ésta última categoría a todas las personas jurídicas con financiamiento bancario y a aquellos individuos con préstamos para destino comercial.

<sup>55</sup> Comunicación “A” 5771 y Comunicación “P” 50592.

<sup>56</sup> Monto normativo que considera el efecto de los coeficientes correspondientes al financiamiento a MiPyMEs por tamaño de la empresa y región geográfica.

<sup>57</sup> Comunicación “A” 5789.



En el transcurso de 2014 y de 2015 el BCRA continuó impulsando medidas destinadas a profundizar el alcance de la protección a los usuarios de servicios financieros y la mayor transparencia en las prestaciones bancarias. En particular a fines de 2014 esta Institución estableció que las nuevas comisiones y los aumentos en cualquier clase de comisión —incluyendo tanto productos básicos como no básicos— que las entidades financieras deseen implementar deben contar con autorización previa del BCRA<sup>58</sup>. En este marco, en abril de 2015 el BCRA aprobó una nueva metodología para decidir sobre las solicitudes de aumentos de comisiones de servicios y productos financieros por parte de los bancos<sup>59</sup>. A fines de agosto de 2015 se dispuso que las entidades financieras no puedan cobrar cargos o comisiones por la prestación de un servicio cuya comisión se encuentre incluida en otros conceptos ya cobrados por las entidades. Adicionalmente no se podrán cobrar cargos por las operaciones efectuadas por los usuarios por ventanilla en una sucursal diferente a la que está abierta la cuenta, ni por los movimientos de fondos en efectivo en pesos, ni por la recepción de cheques efectuados por cuenta propia o de terceros<sup>60</sup>.

En la primera mitad de 2015 los depósitos en moneda nacional del sector privado acumularon un crecimiento de 50,2%a. (39,5% i.a.), 18,8 p.p. por encima de la variación observada el mismo período de 2014. Este incremento fue liderado principalmente por las colocaciones a plazo, las cuales se expandieron 72,1%a. (44,1% i.a.) y aumentaron en 3 p.p. su participación en el saldo de depósitos totales del sector privado respecto del cierre del año anterior, hasta ponderar 43% en junio (ver Gráfico IV.13). En tanto las cuentas a la vista se incrementaron a un ritmo de 34,1%a. (35,9% i.a.) en el cierre del primer semestre de 2015. Por su parte las colocaciones en moneda extranjera crecieron 16,2%a.<sup>61</sup> (14% i.a.) en la primera mitad del año.

Como resultado del positivo desempeño semestral que registraron las colocaciones en moneda nacional y extranjera del sector privado, los depósitos totales de este segmento verificaron una expansión de 48,4%a. (38,3% i.a.) en los primeros seis meses de 2015, 14,7 p.p. más que el valor correspondiente al mismo período de 2014. Las colocaciones de las empresas y las familias crecieron en todos los grupos de entidades financieras, destacándose el desempeño de la banca pública, la cual explicó 41% del aumento del saldo total de las colocaciones del sector privado en el período.

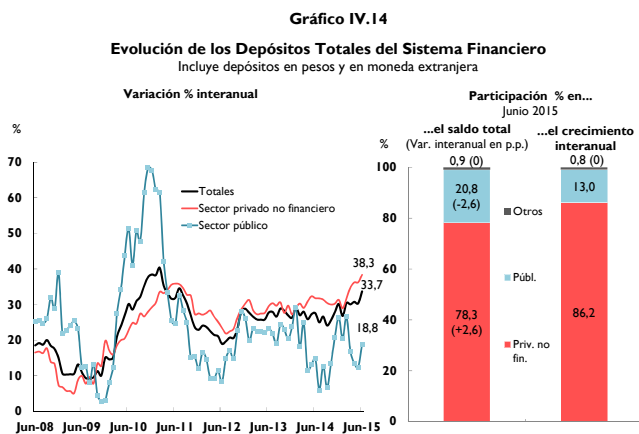
<sup>58</sup> Comunicación "A" 5685.

<sup>59</sup> Comunicado "P" 50546.

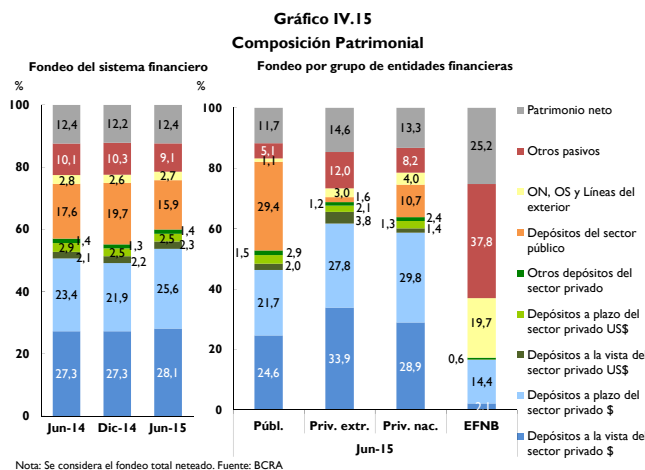
<sup>60</sup> Comunicación "A" 5795.

<sup>61</sup> Considerando variaciones en moneda de origen.





Fuente: BCRA



La mejora observada en el crecimiento de los depósitos del sector privado, en particular, de las cuentas a plazo, está vinculada con una serie de regulaciones implementadas por esta institución con el propósito de estimular el ahorro en pesos: (i) a principios de octubre de 2014 se estableció un nivel mínimo para las tasas de interés de aquellos depósitos a plazo fijo de las personas físicas<sup>62</sup>; (ii) en igual fecha se elevó el importe de la cobertura de garantía de los depósitos, pasando de \$120.000 a \$350.000 por titular<sup>63</sup>; (iii) a principios de 2015 se reforzaron los incentivos normativos para que los bancos suscriban LEBAC en dólares<sup>64</sup>, ajustándose el margen máximo a ser percibido por las entidades financieras que suscriban estas letras y las tasas de interés que ellas pagan por sus depósitos. Más recientemente, a fines de julio de 2015 el BCRA estableció un nuevo piso para las tasas de interés de los plazos fijos y amplió el espectro de los depósitos alcanzados, abarcando las colocaciones de individuos por hasta \$1 millón —antes era hasta \$350 mil— e incluyendo a partir de ese momento a los depósitos de las personas jurídicas<sup>65</sup> hasta igual monto. En particular las tasas de los plazos fijos alcanzados no podrán ser menores a las que surjan del producto entre las “tasas de interés de referencia” —correspondientes a LEBAC a 90 y a 120 días— y un coeficiente que aumenta a medida que se incrementa el plazo del depósito. Por otro lado, con el objetivo de continuar profundizando la estabilidad monetaria y financiera preservando el equilibrio entre los factores de oferta y demanda de dinero, el BCRA dispuso un aumento a partir de fines de julio de 2015 de las tasas a las que opera en las ruedas de pases pasivos (se fijaron en 18% a 1 día y 20% en 7 días) y de pases activos (23% a 1 día, 24% a 7 días y 26% a 60 días).

En los primeros seis meses del año el saldo de los depósitos totales (incluyendo moneda nacional y extranjera) del sector público verificó una reducción de 18,6% a., explicado por la evolución del segmento de cuentas a la vista. Como resultado de esta evolución semestral, las colocaciones del sector público crecieron a un ritmo de 18,8% i.a. en junio, casi 8 p.p. por debajo de la variación registrada a fines de 2014 (ver Gráfico IV.14).

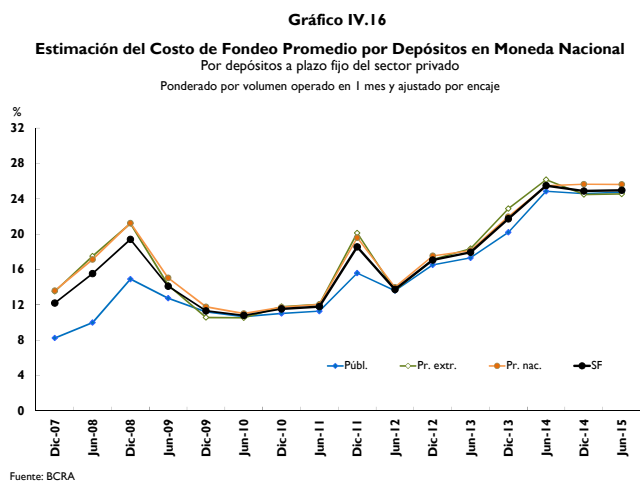
En este contexto los depósitos totales, abarcando tanto los denominados en moneda nacional como extranjera y aquellos del sector privado y público, se incrementaron 28,9% a. (33,7% i.a.) en el semestre, verificando cierta aceleración respecto al registro de la primera parte de 2014. El incremento en los primeros seis meses del año

<sup>62</sup> Comunicación “A” 5640.

<sup>63</sup> Comunicación “A” 5641.

<sup>64</sup> Comunicado “P” 50517 y Comunicación “A” 5711.

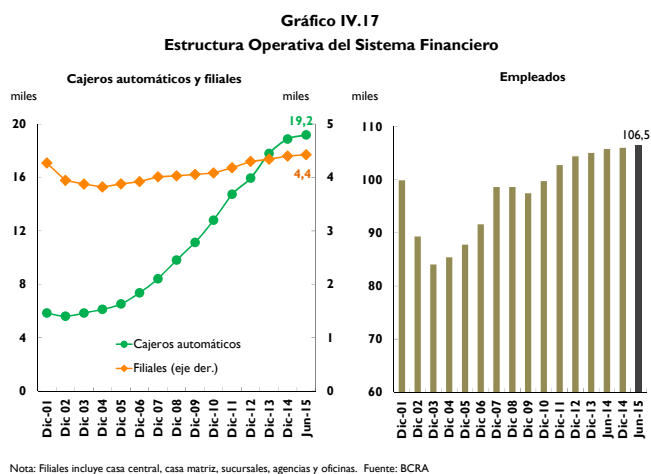
<sup>65</sup> Comunicación “A” 5786.



fue impulsado mayormente por las colocaciones a plazo del sector privado, que más que compensaron la disminución en el saldo de los depósitos del sector público. En consecuencia, las colocaciones del sector privado continuaron ganando participación en el saldo de depósitos totales, hasta ponderar 78,3% del total, 2,6 p.p. por encima del valor de un año atrás.

En términos del fondeo total del sistema financiero — pasivo neteado más patrimonio neto— a mediados de 2015 las depósitos del sector privado representaron 59,9%, aumentando 4,8 p.p. con respecto a fines de 2014 y 2,9 p.p. en comparación con un año atrás (ver Gráfico IV.15). Las colocaciones a plazo en pesos del sector privado verificaron el mayor incremento semestral relativo en el fondeo total, creciendo 3,7 p.p., hasta representar 25,6% del total en el cierre del primer semestre. Las medidas lanzadas por el BCRA tendientes a estimular el ahorro en moneda nacional contribuyeron a explicar el desempeño de las cuentas a plazo de las empresas y familias en el período. Por su parte la participación de las colocaciones del sector público se redujo hasta ponderar 15,9% del fondeo en junio de 2015.

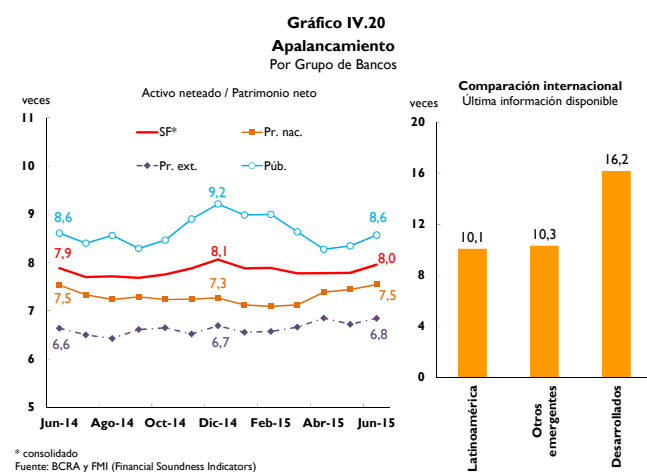
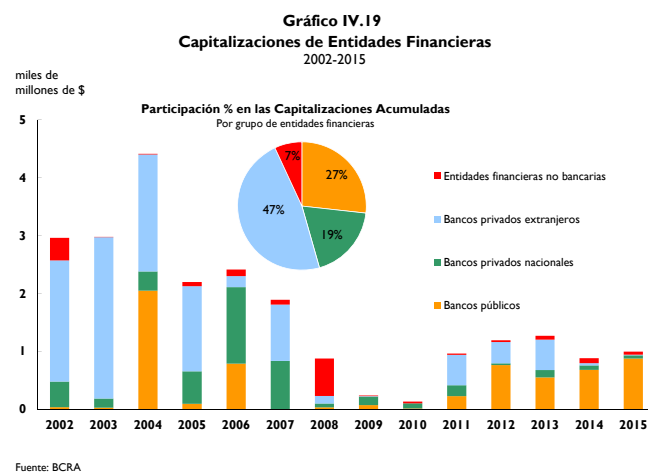
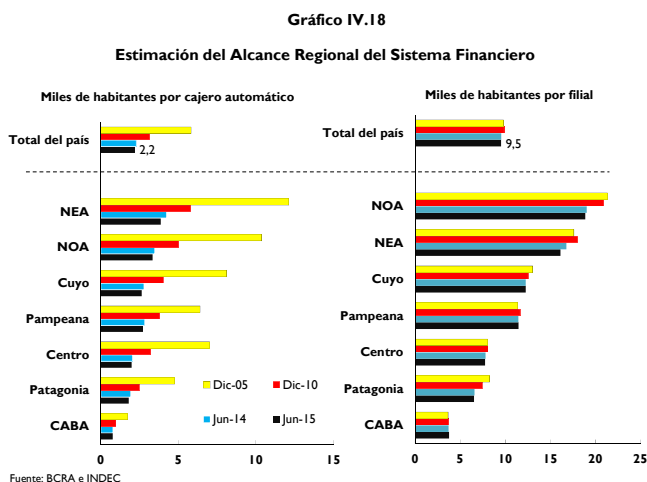
En el primer semestre del año no se registraron cambios de magnitud en el costo del fondeo estimado que enfrenta el agregado del sistema financiero por las operaciones de plazo fijo en moneda nacional del sector privado (ver Gráfico IV.16). El nivel alcanzado por el costo de fondeo de estas colocaciones en junio se ubicó en línea con el valor observado al cierre de 2014 y a mediados del año pasado.



El crecimiento de la intermediación financiera en el primer semestre de 2015 estuvo acompañado de un aumento en el nivel de empleo del sector y en el número de filiales y de cajeros automáticos en las distintas regiones del país. Actualmente, el sistema financiero cuenta con más de 106.500 empleados en todo el país<sup>66</sup>, cifra que creció 0,7% en los últimos doce meses. Por su parte, la cantidad de sucursales bancarias se ubica en 4.427 unidades en el cierre del primer semestre del año, mostrando un incremento de 1,4% i.a.; en tanto que el número de cajeros automáticos y terminales de autoservicios creció 5,1% i.a., hasta alcanzar 19.186 unidades (ver Gráfico IV.17).

En el marco de la política de autorización de apertura de sucursales que viene impulsando el BCRA tendiente a promover la expansión de la infraestructura financiera, en especial en regiones menos bancarizadas del país, en el segundo trimestre de 2015 esta institución aprobó la apertura de 11 filiales en localidades con menor cobertu-

<sup>66</sup> Última información disponible a junio de 2015.



ra financiera<sup>67</sup>, ubicadas en localidades de las provincias de Buenos Aires, Santa Fe, Córdoba, Corrientes y Neuquén. De esta manera desde principios de 2011—comienzo de esta medida— hasta junio de 2015 se llevan autorizadas 143 nuevas sucursales en regiones con menor cobertura.

Con el objetivo de continuar promoviendo la bancarización y facilitar la operatoria en aquellas regiones con menor infraestructura financiera, a fines de julio de 2015 el BCRA modificó los criterios de autorización para la instalación de sucursales<sup>68</sup>. En particular, cuando se trate de la apertura de sucursales, casas operativas y/o la expansión de actividades en las zonas más alejadas de los centros urbanos y con menor infraestructura financiera, esta Institución podrá aprobar su autorización aunque las entidades hayan recibido una sanción (sin perjuicio de que dichas penalizaciones sean consideradas para otros fines regulatorios).

Como resultado en parte de esta política de bancarización, en los últimos años se observó una gradual mejora en la disponibilidad de infraestructura para la provisión de servicios financieros en las zonas menos bancarizadas del país. En particular, en los últimos años se evidenció una reducción de los ratios cantidad habitantes por filial y por cajero en todas las zonas del país, en especial en las localidades de menor cobertura financiera (NOA y NEA) (ver Gráfico IV.18).

#### IV.1.2 Posición de capital

A junio de 2015 el patrimonio neto del sistema financiero consolidado mostró un incremento interanual estimado de 31%, evidenciando tasas de crecimiento similares entre los distintos grupos de bancos. Dicha expansión se nutrió fundamentalmente de las ganancias contables. Durante el primer semestre del año se verificaron aportes de capital por casi \$1.000 millones —en su mayoría en las entidades públicas— (ver Gráfico IV.19) de los cuales el 95% correspondió a capitalizaciones de resultados no asignados de ejercicios anteriores. A su vez, en el período algunas entidades financieras asignaron resultados de ejercicios anteriores a compromisos para la distribución de dividendos, sumando un total de aproximadamente \$3.400 millones<sup>69</sup>.

El nivel de apalancamiento del agregado del sistema financiero —medido como la relación entre el activo neto y el patrimonio neto— prácticamente no mostró

<sup>67</sup> Se consideran las sucursales situadas en zonas III y IV.

<sup>68</sup> Comunicación “A” 5785.

<sup>69</sup> Se consideran los compromisos asumidos en el período por las entidades para distribuir dividendos, como así también aquellas distribuciones ya efectivizadas en el período. Información sin consolidar por grupos.

**Tabla IV.2**  
**Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero**

Indicadores anualizados en % del activo neteado promedio

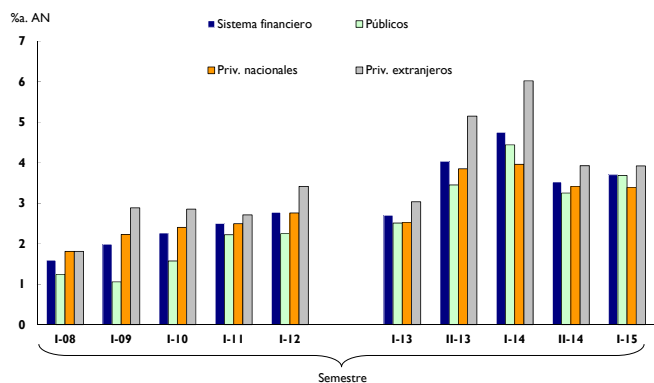
	Anual			Semestre		
	2012	2013	2014	I-14	II-14	I-15
Margen financiero	9,2	10,3	11,7	12,6	10,8	11,3
Resultado por intereses	5,7	5,9	5,8	5,7	6,0	5,4
Ajustes CER y CVS	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	0,2
Resultado por títulos valores	2,6	2,6	4,0	3,6	4,3	5,5
Diferencias de cotización	0,6	1,3	1,2	2,1	0,5	0,5
Otros resultados financieros	0,0	0,3	0,2	0,7	-0,2	-0,3
Resultado por servicios	4,2	4,3	4,3	4,2	4,4	4,1
Gastos de administración	-7,0	-7,1	-7,4	-7,3	-7,5	-7,7
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Cargas impositivas	-1,3	-1,6	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7
Diversos	0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,5
Rdo total antes de imp. a las ganancias	4,3	5,0	6,1	7,0	5,3	5,6
Impuesto a las ganancias	-1,5	-1,6	-2,0	-2,3	-1,8	-1,9
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>
Resultado en % del PN (ROE)	25,7	29,5	32,7	38,3	27,8	29,3
Rdo antes de imp. a las ganan. en % del PN	38,8	43,7	48,6	56,6	41,6	44,7

Fuente: BCRA

cambios en lo que va de 2015 ni respecto a junio del año pasado, en un contexto en que el numerador y denominador registraron variaciones porcentuales similares en el período. Así, el activo del conjunto de las entidades resultó equivalente a 8 veces el patrimonio neto en junio de este año (ver Gráfico IV.20), siendo este nivel sustancialmente inferior al evidenciado en el promedio de la región y en otras economías emergentes y desarrolladas. En el cierre del primer semestre del año todos los grupos de bancos sostuvieron sus niveles de apalancamiento en niveles similares a los observados a mediados de 2014.

La integración de capital regulatorio del sistema financiero se ubicó en 14,5% de los activos ponderados por riesgo totales (APR) a mediados de 2015 (ver Gráfico IV.2), mostrando una leve disminución respecto de fines del año pasado, si bien se mantuvo por encima del valor correspondiente a junio de 2014. En el cierre del primer semestre del año la integración de capital Nivel 1<sup>70</sup> — que representa los recursos de mejor calidad en términos de la capacidad de absorción de pérdidas— totalizó 13,6% de los APR (más del 90% de la integración total), sin cambios significativos respecto al nivel del cierre del año pasado. Por su parte, el exceso de integración de capital en relación a la exigencia normativa (posición de capital) se ubicó en 90% a junio de 2015, acumulando un incremento de 7 p.p. en relación a junio de 2014. Todos los grupos de bancos mostraron una posición excedentaria de capital en el período.

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



Fuente: BCRA

Durante la primera mitad de 2015 el sistema financiero agregado obtuvo utilidades contables por aproximadamente \$25.220 millones, 0,6% superiores a las devengadas en los primeros seis meses de 2014. El resultado positivo semestral registrado por el sector fue equivalente a 3,7%a. de sus activos —ROA— (ver Tabla IV.2), 0,2 p.p. más que en el semestre inmediato anterior y 1,1 p.p. menos que en igual período de 2014<sup>71</sup>. En una perspectiva de mayor plazo, el ROA del primer semestre de 2015 fue superior al evidenciado en igual período de años anteriores, exceptuando el caso de 2014 (ver Gráfico IV.21). Este patrón se observó en todos los grupos de bancos (ver Tabla IV.3).

El margen financiero de los bancos se ubicó en 11,3%a. del activo en el acumulado de los primeros seis meses de 2015 (ver Gráfico IV.22), 0,5 p.p. por encima del semestre anterior y disminuyendo 1,3 p.p. con respecto al mismo período del año pasado. En la comparación interanual se observa la disminución de las ganancias en los

<sup>70</sup> Definido como patrimonio neto básico (capital ordinario y adicional), neto de las cuentas deducibles. Ver Comunicación "A" 5369.

<sup>71</sup> Como se detalló oportunamente en el Boletín de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2014, en dicho período se registraron ganancias extraordinarias relacionadas con la evolución del tipo de cambio.

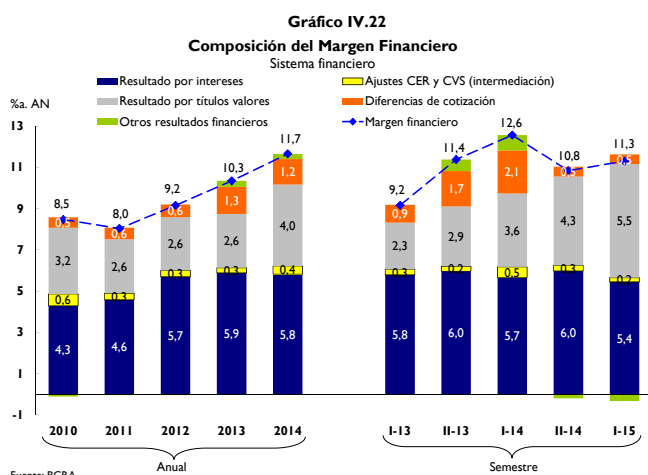
**Tabla IV.3**  
**Estructura de Rentabilidad por Grupo de Entidades Financieras**  
Primer Semestre de 2015 - En % del activo neteado

	Bancos privados			Bancos públicos	EFNB
	Total	Nac.	Extr.		
Margen financiero	12,0	11,6	12,5	10,2	16,3
Resultado por intereses	7,2	6,8	7,6	2,8	15,7
Ajustes CER y CVS	0,1	0,0	0,1	0,4	0,0
Resultado por títulos valores	4,5	4,9	4,1	7,0	0,9
Diferencias de cotización	0,5	0,3	0,7	0,4	0,2
Otros resultados financieros	-0,3	-0,4	-0,1	-0,4	-0,5
Resultado por servicios	5,4	5,4	5,3	2,4	8,2
Gastos de administración	-9,1	-9,4	-8,8	-5,7	-10,4
Cargos por incobrabilidad	-1,1	-1,1	-1,2	-0,5	-3,5
Cargas impositivas	-2,2	-2,3	-2,0	-1,0	-3,0
Diversos	0,6	0,8	0,4	0,3	1,6
Rdo total antes de imp. a las ganancias	5,6	4,9	6,2	5,6	9,1
Impuesto a las ganancias	-1,9	-1,5	-2,3	-2,0	-3,0
<b>Resultado final (ROA)</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>6,1</b>
Resultado en % del PN (ROE)	27,5	28,3	26,8	32,6	24,2
Rdo antes de imp. a las gan. en % del PN	41,7	41,1	42,1	49,9	36,0

Fuente: BCRA

rubros relacionados con la evolución del tipo de cambio (diferencias de cotización y ajustes por operaciones a término en moneda extranjera), que fueron parcialmente compensadas por los mayores ingresos de resultados por títulos públicos. Todos los grupos de bancos redujeron su margen financiero interanualmente, presentando los bancos privados extranjeros el mayor descenso relativo.

En la primera parte de 2015 los ingresos netos por intereses del sistema financiero disminuyeron 0,3 p.p. del activo en términos interanuales, hasta ubicarse en 5,4%a. (ver Gráfico IV.23). Este movimiento fue explicado principalmente por la disminución de los ingresos por intereses por préstamos, que fue parcialmente compensada por la ligera caída interanual de los egresos por depósitos y otros intereses pagados. Los ingresos por intereses por préstamos en pesos —97% de los ingresos totales por intereses— recogieron principalmente el efecto de un menor peso de los préstamos al sector privado en los activos respecto al primer semestre de 2014, ya que se estima que las tasas activas implícitas<sup>72</sup> —a nivel agregado— no presentaron cambios de magnitud en el período. Por el lado de los egresos por intereses, la caída de aquellos generados por depósitos en pesos —91% del total de los egresos por intereses— fue en parte el resultado de las menores tasas pasivas implícitas<sup>73</sup> evidenciadas en el primer semestre de 2015 al comparar con el mismo período de 2014. Dicha situación más que compensó el aumento de los depósitos en el fondeo total, —no se observaron cambios de magnitud en la participación entre los distintos tipos de depósitos—. La caída interanual en los resultados por intereses se observó principalmente en los bancos públicos y en los privados extranjeros.



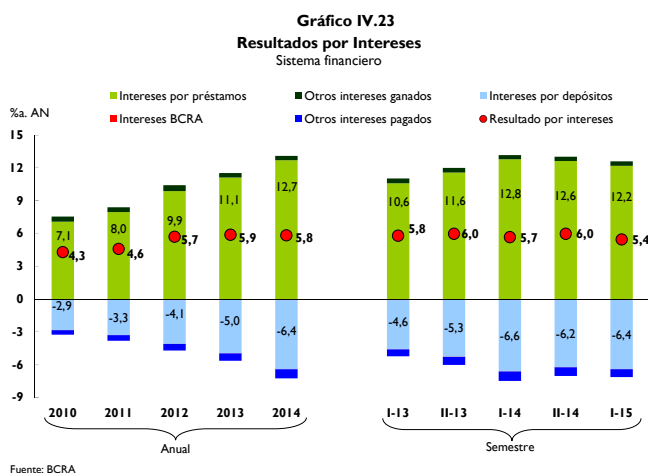
Fuente: BCRA

En el marco del crecimiento del CER en los primeros meses del año y de un moderado descalce (en términos del patrimonio neto) de partidas ajustadas por dicho coeficiente en el sistema financiero, los ingresos netos por este concepto permanecieron en niveles bajos en torno a 0,2% del activo en el primer semestre de 2015, disminuyendo 0,3 p.p. respecto al mismo período de 2014. Las entidades financieras públicas registran el mayor descalce de balance de partidas ajustadas por CER (ver Capítulo V), con una mayor ponderación de estos ingresos en sus estados de resultados.

Dado el moderado descalce activo de moneda extranjera del conjunto de bancos y ante la evolución del tipo de cambio nominal peso-dólar en los primeros meses de

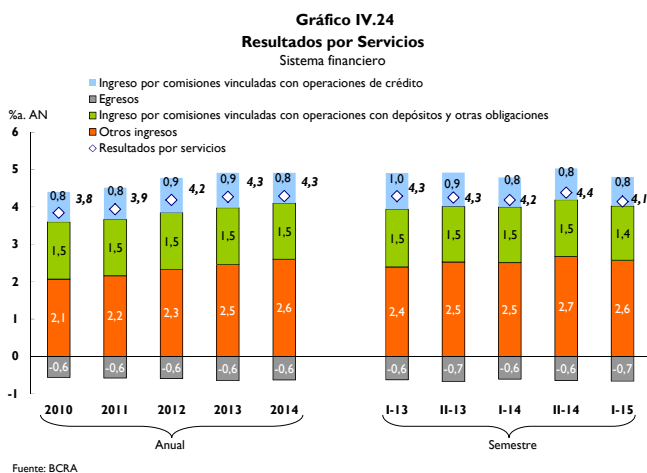
<sup>72</sup> Estimación que considera los ingresos por intereses devengados por préstamos en pesos, en términos del saldo contable de préstamos totales en igual denominación.

<sup>73</sup> Estimación que contempla los egresos por intereses devengados por depósitos en pesos, en términos del saldo contable de depósitos totales en la misma denominación.



2015 (ver Capítulo V), los resultados acumulados por diferencias de cotización se ubicaron en 0,5%a. del activo en el primer semestre de 2015, permaneciendo casi en línea con el semestre inmediato anterior. Este comportamiento se evidenció en todos los grupos de bancos. Los resultados contables acumulados por este concepto así como los vinculados a las operaciones a término de moneda extranjera (reflejada en el rubro de “otros resultados financieros”), se ubicaron en valores más reducidos respecto al primer semestre de 2014 como resultado del menor ritmo de crecimiento del tipo de cambio nominal peso-dólar y el menor descalce activo de moneda extranjera que evidenciaron los bancos. La disminución verificada en el descalce activo ha sido fundamentalmente consecuencia de las medidas macroprudenciales tomadas por el BCRA destinadas a morigerar el riesgo de moneda extranjera asumido por las entidades<sup>74</sup>.

Las ganancias por títulos valores se afirmaron como el concepto de mayor crecimiento relativo dentro del cuadro de resultados en lo que va del año. Estos ingresos se ubicaron en 5,5%a. del activo en el primer semestre de 2015, incrementándose 1,9 p.p. respecto al mismo período de 2014. Las entidades financieras públicas registraron el mayor incremento en dicho rubro, al mismo tiempo que presentaron el mayor peso relativo (aumento de 2,9 p.p. del activo hasta 7,0%a.). Este desempeño estuvo asociado principalmente a los resultados por las tenencias de LEBAC, en un marco de crecimiento en la ponderación de tales instrumentos en el activo total de las entidades financieras.



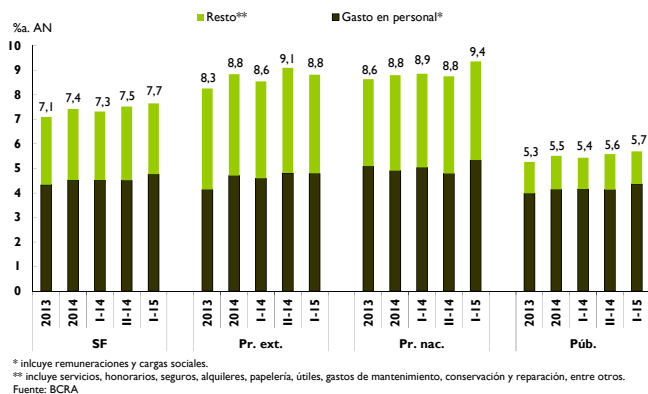
Los ingresos netos por servicios del sistema financiero totalizaron 4,1%a. del activo en el primer semestre de 2015 (ver Gráfico IV.24), cayendo levemente en comparación a los primeros seis meses del año pasado en un contexto de menores ingresos por comisiones vinculadas a operaciones de depósitos y mayores egresos. Si bien los bancos privados nacionales verificaron mayores ganancias por servicios respecto a 2014, el comportamiento interanual del sistema financiero fue explicado principalmente por los bancos privados extranjeros. Cabe considerar que con el objetivo de proteger los derechos de los usuarios de servicios financieros el BCRA reguló el cobro de las comisiones bancarias (ver Sección de Actividad del capítulo 4).

Los gastos de administración del agregado del sistema financiero crecieron 34,8% de forma interanual durante el primer semestre del año, llevando a que su peso en términos del activo se incrementara en 0,4 p.p. en los últimos doce meses, hasta alcanzar un nivel de 7,7%a. (ver Gráfico IV.25). Este aumento recogió fundamentalmente

<sup>74</sup> Para mayor detalle ver Sección V.5 y Boletín de Estabilidad Financiera del segundo semestre de 2014.



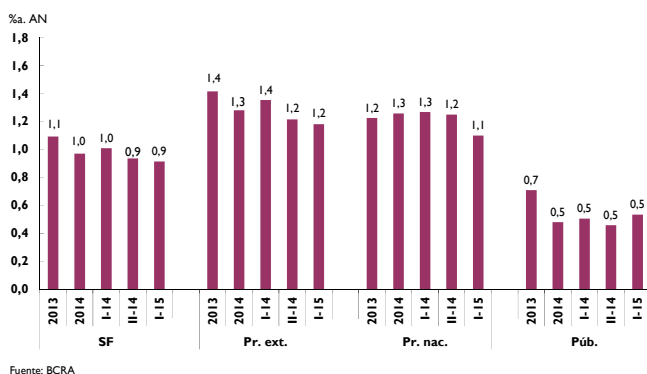
**Gráfico IV.25**  
Gastos de Administración por Grupo de Bancos  
En % del activo neteado



la expansión de los gastos en personal —remuneraciones y cargas sociales— en el período (en junio de 2015 entró en vigencia del nuevo acuerdo salarial para el sector bancario). Cabe destacar que los gastos en personal representan más del 60% del total de gastos de administración en el agregado de las entidades. El incremento interanual se evidenció en todos los grupos de entidades financieras, siendo los bancos privados nacionales quienes presentaron el mayor crecimiento relativo.

En un escenario de acotado riesgo de crédito del sector privado (ver Capítulo V), los cargos por incobrabilidad del sistema financiero se ubicaron en 0,9%a. del activo en el primer semestre de 2015, disminuyendo marginalmente respecto al nivel del mismo período del año anterior. Dicha reducción se debió principalmente al desempeño de los bancos privados tanto nacionales como extranjeros (ver Gráfico IV.26).

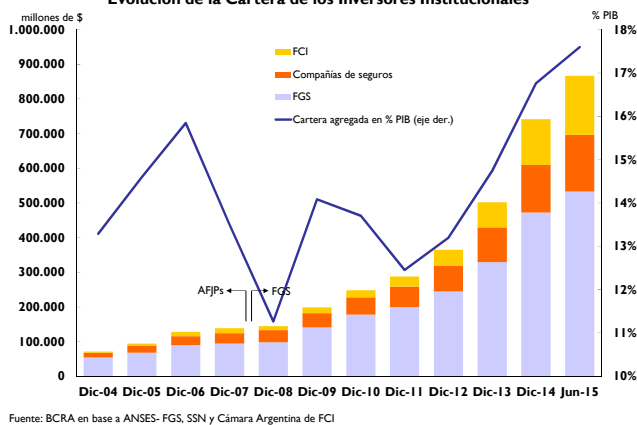
**Gráfico IV.26**  
Cargos por Incobrabilidad por Grupo de Bancos  
En % del activo neteado



Dada la evolución arriba mencionada de los conceptos de ingresos y gastos, en los primeros seis meses de 2015 el nivel de cobertura de los gastos de administración con resultados por intereses (netos de cargos por incobrabilidad) y por servicios se situó en 113% para el conjunto de bancos, disminuyendo 7 p.p. respecto al mismo período del año pasado. Esta reducción interanual se observó en mayor medida en los bancos públicos. Por su parte, los bancos privados extranjeros evidenciaron el mayor nivel para este ratio.

En lo que va de 2015 el sistema financiero afrontó egresos en concepto de impuestos (impuesto a las ganancias y otras cargas impositivas) por un monto equivalente a 3,6% del activo, 0,5 p.p. menos que en el primer semestre de 2014. Dicha disminución se debió al desempeño de las entidades financieras privadas tanto nacionales como extranjeras ya que los bancos públicos incrementaron estos egresos.

**Gráfico IV.27**  
Evolución de la Cartera de los Inversores Institucionales



## IV.2 Inversores Institucionales

A junio de 2015, la cartera agregada de los principales inversores institucionales —el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), las compañías de seguros (CS) y los fondos comunes de inversión (FCI)— totalizaba \$866.696 millones<sup>75</sup>, con un incremento de 17% en el año y 36% en los últimos doce meses. La cartera continúa evidenciando una expansión con respecto al tamaño de la economía, alcanzando 17,6% del producto, 0,8 p.p. superior al valor de diciembre de 2014 (ver Gráfico IV.27).

<sup>75</sup> El monto total representa la agregación de carteras sin consolidar.



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

En millones de \$

	Dic-12	Dic-13	Jun-14	Dic-14	Jun-15	Var. i.a. (%)	Var. 2015 (%)
Disponibilidades y otros*	22.631	25.378	36.294	31.171	46.300	27,6%	-48,5%
Plazo Fijo	14.908	15.996	15.139	11.213	8.072	-46,7%	-28,0%
Títulos y Obligaciones Negociables	159.434	215.584	263.124	318.665	350.217	33,1%	9,9%
Acciones	15.905	27.838	41.972	52.128	61.915	47,5%	18,8%
Proyectos Productivos y de Infraestructura	31.921	44.677	53.427	59.088	66.333	24,2%	12,3%
<b>Total FGS</b>	<b>244.799</b>	<b>329.472</b>	<b>409.955</b>	<b>472.265</b>	<b>532.838</b>	<b>30,0%</b>	<b>12,8%</b>

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

**Tabla IV.5**  
Principales Inversiones del FGS

Títulos y Obligaciones Negociables		Proyectos Productivos y de Infraestructura	
Cuasipar en pesos	23%	PRO.CRE.AR	41%
Discount en dólares ley argentina	14%	NASA- Central Nuclear Néstor Kirchner	22%
Bono en dólares 9% 2018	13%	Enarsa- Central Barragán y Brigadier López	12%
Letras del Tesoro	9%	FF para Obras públicas (SISVIAL)	9%
Bono en pesos 2020	5%	EPEC	6%
Bono en dólares 9% 2019	5%	Otros	11%
Bono en pesos 2019 (BP+300pb)	4%		
Bono en pesos 2018	4%		
Bonar X	3%		
Bonar 24	3%		
Otros	17%		

Acciones	
Telecom Argentina	17%
Banco Macro	17%
Siderar	12%
Grupo Financiero Galicia	10%
BBVA Banco Francés	5%
Banco Patagonia	4%
Aluar Aluminio Argentino	4%
Consultatio S.A.	3%
Pampa Energía	3%
Grupo Clarin S.A.	3%
Molinos Rio de la Plata	3%
Otros	18%

Nota: en base a información a junio de 2015 para Proyectos productivos y de infraestructura y a abril de 2015 los restantes grupos de activos.  
Fuente: ANSES- FGS

**Tabla IV.6**  
Evolución de la Cartera de Compañías de Seguros

En millones de \$

	Dic-12	Dic-13	Jun-14	Dic-14	Jun-15*	Var. i.a. (%)	Var. 2015 (%)
Títulos públicos	28.892	31.176	40.275	54.695	70.416	74,8	28,7
Acciones	4.175	3.314	3.907	7.634	8.467	116,7	10,9
Obligaciones Negociables	7.807	16.931	20.211	21.357	22.477	11,2	5,2
FCI	11.421	19.228	25.830	32.130	40.130	55,4	24,9
Fideicomisos Financieros	2.719	3.212	2.330	2.504	2.114	-9,3	-15,6
Plazos Fijos	18.643	21.644	24.534	17.107	18.516	-24,5	8,2
Otras inversiones en el país	897	3.801	4.553	1.309	969	-78,7	-25,9
Inversiones en el exterior	447	433	400	427	390	-2,6	-8,8
<b>Total cartera</b>	<b>75.000</b>	<b>99.740</b>	<b>122.039</b>	<b>137.164</b>	<b>163.478</b>	<b>34,0</b>	<b>19,2</b>

\* Estimación de BCRA en base a datos por empresa publicado por SSN.  
Fuente: SSN.

La cartera administrada por el FGS a fines del primer semestre de 2015<sup>76</sup> totalizaba \$532.838 millones (ver Tabla IV.4), 13% por encima del valor de diciembre de 2014 y con una suba interanual de 30%. El incremento de la cartera está explicado mayoritariamente por el desempeño de los títulos públicos y obligaciones negociables, tanto en el semestre como en los doce meses anteriores (crecieron 10% en el semestre y 33% i.a., respectivamente). Este rubro presenta la mayor ponderación en la cartera, explicando casi dos tercios del total. No obstante, fueron las acciones y los proyectos productivos y de infraestructura los rubros con mayor incremento porcentual en lo transcurrido de 2015. En el caso de las acciones, la revalorización acumulada del año se dio pese a la caída en las cotizaciones durante el tercer bimestre<sup>77</sup>. Por otra parte, a partir de la sostenida expansión de los proyectos productivos y de infraestructura, volvieron a ubicarse como el segundo rubro más importante en la cartera (12,4% del total), detrás de las acciones (11,6%). El impulso en el caso de los proyectos productivos continuó estando dado por el PRO.CRE.AR., que representa la principal inversión seguida por la Central Nuclear NASA (Tabla IV.5). Por otra parte, el FGS continuó desarmando plazos fijos, que tuvieron una caída de 28% en el año y de 47% en el semestre. De esta manera, se contrajo su ponderación tanto en el total de su cartera (1,5%) como en términos de los depósitos a plazo fijo totales del sistema financiero (1,7%), volviendo a registrar un nuevo mínimo histórico.

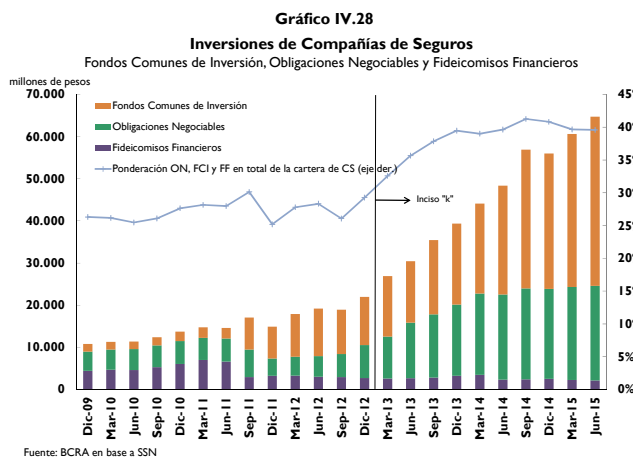
Las inversiones de las CS sumaban \$163.478 millones al 30 de junio de 2015<sup>78</sup>, evidenciando un aumento de 19% en lo transcurrido de 2015 y de 34% interanual (Tabla IV.6). En lo relativo al desempeño en el primer semestre del año, el incremento en el valor de los títulos públicos explicó casi el 60% del aumento en el total de la cartera de inversiones, seguido por el desempeño de los FCI y un aumento en los depósitos a plazo. Por otro lado, cayeron las inversiones en fideicomisos financieros en los primeros seis meses del año.

Considerando los últimos doce meses, el incremento de la cartera de las CS recogió los efectos de los aumentos en los títulos públicos, FCI y acciones. Por su parte, en ese período se destacó la merma en los depósitos a plazo y otras inversiones. La tenencia de plazos fijos de las CS representaba a fines de junio el 3,8% de los plazos fijos totales en el sistema financiero. En términos de composición de la cartera por instrumento, se destaca en primer

<sup>76</sup> Última disponible.

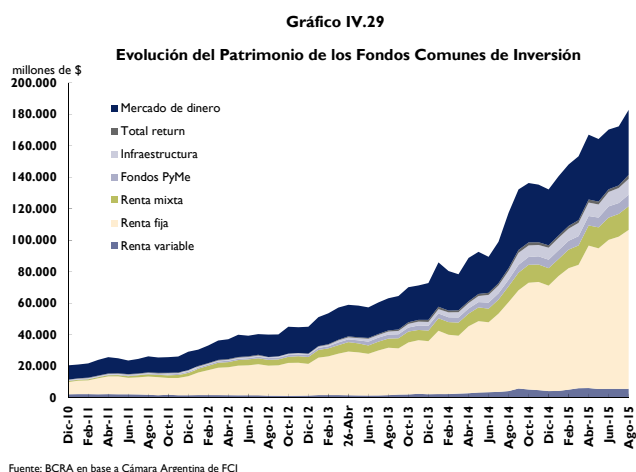
<sup>77</sup> Se destaca que en septiembre el Congreso aprobó un proyecto de ley que propone que no puedan venderse las acciones en carta del FGS-ANSES adquiridas tras la creación del régimen de reparto/ SIPA en 2008. De esta forma, se declaró de interés público la protección de las participaciones sociales del Estado Nacional que integran la cartera FGS y las participaciones accionarias o de capital de empresas donde el Estado sea socio minoritario o donde el Ministerio de Economía posea tenencias accionarias o de capital. Adicionalmente se requiere dos tercios de los votos del HCN para vender o transferir esas acciones, de lo contrario estaría prohibido (están exceptuadas YPF e YPF gas). Por último, se creó la Agencia Nacional de Participaciones Estatales en Empresas.

<sup>78</sup> Última disponible.



lugar la posición en títulos públicos que alcanzó a representar 44% del total a fines de junio (en los ocho trimestres previos dicho guarismo había promediado 35%). Los FCI y las obligaciones negociables son los rubros que siguen en importancia relativa, explicando 25% y 14% del total de la cartera. Estos activos crecieron en importancia desde que se encuentra vigente la normativa sobre inversiones productivas sancionada a fines de 2012 (“inciso k”)<sup>79</sup>. Actualmente representan conjuntamente 38% de las inversiones (Gráfico IV.28)<sup>80</sup>.

El patrimonio de los FCI superaba \$182.801 millones al 31 de agosto, registrando un incremento de 38% en los primeros ocho meses de 2015, que se eleva a 56% en los últimos doce meses (Gráfico IV.29). El crecimiento del patrimonio de FCI de renta fija (51% en el año y casi 79% i.a.) lideró este crecimiento, explicando más de dos tercios del aumento en el año del patrimonio total, elevando su ponderación a 55% (desde 51% a fin de 2014 y 48%, un año atrás). Los FCI de mercado de dinero fueron los que menos crecieron en términos relativos: 16% en lo que va del año y 18% i.a. Se destaca que en septiembre, a través de la Resolución N°644 de la CNV, se estableció que los FCI tendrán que destinar 2,5% de su patrimonio a financiar inversión productiva, desarrollo de infraestructura y PyMEs, en base a un cronograma prefijado. Por otra parte, a través de la Resolución N°646 de la CNV se estipuló que los FCI deberán valorar los instrumentos que se negocien en los mercados extranjeros en la misma moneda en que hayan sido emitidos (siempre y cuando ésta sea la misma moneda de pago), en base al precio de mayor relevancia en las plazas externas (o bien el precio en dólares de la plaza local cuando no exista cotización en el exterior), expresando el monto en pesos usando el tipo de cambio comprador del Banco Nación.



<sup>79</sup> Recientemente las Resoluciones 39.433 y 39.438 de la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) establecieron ponderaciones mínimas en instrumentos elegibles como inciso “k” para que tanto los FCI de infraestructura como los de PyMEs puedan ser considerados dentro de esta categoría, con un cronograma de adecuación hasta el 31 marzo de 2016. Por otra parte, la SSN estableció que computará dentro del inciso “k” las inversiones de las CS en los mencionados FCI según el proporcional que los mismos destinan a instrumentos elegibles en el marco de dicho inciso.

<sup>80</sup> Considerando la evolución de las carteras de las CS según la rama de actividad, cabe mencionar que la de mayor crecimiento en el primer semestre del año fue aquella de seguros de vida (creció 29%) seguida por las de riesgos de trabajo (creció 26%).



# V. Riesgos del Sistema Financiero

## Síntesis

En el primer semestre de 2015, el sistema financiero continuó mostrando una adecuada posición frente al riesgo de liquidez, tal como lo evidencian un conjunto de indicadores agregados de exposición y cobertura, los cuales no evidenciaron variaciones significativas en el período. La participación del fondeo de corto plazo en el fondeo total del conjunto de bancos se redujo levemente en la primera parte del año mientras que los niveles de concentración de los depósitos exhibieron un ligero aumento en el mismo período. La cobertura de los pasivos de corto plazo del sistema financiero con activos líquidos se ubicó en 50% a junio, registro similar al de fines de 2014. A partir de este año, siguiendo los estándares recomendados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea —CSBB—, el BCRA dispuso que las entidades internacionalmente activas cumplan, siguiendo un cronograma gradual, con los niveles mínimos del Ratio de Cobertura de Liquidez —LCR—.

En el inicio de 2015 aumentó levemente la exposición crediticia del sistema financiero al sector privado, si bien todavía se ubica en niveles inferiores a los de mediados del año pasado. El ratio de morosidad del crédito permaneció en niveles bajos y estables a lo largo del período, totalizando sólo 2% del saldo total de crédito al sector privado en junio. La cobertura de la cartera en situación irregular con provisiones contables siguió siendo elevada para el conjunto de bancos. En la primera parte del año no se evidenciaron cambios de importancia en los registros de endeudamiento agregado ni en la carga financiera enfrentada por empresas y familias, evitando impactos sobre la capacidad de pago.

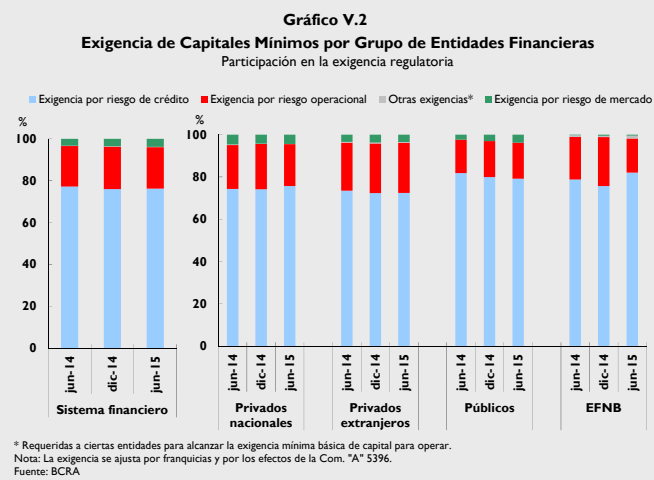
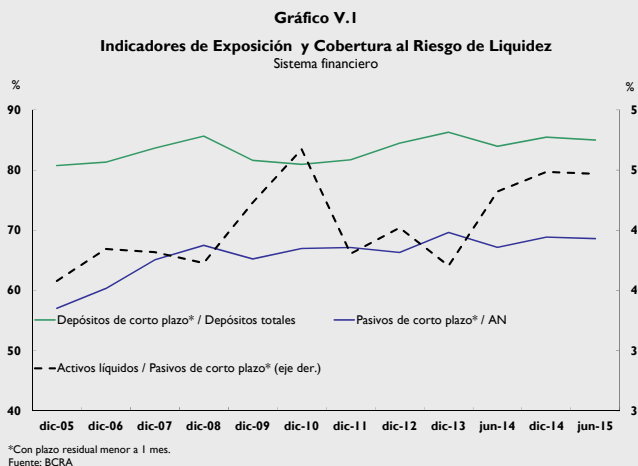
La línea de negocios de banca minorista explicó la mitad del monto de los eventos de riesgo operacional

informados por los bancos en el segundo trimestre de 2015. Entre los tipos de eventos de riesgo operacional, la ejecución, gestión y finalización de los procesos continuó teniendo la mayor relevancia. Desde marzo de 2015 se estableció un límite a la exigencia de capital por riesgo operacional para las entidades más pequeñas (Grupos “B” y “C”), de forma tal que este requisito no supere un porcentaje del capital mínimo obligatorio por riesgo de crédito.

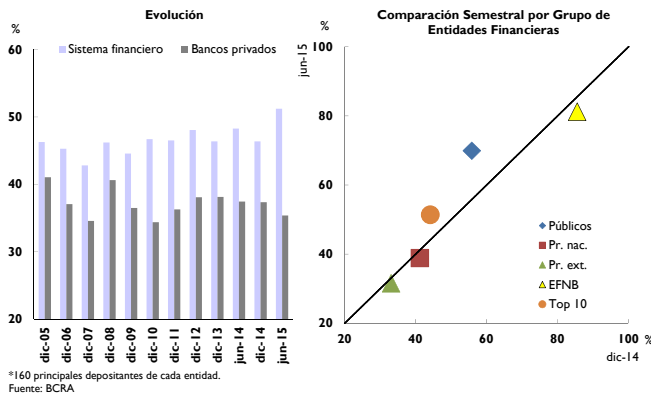
El riesgo de mercado mantuvo un bajo peso dentro del mapa de riesgos del conjunto de bancos. A junio el valor a riesgo de mercado para el sistema financiero representó 3,8% de la exigencia total de capital y 2,1% de la Responsabilidad Patrimonial Computable —RPC—. Desde estos niveles acotados, en el semestre se observó un aumento de la exigencia de capital por este tipo de riesgo, variación fundamentalmente explicada por el segmento que componen los títulos valores nacionales en pesos de menor plazo relativo.

La exposición al riesgo de moneda se redujo ligeramente en la primera parte de 2015. El descalce de moneda del sistema financiero se ubicó en de 20,5% de la RPC en junio, cayendo 1,3 p.p. en el semestre. La menor exposición a este riesgo se produjo en un marco de moderada volatilidad del tipo de cambio peso-dólar.

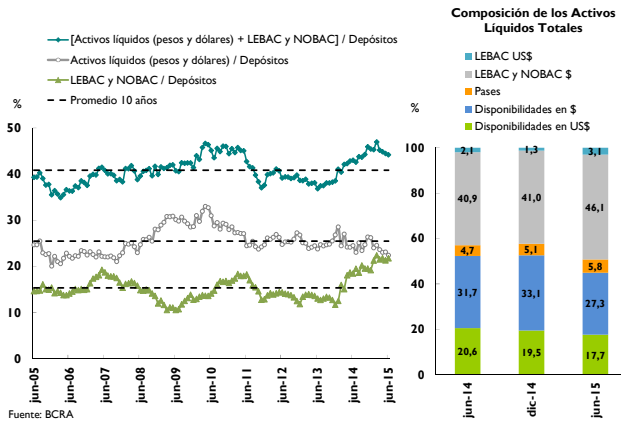
El riesgo de tasa de interés que enfrenta el sistema financiero no registró cambios sustanciales lo que va de 2015. La duración estimada de la cartera activa neta de pasivos en pesos que no está valuada a precio de mercado alcanzó 1,1 años, registro similar al observado seis meses atrás.



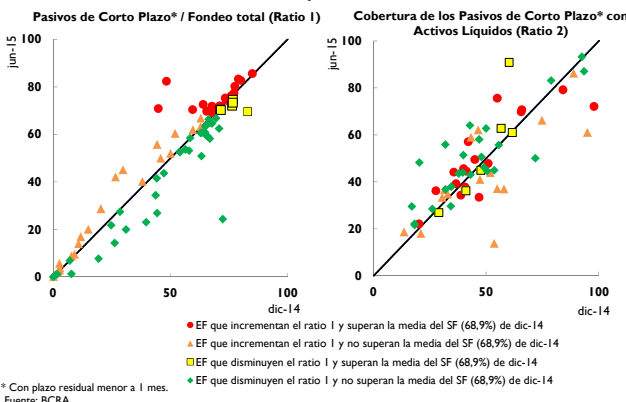
**Gráfico V.3**  
**Concentración de los Depósitos Totales**  
 Saldo de los principales depositantes\* de cada entidad / Saldo total de depósitos



**Gráfico V.4**  
**Liquidez del Sistema Financiero**



**Gráfico V.5**  
**Importancia Relativa del Fondo de Menor Plazo Residual y Cobertura con Activos Líquidos**



## V.1 Riesgo de liquidez

Durante el primer semestre de 2015, el sistema financiero en su conjunto continuó mostrando una adecuada posición frente al riesgo de liquidez. En este sentido, los ratios elaborados para caracterizar la exposición y la cobertura del conjunto de entidades financieras frente a este tipo de riesgo intrínseco a la actividad, no presentaron modificaciones importantes en el período. Por ejemplo, en términos de exposición, en la primera parte del año el peso relativo de los pasivos de corto plazo<sup>81</sup> en el fondeo total<sup>82</sup> se redujo levemente (ver Gráfico V.1), mientras que la concentración de los depósitos totales en el sistema financiero evidenció cierto incremento (ver Gráfico V.3). La disminución relativa de los pasivos de corto plazo estuvo en línea con el aumento de los depósitos a plazo en pesos que se observó a lo largo del año, en el marco de los estímulos desarrollados por el BCRA para incrementar el ahorro en moneda nacional (ver Sección de actividad del capítulo 4). Por su parte, el cambio registrado en términos de concentración de los depósitos estuvo explicado principalmente por los bancos públicos —que suelen captar la mayor porción de los fondos públicos—, ya que la banca privada exhibió una reducción en sus niveles de concentración en el período. A excepción de los bancos públicos, el cambio semestral en este indicador fue acotado en la mayoría de los grupos de entidades financieras.

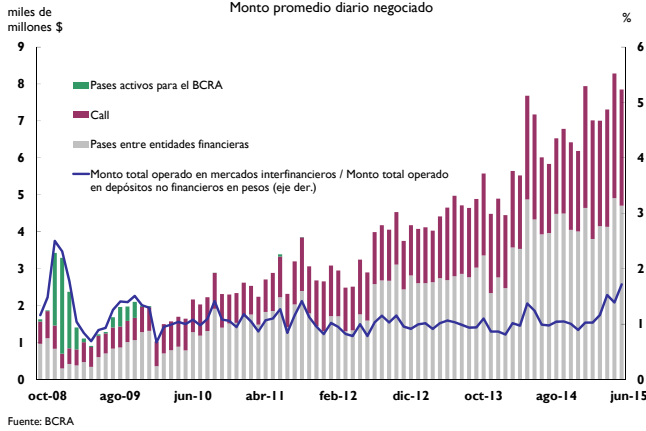
Con respecto a los indicadores de cobertura del riesgo de liquidez, el ratio amplio de activos líquidos<sup>83</sup> (en moneda nacional y extranjera) en términos de los depósitos totales se redujo en el primer semestre de 2015 debido a la caída del saldo de las disponibilidades que fue parcialmente compensada por el incremento de las tenencias de LEBAC en cartera de los bancos. El nivel alcanzado a mediados de año por este indicador superó al registro del mismo período de 2014 y al promedio de los últimos diez años (ver Gráfico V.4). Las letras en dólares del BCRA aumentaron su importancia relativa en la cartera de los bancos en los últimos meses, alcanzando 3,1% del total de los activos líquidos. Con el objetivo de canalizar el ahorro del sector privado en moneda extranjera al sistema financiero, a principios de año el BCRA promovió mejores condiciones para los bancos que suscriban letras y para los clientes que realicen depósitos. En particular, se mejoró el margen de utilidad para los bancos que adquieran letras en dólares en las licitaciones, siempre y cuando los fondos provengan de depósitos a plazo fijo del sector privado en igual denomina-

<sup>81</sup> Pasivos con plazo residual inferior a un mes.

<sup>82</sup> Pasivo más patrimonio neto (equivalente al activo).

<sup>83</sup> Definido como la suma de la Integración de liquidez en BCRA, Otras disponibilidades, Saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA utilizando LEBAC y NOBAC, Tenencia de LEBAC y NOBAC.

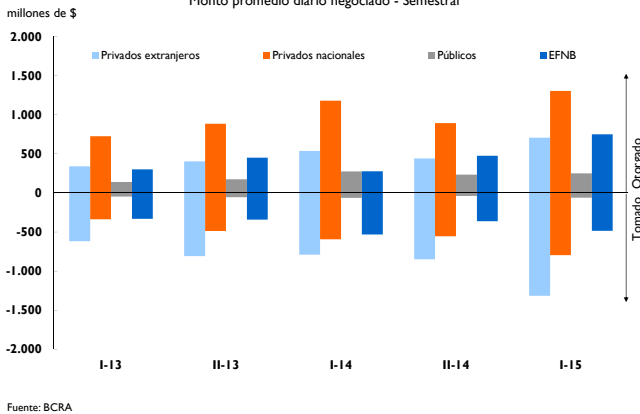
**Gráfico V.6**  
 **Mercados de Liquidez Interfinanciera**  
 Monto promedio diario negociado



ción<sup>84</sup>, con la finalidad de que las entidades trasladen a sus clientes la mayor parte del rendimiento de tales instrumentos. Por otro lado, si se considera la totalidad de los pasivos de corto plazo, se observa que la cobertura con activos líquidos en sentido amplio se ubicó en un nivel cercano a 50% a fines del primer semestre del año (ver Gráfico V.1), permaneciendo en línea con el registro de fines de 2014 y siendo superior a los niveles evidenciados en los últimos años.

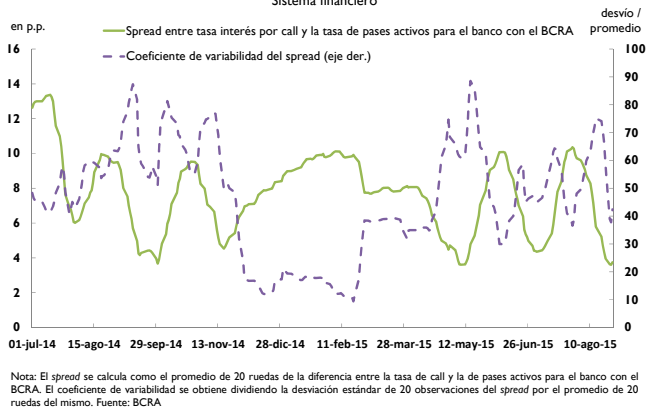
Analizando la evolución de los indicadores antes presentados a nivel de entidad, por un lado, se observa que el cambio en el semestre en la relación entre los pasivos de corto plazo y el fondeo total presentó cierta heterogeneidad (ver Gráfico V.5). Por otro lado, la mayoría de los bancos que en el semestre registraron un incremento en su exposición y que, a su vez, presentaban un nivel superior al promedio del sistema financiero, incrementaron su grado de cobertura en el período.

**Gráfico V.7**  
 **Mercado de Call**  
 Monto promedio diario negociado - Semestral



Siguiendo los estándares internacionales que establece el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) en materia de administración del riesgo de liquidez, a partir de este año el BCRA estableció que los bancos internacionalmente activos<sup>85</sup> deben cumplir con los valores mínimos del ratio de cobertura de liquidez<sup>86</sup> —LCR por sus siglas en inglés; para un mayor detalle ver Apartado 3—. Paralelamente, con el objetivo de impulsar la disciplina de mercado, las entidades deben divulgar información referente al ratio de cobertura de liquidez<sup>87</sup>. Por su parte, para estimular una mejor administración del riesgo de liquidez, a partir de este año el BCRA dispuso que todos los bancos deban presentar determinados parámetros vinculados al flujo de efectivo, estructura de balance y activos libres de restricciones que puedan ser afectados en garantía<sup>88</sup>.

**Gráfico V.8**  
 **Spread de Tasas de Interés y Volatilidad del Spread en el Mercado Interfinanciero**  
 Sistema financiero



En el marco de la normativa prudencial sobre efectivo mínimo, la posición en moneda nacional —integración menos exigencia— representó 0,3% de los depósitos en pesos a mediados de año, creciendo levemente en comparación con la primera y segunda mitad de 2014. Por su parte, el exceso de integración por depósitos en moneda extranjera alcanzó 74% de la exigencia establecida, nivel inferior al evidenciado a lo largo de 2014. Este desempeño estuvo explicado por el hecho de que para el cálculo de la base, a los fines de definir la exigencia de efectivo mínimo a los depósitos en dólares, se deduce la posición neta de letras en moneda extranjera.

<sup>84</sup> Comunicación “P” 50517 y Comunicación “A” 5711. Para mayor información ver el Informe sobre Bancos de febrero de 2015.

<sup>85</sup> Comunicación “A” 5724.

<sup>86</sup> Para mayor detalle ver Apartado N°3 del Boletín de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2014 y Apartado n°5 del Boletín de Estabilidad Financiera del primer semestre de 2015.

<sup>87</sup> Comunicación “A” 5734.

<sup>88</sup> Comunicación “A” 5733.



## Apartado 3 / Implementación del Ratio de Cobertura de Liquidez en Argentina

En enero de este año el BCRA introdujo el Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR – por sus siglas en inglés “*Liquidity Coverage Ratio*”)<sup>89</sup>, siguiendo el estándar internacional propuesto por el Comité de Basilea. El LCR exige que las entidades cuenten con una cartera de activos líquidos de alta calidad para enfrentar eventuales salidas netas de fondos que se producirían en escenarios de estrés agudo, individual y sistémico, de 30 días. En este sentido, la normativa exige mantener una relación entre activos líquidos y el egreso neto de fondos esperado no menor a uno — con un cumplimiento inicial del 60% para llegar a 100% en 2019—, aunque se acepta que durante períodos de estrés ese ratio observe valores inferiores por la necesidad de afrontar pagos

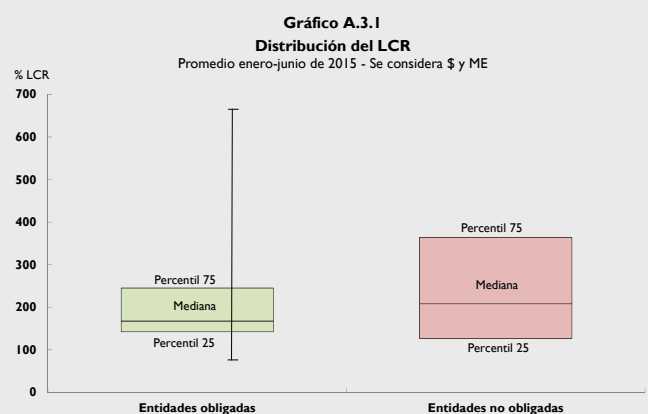
El fondo de liquidez instrumentado en el marco del LCR debe estar compuesto por activos con mercados líquidos y profundos, que estén libremente disponibles para las entidades. En Argentina, el fondo está formado fundamentalmente por efectivo, depósitos en el Banco Central, títulos del Gobierno Nacional e instrumentos de regulación monetaria del Banco Central. La salida neta de fondos se computa categorizando los conceptos de balance y los compromisos eventuales en función del “grado de estabilidad” de los pasivos y del “valor de liquidez” de los activos. A cada categoría se imputan los flujos contractuales de los siguientes 30 días y a ellos se aplica un ponderador<sup>90</sup>.

La regulación local establece un nivel mínimo para el LCR y alcanza a 18 entidades financieras<sup>91</sup> grandes y medianas, que representan el 85% de los activos del sistema financiero. En función de un cronograma predefinido (similar al establecido por el Comité de Basilea), el nivel mínimo del LCR comenzó con un valor de 60% en enero de 2015 y se irá incrementando en 10 puntos porcentuales al comienzo de cada año, hasta llegar a 100% a principios de 2019.

Las entidades que están obligadas a cumplir con el LCR deben informar al BCRA trimestralmente un detalle de los ítems requeridos para su cálculo (Régimen Informativo —RI— para Supervisión Trimestral/Anual), así como la evolución diaria del mencionado indicador (RI Contable Mensual - Ratio de Cobertura de Liquidez). El resto de las entidades, si bien no están obligadas a observar un

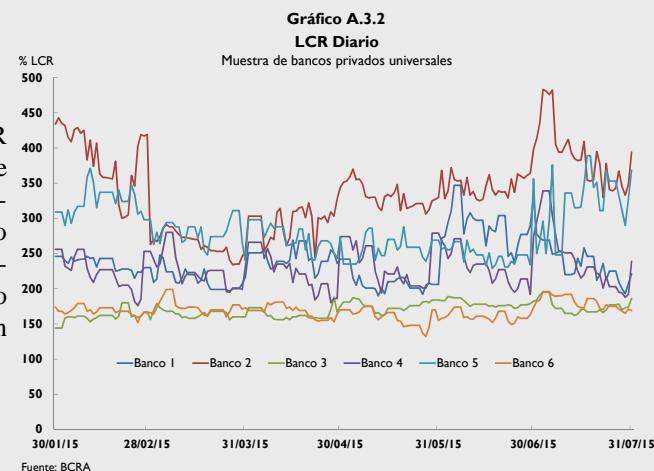
valor mínimo de LCR, sí deben calcular el ratio y presentar el respectivo RI trimestral.

Considerando la información disponible para enero-junio de 2015, se observa que las entidades obligadas cumplen en todos los casos con el ratio mínimo vigente de 60% y que, en general, lo exceden con holgura (ver Gráfico A.3.1), alcanzando un promedio de 220%. Por su parte, el grupo de entidades no obligadas observan una mayor dispersión, en parte por la diversidad de los perfiles de negocio de este grupo.



Nota: El valor de la mediana se representa mediante la línea horizontal. El límite inferior de las barras corresponde al percentil 25 y el superior al 75. Los puntos superiores e inferiores de las líneas verticales muestran los valores máximos y mínimos de la muestra. Fuente: BCRA

Si se analiza una muestra de bancos obligados con perfil de banca universal, se puede observar que (i) todos informan ratios por encima del 100% y (ii) existe cierta heterogeneidad en sus grados de cumplimiento del LCR, así como distintos patrones de volatilidad y grados de estacionalidad intra-mensual entre entidades (ver Gráfico A.3.2).



Fuente: BCRA

<sup>89</sup> Comunicación “A” 5693.

<sup>90</sup> Para un mayor detalle, ver Apartado N°3 del BEF I-14

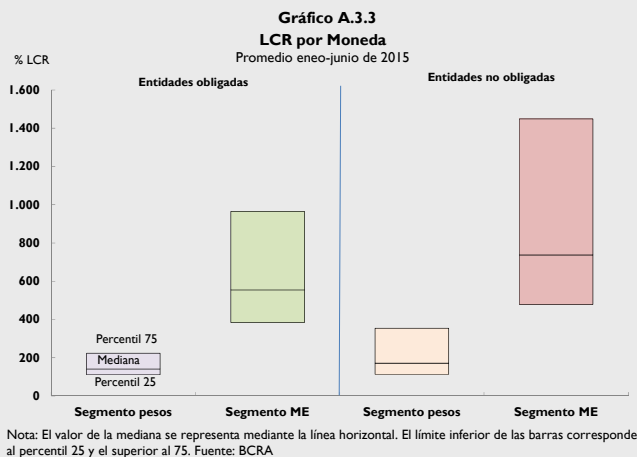
<sup>91</sup> Ver Comunicación “A” 5703 para un listado de las entidades obligadas.



Comparando el LCR con la exigencia de Efectivo Mínimo (EM), se observa que, en promedio, la integraci3n de este último corresponde aproximadamente al 38% de los activos totales que se computan en el fondo del LCR (el porcentaje se eleva a 50% si se agrega el efectivo en bancos). Si se calcula el LCR s3lo con la integraci3n de EM, el promedio de las entidades obligadas ronda el 90% (120% si se considera el efectivo en bancos), presentando un amplio desvío alrededor de este valor. Esto resulta de las diferentes metodologías utilizadas entre el LCR y el EM. Vale recordar que en el c culo del EM se toman como base los pasivos por plazo residual, moneda y tipo de instrumento pero no se consideran flujos de fondos ni el tipo de contraparte de las operaciones<sup>92</sup> como en el caso del LCR. Por ejemplo, siguiendo lo establecido en el marco de las definiciones del Comité de Basilea, en el LCR el fondeo minorista tiene supuestos de comportamiento más estable que el mayorista y, dentro de este último, los fondos provenientes de intermediarios financieros son vistos como más volátiles. Además, mientras que el LCR toma como base los flujos de fondos, en el marco del régimen de EM se trabaja con saldos promedio.

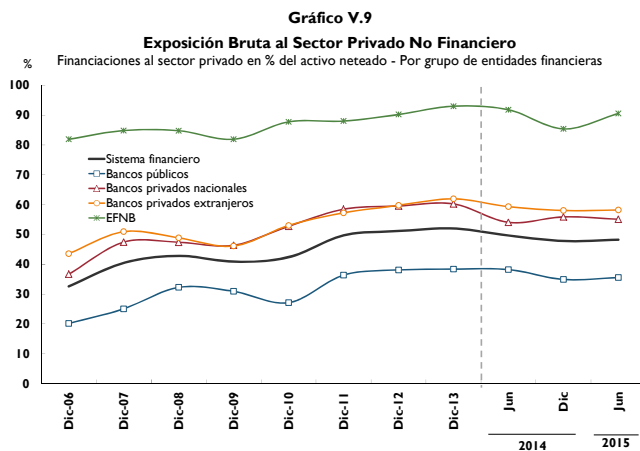
en la introducci3n de un indicador más complejo y sensible para monitorear y acotar el riesgo de liquidez asumido por las entidades. Como viene realizando en los últimos años, el BCRA continua consolidando el proceso de adaptaci3n del marco normativo prudencial a las recomendaciones del Comité de Basilea, sin dejar de tener en cuenta las particularidades de su sistema financiero y las necesidades de contar con adecuadas fuentes de fondeo para la inversi3n y consumo a nivel local.

Si bien la exigencia de LCR no distingue segmentos por moneda, la norma establece que se deben monitorear los descaldes de estos segmentos. El Gráfico 3 muestra el LCR según los datos informados por las entidades, para los segmentos en pesos y en moneda extranjera (ME). El segmento en ME presenta niveles más elevados y mayor dispersi3n que aquel en pesos (ver Gráfico A.3.3). No obstante, se trata de un segmento de menor significatividad: los flujos en moneda extranjera representan el 10% del total.

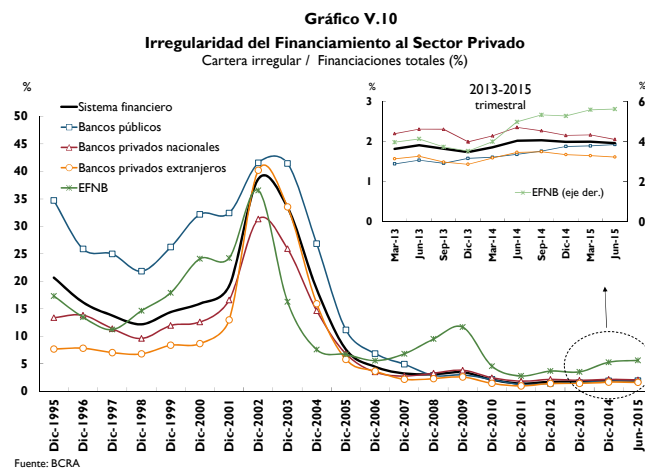


De esta manera, Argentina se encuentra en línea con el cronograma internacional de incorporaci3n del LCR, contemplando sus definiciones y criterios, avanzando así

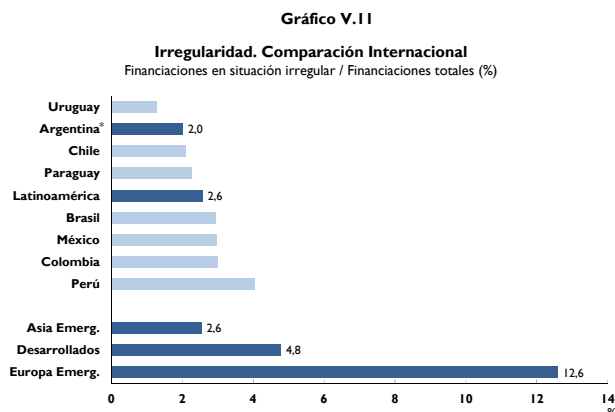
<sup>92</sup> Salvo ciertas diferenciaciones que se hacen en los casos de los dep3sitos judiciales, de FCI, entre otros.



Fuente: BCRA



Fuente: BCRA



\* Nota: financiamientos al sector privado en situación irregular como porcentaje de las financiamientos totales al mismo sector.  
Asia Emerg.: China, India, Indonesia. Desarrollados: Australia, Canadá, Francia, Alemania, EEUU, Japon, España e Italia. Europa Emerg.: Bulgaria, Rumania, Hungría, Turquía.  
Datos a 2014, excepto: Uruguay, Francia y Alemania a 2013; Argentina, Brasil, Colombia, Perú, Turquía y Australia a 2015.  
Fuente: FMI y BCRA

Desde niveles moderados, los mercados interfinancieros incrementaron su profundidad en la primera parte de 2015 (ver Gráfico V.6). El monto total transado en estos mercados representó en promedio 1,3% de las operaciones con depósitos en la primera mitad del año, 0,3 p.p. por encima del registro de la media evidenciada en el segundo semestre de 2014. Este crecimiento estuvo impulsado por el segmento no garantizado —*call*— que registró un aumento semestral de 48% en el volumen negociado. En este período, los bancos privados extranjeros fueron demandantes netos de fondos en el *call*, en tanto que el resto de los grupos de entidades financieras resultaron otorgantes netos (ver Gráfico V.7). En la primera mitad del año se evidenció cierta volatilidad en el *spread* de tasas de interés entre el *call* y los pases activos para los bancos contra el BCRA. Cabe destacar que a fines de julio el BCRA dispuso un aumento en las tasas de interés que opera en las ruedas de pases pasivos y de pases activos<sup>93</sup>, lo que explicó en parte la disminución de dicho diferencial de tasas de interés, en un marco en el que se redujo la volatilidad del mismo (ver Gráfico V.8).

## V.2 Riesgo de crédito

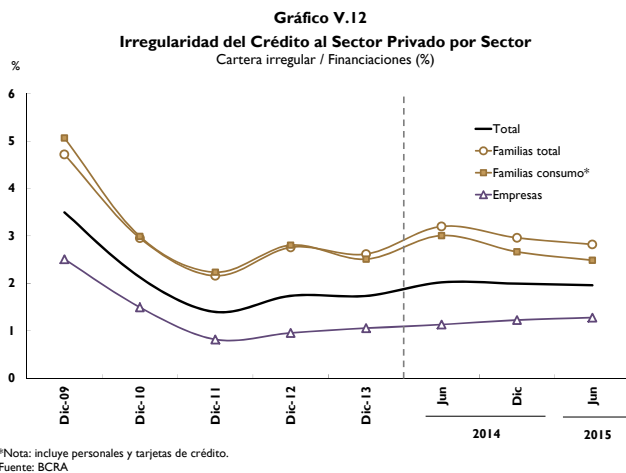
### V.2.1 Sector privado<sup>94</sup>

La exposición bruta del conjunto de entidades financieras al sector privado aumentó levemente entre el cierre del primer semestre y fines de 2014, en mayor medida como resultado de la aceleración en el ritmo de crecimiento nominal del crédito (ver Capítulo IV). A pesar de este incremento en la exposición, los niveles de mediados de año se ubicaron por debajo de los registrados en junio de 2014. En este escenario, el ratio de irregularidad del financiamiento al sector privado se mantuvo bajo y estable, siendo un reflejo del acotado riesgo de crédito enfrentado por los bancos. Entre los determinantes de esta situación cabe mencionar al moderado endeudamiento agregado de las empresas y de las familias, que se combinó con niveles reducidos y estables de la carga financiera para estos sectores (ver Capítulo III). En este marco, el sistema financiero conservó una holgada cobertura de los créditos en situación irregular con previsiones contables y su capital continuó superando a las exigencias normativas. En suma, el sistema financiero mantuvo una acotada exposición patrimonial al riesgo de crédito del sector privado.

La exposición bruta del sistema financiero al sector privado se ubicó en 48,2% del activo neteado en el cierre del primer semestre (ver Gráfico V.9), superando el va-

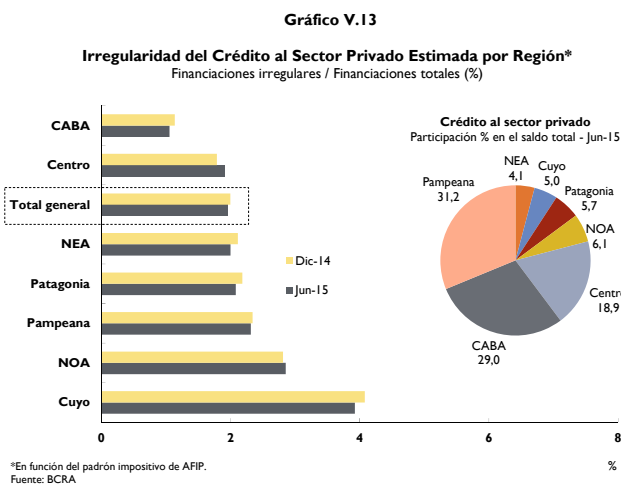
<sup>93</sup> Para pases pasivos se ubicaron en 18% a 1 día y 20% en 7 días. Para pases activos alcanzaron 23% a 1 día, 24% a 7 días y 26% a 60 días.

<sup>94</sup> En esta sección el crédito al sector privado surge de la información extraída de la Central de Deudores.



lor de fines de 2014 aunque por debajo del nivel de mediados del año pasado. Considerando los distintos grupos de entidades financieras, en el comienzo de 2015 se evidenciaron pequeñas variaciones en términos de este indicador. Las EFNB y los bancos privados continuaron registrando mayores niveles de exposición bruta al sector privado que los bancos públicos. Por su parte, el financiamiento al sector privado con garantías preferidas alcanzó 13,5% del crédito total al sector privado a mediados de 2015, 1,5 p.p. menos que en el último mes del año pasado. Esta reducción se observó mayormente en los bancos públicos y, en menor medida, en los privados.

La cartera de financiaciones del sistema financiero al sector privado en situación irregular<sup>95</sup> representó 2% del saldo total de crédito a este sector sobre el fin de la primera mitad del año, nivel similar al de cierre y al de mediados de 2014. Este registro resulta bajo en una comparación de mediano plazo (ver Gráfico V.10), como al cotejarlo con los que actualmente se observan en otros países (ver Gráfico V.11). En un marco en que hubo sólo pequeñas variaciones, en los primeros seis meses del año el indicador de irregularidad del crédito al sector privado se mantuvo sin cambios de magnitud en los bancos públicos, se redujo en los bancos privados —en línea con el mayor crecimiento del saldo total de préstamos— y aumentó en las EFNB (ver Gráfico V.10).



A partir de las mayores tasas de crecimiento del financiamiento a las familias, en lo que va de 2015 este segmento de crédito redujo levemente su ratio de irregularidad (ver Gráfico V.12). Por su parte, los préstamos a las empresas aumentaron ligeramente sus niveles de incumplimiento. Sin embargo, cabe destacar que la morosidad relativa de las empresas siguió siendo baja e inferior a la registrada por las familias.

**Tabla V.1**  
Transición de las Financiaciones al Sector Privado / dic-14 a jun-15  
Porcentajes de financiaciones de diciembre de 2014

	Junio 2015				
	Mejora (0,6%)	Mantiene (93,2%)	Empeora (2,5%)		Baja de Balance* (3,7%)
			permanece regular	pasa a irregular	
Diciembre 2014	Regular 98,0	0,4	92,6	0,9	3,1
	Irregular 2,0	0,2	0,6	0,6	0,6
		pasa a regular			
		permanece irregular			

Considerando las distintas regiones geográficas del país, se estima que en el primer semestre sólo se evidenciaron pequeños cambios en la irregularidad del crédito al sector privado, manteniéndose cierta dispersión entre las zonas. En particular, se observó un leve incremento en el indicador de mora en el Centro y en el NOA, y reducciones en CABA, NEA, Patagonia, Pampeana y Cuyo (ver Gráfico V.13).

El saldo de las financiaciones vigentes a fines del año pasado evidenció un leve deterioro en su situación en la primera parte 2015. Entre diciembre de 2014 y junio de 2015, 0,2% de ese saldo total pasó de irregular a regular, en tanto que 1% empeoró su situación (ver Tabla V.1). Teniendo en cuenta esto y las bajas del balance —

(\*) Por cancelación de la deuda, constitución de fideicomisos financieros o pasaje a cuentas de orden.  
Nota: cartera regular agrupa situación 1 y 2, mientras que la irregular considera 3, 4, 5 y 6. Fuente: BCRA

<sup>95</sup> Se considera los saldos de créditos de los deudores en situación 3, 4, 5 y 6 según las normas de Clasificación de Deudores.

fundamentalmente cancelaciones—, el ratio de irregularidad de las financiaciones vigentes a fines de 2014 que seguían vivas a mediados de 2015 alcanzó 2,3%.

El sistema financiero siguió presentando una elevada cobertura de la cartera en mora con provisiones contables, representando 139% de los créditos en situación irregular a mediados de año (ver Gráfico V.14). Excluyendo las provisiones mínimas exigidas para los préstamos en situación regular, el ratio de cobertura de los créditos en mora alcanzaría, de forma estimada, 87% para el conjunto de entidades financieras<sup>96</sup>, 37 p.p. más que el nivel mínimo requerido para este segmento.

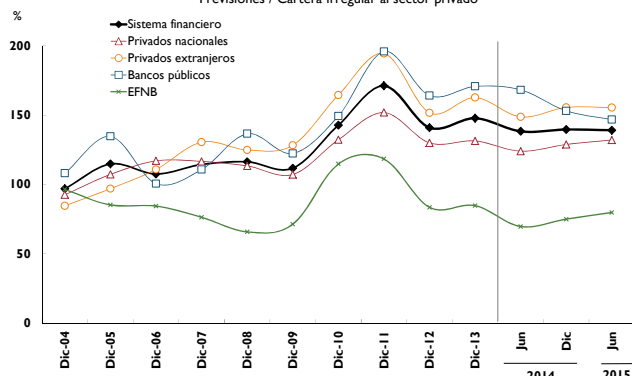
## Familias

La exposición del sistema financiero a las familias no presentó cambios significativos con respecto a fines del año pasado ni con respecto a mediados de 2014 (ver Gráfico V.15), ubicándose en 21,3% del activo neteado. Las EFNB y los bancos privados exhibieron incrementos en la participación del crédito a las familias en sus activos con respecto a fines de 2014, mientras que los bancos públicos presentaron una leve disminución. Cabe considerar que los niveles de endeudamiento de las familias continuaron siendo moderados al igual que la carga financiera que los mismos originan (ver Capítulo III), situación que colabora favorablemente en términos de la capacidad de pago de este sector.

La irregularidad del crédito a las familias se redujo en 0,2 p.p. de las financiaciones a este sector en lo que va de 2015, hasta alcanzar 2,8% en junio. Esta disminución se produjo en un marco en el que el ritmo de aumento de los créditos totales a los hogares superó a la tasa de crecimiento de los préstamos en mora (ver Gráfico V.15). La caída del indicador de irregularidad estuvo principalmente impulsada por el desempeño de los préstamos personales y de los prendarios (ver Gráfico V.16). Considerando los créditos a las familias por tramo de saldo residual, los segmentos inferiores a \$100.000 explicaron en mayor medida la evolución del ratio de irregularidad en lo que va de 2015.

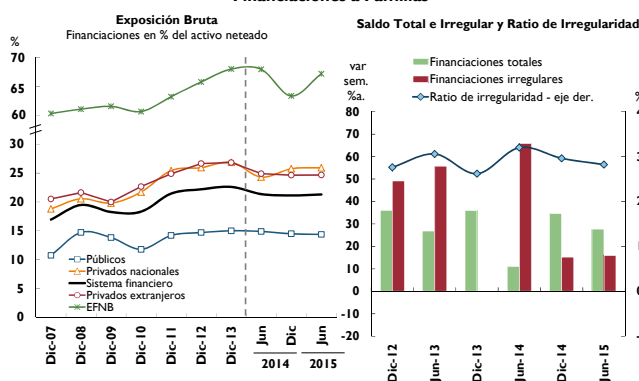
Se estima que las familias que ingresaron al sistema financiero con anterioridad al año 2010 explicaron cerca de la mitad del saldo total de créditos a este segmento vigente a junio de 2015 y tendrían un nivel de morosidad inferior al promedio. Considerando los préstamos a los hogares por período estimado de otorgamiento, se observó que la disminución semestral del ratio de irregularidad estaría conducida por los créditos otorgados antes de 2013 y aún vigentes —45% del total a junio—

**Gráfico V.14**  
Previsiones por Grupo de Entidades Financieras  
Previsiones / Cartera irregular al sector privado



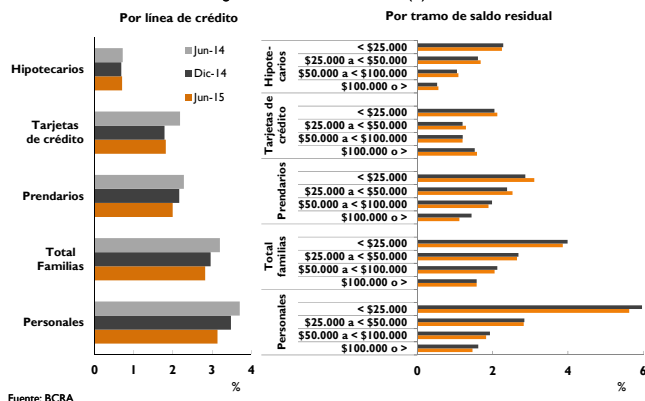
Fuente: BCRA

**Gráfico V.15**  
Financiaciones a Familias



Fuente: BCRA

**Gráfico V.16**  
Irregularidad de las Financiaciones a Familias  
Financiaciones irregulares / Financiaciones totales (%) - Sistema financiero

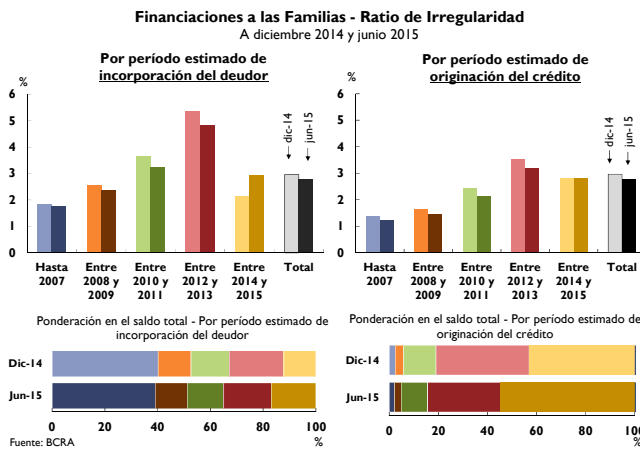


Fuente: BCRA

<sup>96</sup> Se considera las provisiones excedentarias sobre las mínimas regulatoriamente exigidas.

(ver Gráfico V.17), mientras que los préstamos generados en 2014 y 2015 mantuvieron sin cambios su nivel de mora en el período.

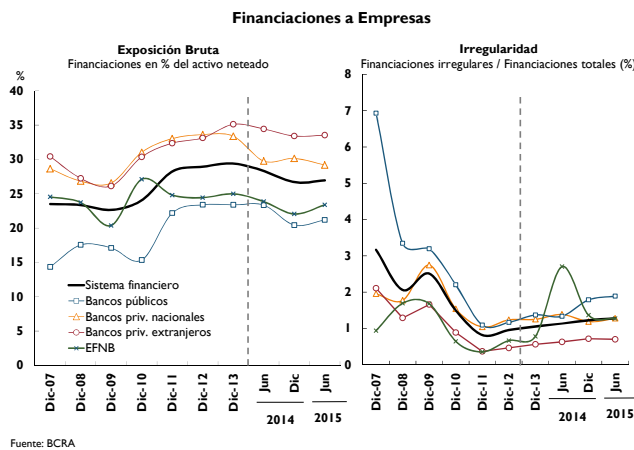
**Gráfico V.17**



## Empresas

La ponderación del crédito otorgado por el sistema financiero a las empresas<sup>97</sup> se ubicó en 27% del activo neteado en el cierre del primer semestre de 2015, 0,3 p.p. por encima de registro de fines del año pasado, y 1,3 p.p. por debajo de junio de 2014. Este leve incremento en lo que va del año se produjo a partir del mayor ritmo de crecimiento nominal del financiamiento a las firmas (ver Capítulo IV). Con excepción de los bancos privados nacionales, todos los grupos de entidades aumentaron su exposición al sector productivo en 2015 (ver Gráfico V.18).

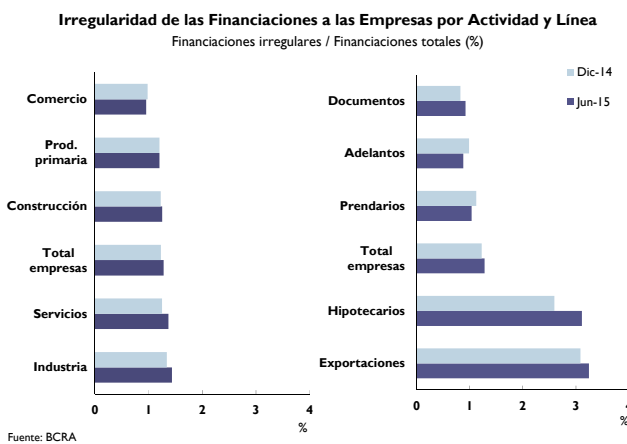
**Gráfico V.18**



La irregularidad del crédito a las empresas se mantuvo en un entorno de niveles bajos e inferiores a los del financiamiento a los hogares. Desde estos niveles reducidos, en la primera mitad del año se incrementó ligeramente la mora en el segmento de préstamos al sector corporativo, hasta alcanzar 1,3% de esta cartera a mediados de 2015. En este marco, en la primera parte del año se observó una caída en el ratio de rechazo de cheques por falta de fondos en términos de cantidades, si bien el indicador aumentó levemente considerando montos compensados (ver Capítulo VI).

Todas las ramas productivas mantuvieron bajos niveles de atraso e incumplimiento en el período (ver Gráfico V.19). El ligero aumento en la irregularidad en la primera mitad de 2015 estuvo explicado principalmente por el desempeño de las empresas prestadoras de servicio y las de la industria. Por línea de financiamiento, el ratio de mora continuó siendo más bajo en los instrumentos más utilizados por las empresas —adelantos y documentos—

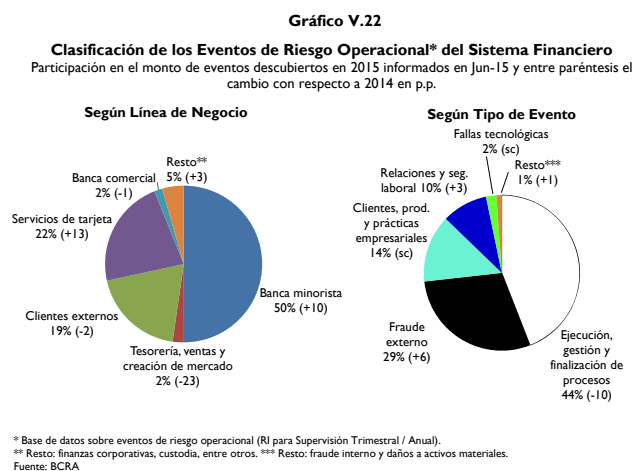
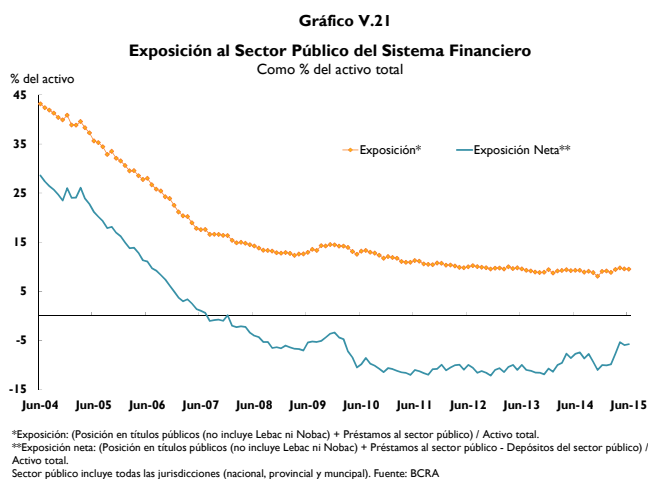
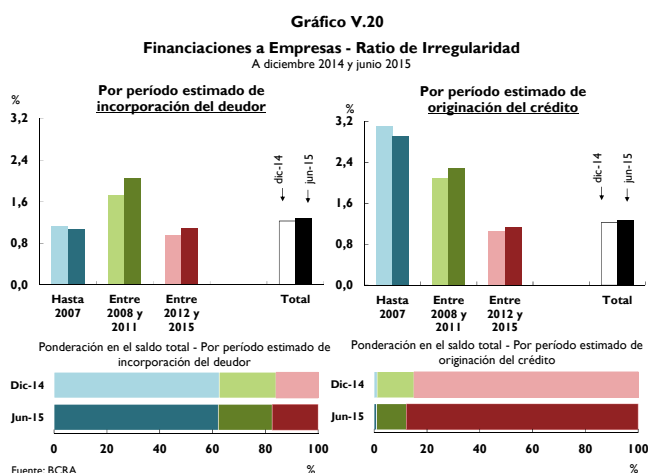
**Gráfico V.19**



Desglosando el saldo de los créditos irregulares a empresas por situación, entre diciembre de 2014 y junio de 2015 se observó un incremento de la participación de los deudores en categorías 4 y 5 (+7,6 p.p., hasta 75,4% del total), en detrimento de los clasificados en situación 3 (redujeron su ponderación hasta 24,6%).

Se estima que las firmas deudoras que se incorporaron al sistema financiero hasta 2007 (62% del total) y con posterioridad al 2012 (17% del total) evidenciaron un ratio de irregularidad inferior al promedio del sector (ver Gráfico V.20). Por su parte, el leve incremento semestral del indicador de mora del crédito a las empresas sería explicado por deudores cuyo período de incorporación se

<sup>97</sup> Se considera aquí como financiaciones a las empresas a las otorgadas a personas jurídicas y el crédito comercial otorgado a individuos.



produjo entre 2008 y 2011 (21% del total). Además, si se considera el financiamiento a las empresas vigente a junio de 2015 según el período estimado de originación del saldo, aquellos préstamos otorgados a partir de 2012 (casi 88% del total), presentarían un indicador de mora inferior al promedio del segmento.

## V.2.2 Sector público

Desde niveles moderados, la exposición del sistema financiero al sector público aumentó levemente en la primera mitad del año. En junio de 2015 el financiamiento al sector público alcanzó 9,5% del activo total del conjunto de entidades financieras, 0,5 p.p. más que en diciembre del año pasado. Dicha variación se produjo, en parte, por las adquisiciones de BONAC efectuadas por las entidades financieras en las licitaciones llevadas a cabo en el período (ver Apartado 1). Los bancos públicos impulsaron el incremento del último semestre y continuaron explicando la mayor parte de esta exposición.

A mediados de 2015 los depósitos del sector público representaron 15,3% del fondeo total —pasivo más patrimonio neto— del conjunto de entidades financieras, nivel que siguió superando al financiamiento bancario a este sector. Por lo tanto, el sistema financiero mantuvo una exposición neta negativa al sector público —posición deudora neta frente a este sector—, equivalente a 5,8% del activo bancario total (ver Gráfico V.21). Con respecto a fines de 2014, los depósitos del sector público redujeron 3,8 p.p. su relevancia dentro del fondeo total, lo que sumado al incremento del financiamiento a dicho sector determinó una disminución —en términos absolutos— de la exposición neta negativa del sistema financiero al sector público.

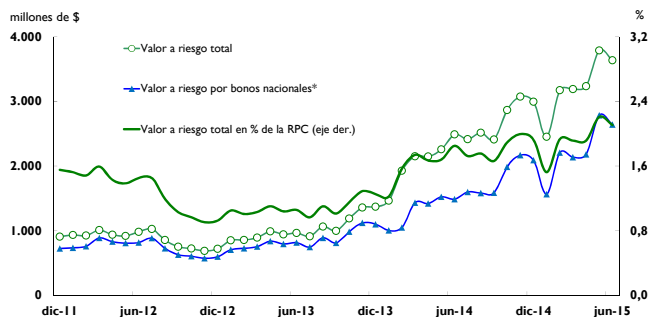
## V.3 Riesgo operacional

En línea con las recomendaciones internacionales, en el ámbito local las entidades financieras deben integrar capital para enfrentar potenciales pérdidas cuyo origen sean las fallas de los procesos, del personal y de los sistemas o bien ciertos acontecimientos externos. A los fines del cumplimiento de esta exigencia de capital, oportunamente el BCRA había trazado un cronograma de implementación gradual desde 2012 hasta comienzos de 2015. Tal requisito de capital se definió en la normativa prudencial argentina según el enfoque del indicador básico, equivalente a 15% del promedio de los “ingresos brutos”<sup>98</sup> positivos de los últimos tres años. Dada esta definición general, a partir de marzo de 2015 se decidió incorporar un lí-

<sup>98</sup> Los “ingresos brutos” incluyen los ingresos financieros y por servicios menos los egresos financieros y por servicios y las utilidades diversas menos pérdidas diversas. De estos rubros contables, se excluyen, ciertos conceptos como por ejemplo los cargos por la constitución de provisiones. Ver Texto Ordenado “Capitales Mínimos de las Entidades Financieras” para un mayor detalle.



**Gráfico V.23**  
**Valor a Riesgo de Mercado**  
 Exigencia de capital total y por bonos nacionales\*

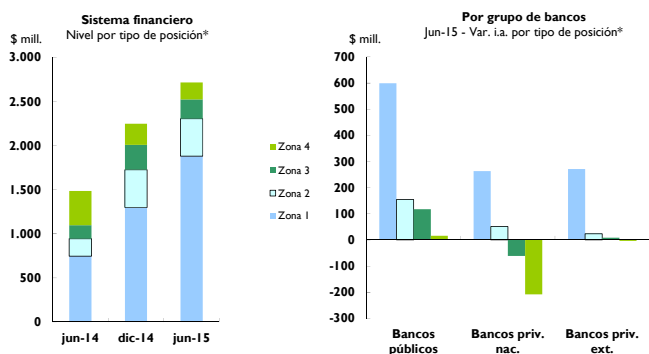


\*Posiciones consideradas (i) de títulos públicos e instrumentos de regulación monetaria del BCRA incluidos en el listado de volatilidades publicadas por esta Institución y registrado a valor razonable de mercado, y (ii) de cuotapartes de FCI cuyo objeto sean los títulos e instrumentos mencionados en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

mite a la exigencia de capital por riesgo operacional para las entidades más pequeñas<sup>99</sup> (Grupos “B” y “C”). Particularmente, para tales entidades se estableció que la exigencia por riesgo operacional no podrá superar un porcentaje del requisito de capital mínimo por riesgo de crédito.

En el primer semestre de 2015, el requisito de capital por riesgo operacional redujo ligeramente su importancia relativa entre las exigencias de capital del sistema financiero (ver Gráfico V.2). Tal requisito representó 19,8% capital mínimo regulatorio exigido en junio de 2015, 0,5 p.p. por debajo del nivel de fines de 2014. Esta disminución se reflejó principalmente en las EFNB y, en menor medida, en los bancos privados nacionales, grupos con mayor participación de las entidades en las que se definió el nuevo límite normativo.

**Gráfico V.24**  
**Exigencia de Capitales Mínimos Originada por Bonos Nacionales**



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

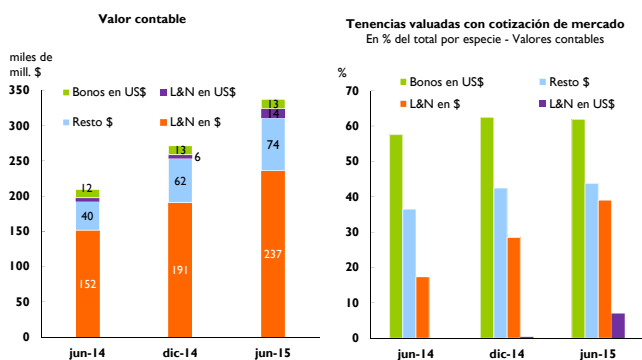
Entre las líneas de negocio, la banca minorista explicó la mitad del monto de los eventos de riesgo operacional del segundo trimestre de 2015, seguida de los servicios con tarjeta (ver Gráfico V.22). Ambas líneas de negocios aumentaron su importancia relativa con respecto a fines del año pasado, en detrimento de tesorería, ventas y creación de mercado. Entre los tipos de eventos, la ejecución, gestión y finalización de los procesos continuó teniendo la mayor relevancia, si bien se redujo a partir de un incremento en la ponderación de los eventos asociados a fraude externo y relaciones y seguridad laboral.

## V.4 Riesgo de mercado

Las variaciones adversas en los precios de los principales activos financieros pueden significar pérdidas que repercuten en la situación patrimonial de los bancos. Dada la estructura actual del balance del sistema financiero argentino, este riesgo permanece en valores acotados y posee baja relevancia dentro del mapa de riesgos que enfrentan los bancos. En particular, a mediados de año el valor a riesgo de mercado representó sólo 3,8% de la exigencia de capital total y 2,1% de la RPC (Responsabilidad Patrimonial Computable) del conjunto de entidades financieras (ver Gráfico V.23), evidenciándose un aumento en la primera parte de 2015 que estuvo explicado mayormente por el componente asociado a los bonos nacionales (a junio generaron 73% de la exigencia total por riesgo de mercado). Dentro de este grupo de activos, aquellos que son en pesos y que presentaron una duración modificada<sup>100</sup> inferior a 2,5 años explicaron principalmente el aumento en la exigencia de capital por riesgo de mercado, tanto en una comparación semestral como interanual (ver Gráfico V.24). Este desempeño se reflejó en todos los grupos de bancos.

**Gráfico V.25**

**Posición en Títulos Públicos y en Instrumentos de Regulación Monetaria en Cartera de los Bancos**

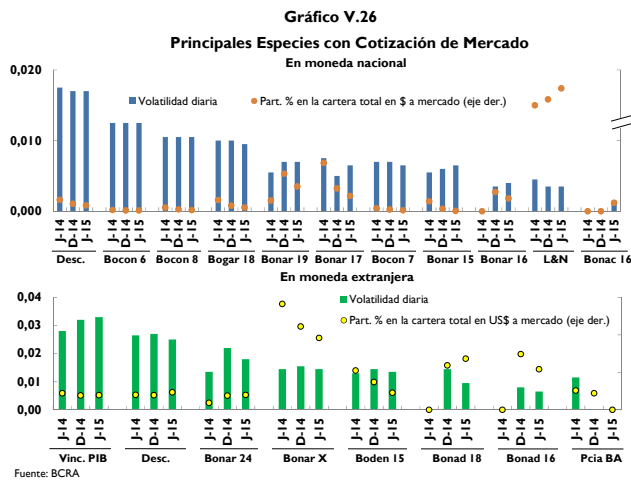


Fuente: BCRA

<sup>99</sup> Comunicación “A” 5737 y “A” 5746.

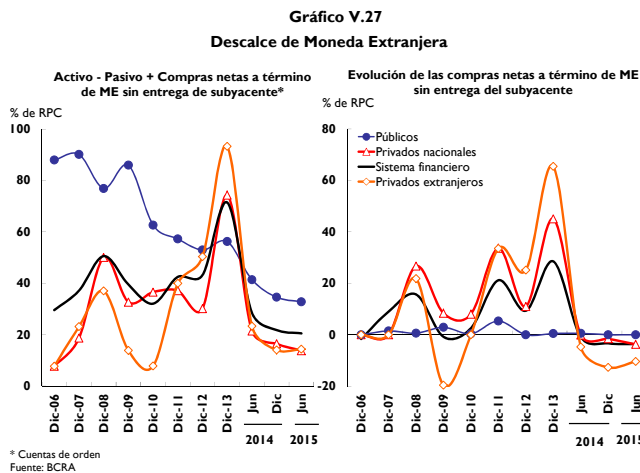
<sup>100</sup> Modified duration.



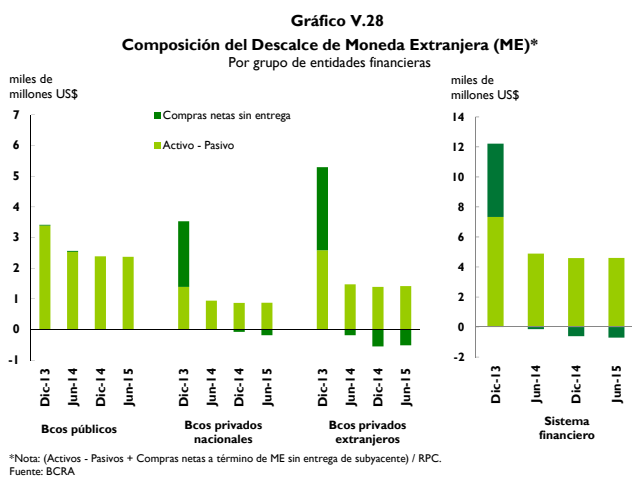


Desagregando los distintos tipos de activos financieros en términos de valor contable, tanto en la primera parte del año como en los últimos doce meses los instrumentos de regulación monetaria fueron los que evidenciaron el mayor crecimiento en la cartera de los bancos (ver Gráfico V.25). Más aún, la participación de letras del BCRA en pesos que se encuentran valuadas a precio de mercado aumentó 10,6 p.p. y 21,7 p.p. respecto a fines de 2014 y junio del año pasado, respectivamente. Por su parte, en relación a las volatilidades diarias de los instrumentos sobre los que se calculan la exigencia del riesgo de mercado, en la primera parte del año se observó un descenso en la mayoría de las principales especies en moneda extranjera, en tanto que la volatilidad de los instrumentos en moneda nacional presentó un comportamiento mixto (ver Gráfico V.26).

## V.5 Riesgo de moneda



El descalce activo de moneda extranjera del sistema financiero cayó levemente en la primera mitad del año. Tal descalce representó 20,5% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) en junio para el conjunto de entidades financieras<sup>101</sup>, 1,3 p.p. por debajo de fines de 2014 (ver Gráfico V.27). La disminución del período estuvo principalmente explicada por el crecimiento de la RPC. Todos los grupos de bancos continuaron evidenciando un descalce activo de moneda. En términos de la composición, los bancos privados mantuvieron una posición vendida a término de moneda en el primer semestre de 2015 (ver Gráfico V.28). En lo que respecta al descalce agregado, cabe considerar que la diferencia entre activos y pasivos en moneda extranjera representó 24,1% de la RPC al cierre del semestre, mientras que la posición vendida a término alcanzó 3,7% de la RPC.

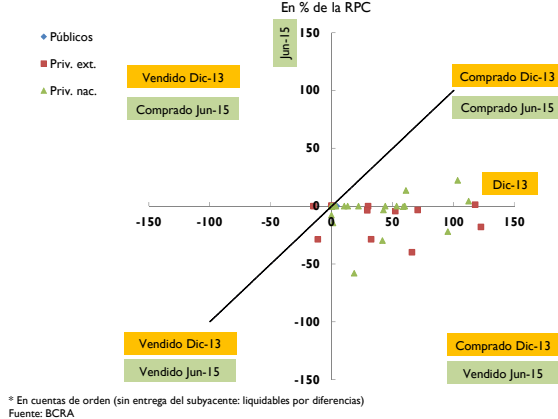


En comparación con la última parte de 2013, el descalce de moneda se redujo 51 p.p. de la RPC. Esta fuerte disminución se produjo en el marco de la entrada en vigencia de medidas macroprudenciales oportunamente impulsadas por el BCRA<sup>102</sup>. Complementariamente a estas medidas, cabe mencionar que los bancos locales deben verificar una exigencia de capital por riesgo de moneda. La mayor parte del cambio con respecto a 2013 se debió al efecto de la reversión de la posición a término de moneda del conjunto de bancos (ver Gráfico V.28). En particular, la mayoría de las entidades financieras que operaban contratos de moneda extranjera en los mercados a término presentaban una posición neta comprada en diciembre de 2013, en tanto que a mediados de 2015 gran

<sup>101</sup> Este descalce no considera exactamente la definición normativa de la PGNME (principalmente al no considerar ampliaciones regulatorias al límite ni franquicias otorgadas).

<sup>102</sup> Se destacó la reintroducción del tope a la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGNME) positiva y el límite a posición neta comprada de moneda extranjera a término de cada entidad.

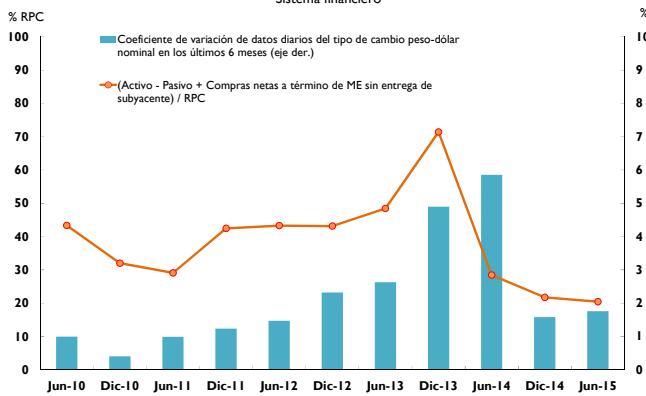
**Gráfico V.29**  
Compras - Ventas a Término de Moneda Extranjera (ME)\*  
En % de la RPC



\* En cuentas de orden (sin entrega del subyacente: liquidables por diferencias)  
Fuente: BCRA

**Gráfico V.30**

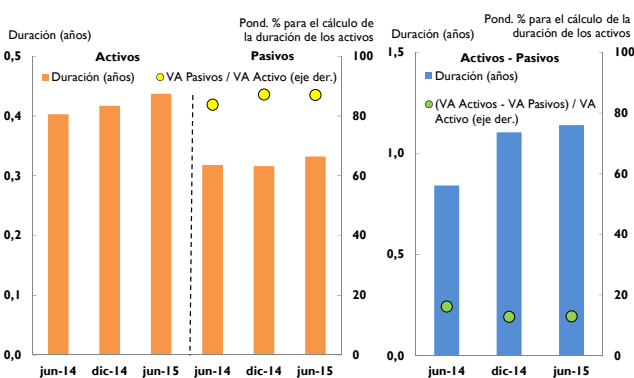
Descalce de Moneda Extranjera y Volatilidad del Tipo de Cambio Nominal  
Sistema financiero



Fuente: BCRA

**Gráfico V.31**

Duración Estimada para la Cartera en Moneda Nacional Que No Está Valuada a Precio de Mercado



Fuente: BCRA

parte de esos bancos verificaban una posición neta neutra o vendida a término<sup>103</sup> (ver Gráfico V.29).

Esta menor exposición al riesgo de moneda extranjera se produjo en el marco de una acotada volatilidad del tipo de cambio peso-dólar a lo largo del primer semestre (ver Gráfico V.30). A partir de esto, en el comienzo de 2015 el sistema financiero no evidenció cambios patrimoniales de magnitud reflejados en los rubros correspondientes del cuadro de resultados —diferencias de cotización y ajustes por operaciones a término de moneda extranjera— (ver Capítulo IV).

## V.6 Riesgo de tasa de interés

El riesgo implícito existente en un balance con activos de mayor duración que los pasivos y concertados principalmente a tasa de interés fija se denomina riesgo de tasa de interés. Desde comienzos de 2013, y en sintonía con los estándares internacionales, este riesgo pasó a ser un requisito del Pilar 2 de las recomendaciones de Basilea, vinculados al proceso de examen del supervisor. Entre otras responsabilidades las entidades deben contar con modelos internos que midan la suficiencia de capital en relación al riesgo de tasa de interés que asuman —válido también para los distintos riesgos que enfrentan los bancos—. Dentro de sus facultades el supervisor podrá exigir, en caso de ser necesario, que se reduzca la exposición al riesgo o se incremente el capital.

En base la información disponible, el riesgo de tasa de interés que afronta el conjunto de entidades financieras no presentó cambios de magnitud en los últimos seis meses (ver Gráfico V.31), es decir la sensibilidad de la cartera que no posee cotización de mercado<sup>104</sup> frente a cambios en las tasas de interés se mantuvo prácticamente estable. En particular, la duración<sup>105</sup> estimada de la cartera activa neta de pasivos que no está valuada a precio de mercado se ubicó en 1,1 años, registro similar al evidenciado a fines de 2014. En la primera mitad del año el conjunto de bancos no observó una variación relevante en su estructura temporal de flujos futuros de fondos. De este modo, tanto los activos como los pasivos sin cotización habitual presentaron un aumento similar en el plazo promedio en el período.

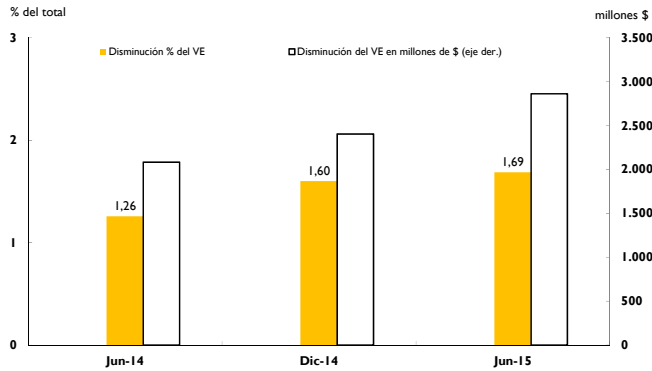
Para monitorear y llevar una mejor gestión del riesgo de tasa de interés, el BCRA estableció dos criterios que permiten dimensionar el impacto patrimonial que puede

<sup>103</sup> Con referencia a las operaciones a término de moneda extranjera, cabe destacar que del total de entidades activas a mediados de 2015 28 de ellas efectuaban tales transacciones, siendo en su mayoría bancos privados. Los contratos transados en diversos ámbitos —ROFEX, MAE o directamente con clientes— por las entidades presentaban un plazo promedio de entre 4 y 5 meses y, en su mayoría, se trataba de operaciones con el fin de intermediación y, en menor medida, con el objetivo de obtener una cobertura.

<sup>104</sup> Normalmente denominada *banking book*.

<sup>105</sup> *Duration*.

**Gráfico V.32**  
**Reducción Estimada en el Valor Económico (VE) por una Suba en la Tasa de Interés**  
 Sistema financiero - Partidas en moneda nacional y extranjera - Por una suba de 200 pbs. en las tasas



materializarse ante un escenario de movimientos adversos en las principales tasas de interés; uno de ellos mide el cambio en el valor económico frente a un eventual aumento de 200 puntos básicos en las tasas de interés<sup>106</sup>. Considerando este ejercicio hipotético y dada la estructura de los activos y los pasivos del conjunto de bancos a mediados de 2015, se estima que el valor económico<sup>107</sup> se hubiese reducido 1,69%, levemente por encima del registro evidenciado para fines del año pasado (ver Gráfico V.32).

<sup>106</sup> Comunicación “A” 5398. El otro criterio que establece el BCRA se concentra en el cambio anual en las tasas de interés observado en el percentil 99 de la distribución móvil de los últimos cinco años. Según este criterio el valor económico del sistema financiero se hubiese reducido 7,2%, ligeramente por encima del nivel de diciembre de 2014.

<sup>107</sup> Valor descontado de los flujos de fondos informados por el conjunto de entidades financieras correspondiente a la cartera neta (activos – pasivos) que no está valuada a precio de mercado.

## *Apartado 4 / Alcance de la Banca en la Sombra a Nivel Internacional*

**La crisis financiera internacional iniciada en 2007 expuso un conjunto de riesgos asociados a los procesos de desregulación financiera llevados adelante en décadas pasadas, que dieron lugar al surgimiento de innovaciones que no fueron adecuadamente monitoreadas y reguladas. El crecimiento que observó el sistema financiero en la sombra hasta ese momento, de forma paralela al sector bancario tradicional regulado, fue una importante fuente de vulnerabilidades sistémicas. Como respuesta, en los últimos años los miembros del G20 avanzaron para lograr mensurar más adecuadamente a la banca en la sombra, al tiempo de proveer un mayor grado de transparencia en su funcionamiento, tanto en economías desarrolladas (en las que fueron ejes centrales de la crisis) como en las emergentes. En Argentina, este tipo de intermediarios presenta un tamaño relativamente reducido, limitando sus implicancias como factor de riesgo a la estabilidad financiera**

La banca en la sombra (BS) —conocido en inglés como *shadow banking*— generalmente se puede describir como aquella intermediación financiera canalizada fuera del sistema bancario tradicional. Este tipo de intermediarios puede abarcar desde pequeñas entidades de crédito, pasando por Fondos Comunes de Inversión, hasta *hedge funds* y su importancia relativa dependerá de cada país. Si bien la banca en la sombra puede proporcionar una fuente alternativa de recursos financieros para empresas y familias (especialmente a aquellos segmentos que de otra forma no tendrían acceso al crédito bancario), al igual que brindar nuevas alternativas de inversión y herramientas para realizar una mejor administración de riesgos por parte de los inversores, con la crisis internacional quedó en evidencia que pueden convertirse en una importante fuente de riesgos sistémicos. Estos riesgos se potencian cuando se asumen excesivos descargos en la transformación de plazos, altos niveles de apalancamiento, prácticas contables poco transparentes, en un contexto en que se construyen fuertes lazos de interconexión con el sistema bancario tradicional. La banca en la sombra también puede crear oportunidades de arbitraje dado que generalmente son segmentos sujetos a marcos regulatorios laxos hasta incluso inexistentes, incentivando así la elusión de las regulaciones bancarias que precisamente están destinadas a evitar y contener la acumulación de riesgos financieros.

En el caso puntual de la crisis internacional que tuvo inicio en 2007, los riesgos vinculados a la BS comenzaron a salir a la luz en momentos en que se verificó un fuerte aumento de la aversión al riesgo a nivel global,

situación que llevó a un retiro masivo de fondos de ciertas posiciones consideradas especulativas. A fin de cubrir estas salidas, los participantes de la BS tuvieron que realizar significativas ventas de activos con el consecuente impacto negativo en sus cotizaciones, erosionando así los balances de estas entidades y de sus principales accionistas (p.e. bancos). De esta manera, el accionar de la BS (con altos niveles de interconexión con los bancos tradicionales —entre los que se destacaron las líneas contingentes de liquidez—, balances y estructuras de gobierno opacas, y sin acceso a los mecanismos de liquidez provistos por los Bancos Centrales) potenció el escenario de incertidumbre financiera. Este contexto llevó a que las autoridades de las economías avanzadas tuvieran que utilizar sus fuentes de liquidez para rescatar entidades financieras y así atemperar los efectos de una crisis que tomó dimensiones sistémicas.

Como respuesta a esta situación, en la Cumbre de Seúl de noviembre de 2010 los miembros del G20 acordaron "el fortalecimiento de la regulación y la supervisión de la banca en la sombra" y pidieron al Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) —en colaboración con otros organismos internacionales— elaborar recomendaciones para fortalecer su supervisión y regulación. En particular, el FSB diseñó en 2011 una lista de recomendaciones iniciales para mejorar la supervisión y regulación de la BS. El primer paso fue coordinar un ejercicio anual de recolección de datos, con el objetivo de su agregación y posterior análisis de los riesgos sistémicos de la BS. Este ejercicio que se comenzó a llevar adelante en 2012, para 2015 alcanzó a cubrir 26 jurisdicciones que representaron aproximadamente 81% del PIB mundial y 89% de los activos del sistema financiero internacional.

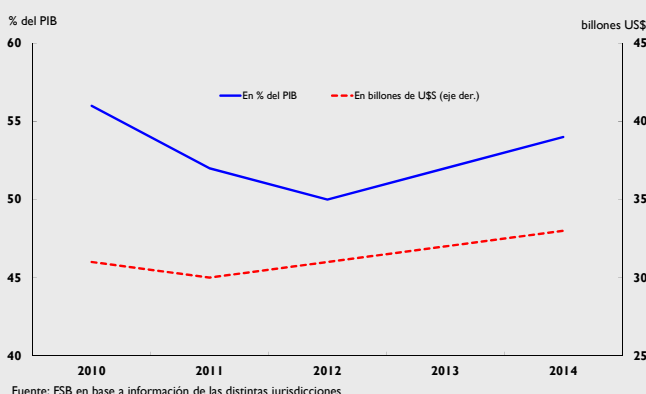
El objetivo principal del mencionado ejercicio fue construir un mapa global que permitiera consolidar de manera homogénea la información disponible sobre los activos de los intermediarios bancarios y no bancarios de cada país miembro del FSB. Con esto se buscó garantizar que la recolección y el monitoreo de los datos contemple la BS, y de esta manera poder contar con un mayor conocimiento sobre sus potenciales riesgos asociados, y así poder avanzar en el fortalecimiento de su supervisión y regulación.

Del ejercicio llevado adelante por el FSB en 2015 (con datos a 2014) se desprende que los activos financieros clasificados como BS alcanzaron aproximadamente US\$33 billones en el agregado de las 26 jurisdicciones

analizadas. Esta magnitud presenta una tendencia gradualmente creciente en los últimos años.

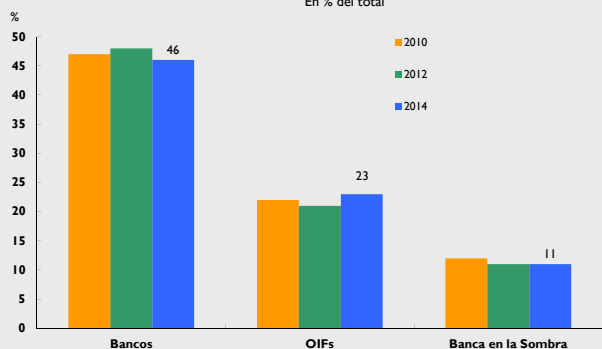
Considerando la información hasta el momento recolectada por el FSB, en líneas generales se puede observar cierta correlación positiva entre el incremento de la BS y el crecimiento económico de los países, situación que no implica causalidad. Más aún, la BS se ha expandido a una mayor velocidad que la economía global, pasando a representar 54% del PIB global en 2014 (50% en 2012) (ver Gráfico A.4.1). Por otro lado, el tamaño de la BS se ha mantenido relativamente constante respecto al a los activos financieros totales en torno al 11% del mismo (ver Gráfico A.4.2)

**Gráfico A.4.1**  
Banca en la Sombra a Nivel Internacional



Fuente: FSB en base a información de las distintas jurisdicciones

**Gráfico A.4.2**  
Composición del Total de Activos Financieros  
En % del total



Nota: OIFs (Otros Intermediarios Financieros)

Fuente: FSB en base a información de las distintas jurisdicciones

Cabe considerar que existe una gran heterogeneidad en las características de la BS entre países. EEUU continúa representando más del 40% de los activos del SBS global, alcanzando US\$13,9 billones en 2014. Japón y China ocupan el segundo y tercer lugar con US\$3,2 y US\$3,0 billones respectivamente. El conjunto de la Zona Euro concentró el 22% de los activos del SBS para el último año que se dispone información. En términos del PIB, en Irlanda, Países Bajos y EEUU el SBS totalizó 466%, 108% y 80% respectivamente, mientras que en países como Argentina, Brasil, Indonesia, Rusia, Arabia

Saudita, Singapur y Turquía representa menos del 10% del producto. En prácticamente todas las jurisdicciones que informan al FSB el sector bancario supera significativamente en tamaño a la banca en la sombra.

En las economías emergentes (EMEs) la banca tradicional domina, en general, la intermediación financiera, superando la profundidad del financiamiento a través de los mercados capitales. En estas economías la naturaleza de la BS plantea desafíos diferentes a aquellos existentes en los países avanzados, ya que tiende a presentar mercados e instrumentos financieros menos sofisticados así como un menor tamaño. En general se compone de instituciones que se centran en la provisión de fuentes alternativas de financiamiento como son las empresas de *leasing* y *factoring*, las cooperativas de crédito, las compañías de microfinanzas, entre otras. Si bien la BS de los EMEs muestra una tasa de crecimiento significativa en los últimos períodos, también es cierto que lo hacen desde un nivel inicial muy bajo.

En el caso puntual de Argentina, el BS tiene un tamaño relativamente bajo: la magnitud de este tipo de intermediación financiera llegó a US\$32.170 millones o 6,3% del PIB en 2014, con un incremento de 15,5% respecto al año anterior. La parte mayoritaria —47% del total— corresponde a Fondos Comunes de Inversión (FCI). El segundo rubro en importancia los constituyen los fideicomisos (32% del total), seguidos de las tarjetas de crédito del sistema cerrado (no bancarias) con un 12%, las cooperativas y las mutuales con un 8% y las compañías de *leasing* y *factoring* con 1%. Hay que destacar que si bien siguiendo la definición del FSB estos activos se consideran dentro de la BS, no necesariamente esto implica que sean sectores que carecen de regulación. Por ejemplo, los FCI y los fideicomisos están regulados por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y las cooperativas y mutuales están bajo la órbita del Instituto Nacional de Asociativismo y Economía Social (INAES), mientras que el BCRA interviene regulatoriamente cuando dichas instituciones se relacionan con las entidades financieras. En este sentido, para el caso particular de los fideicomisos financieros, dado que las entidades financieras reguladas por el BCRA suelen mantener una parte de los instrumentos emitidos, en los últimos años esta Institución fortaleció la cobertura de este potencial riesgo de interconexión, estableciendo que los bancos deban mantener capital en términos de la cantidad total de créditos transferidos a un fideicomiso financiero y no solamente sobre sus tenencias de balance. Por su parte, en 2014 el BCRA reguló el acceso al financiamiento bancario de los proveedores no financieros de crédito (incluyendo las asociaciones mutuales, las cooperativas y las emisoras de tarjetas de crédito o compra, entre otros prestadores), los que deben registrarse en el BCRA y suministrar información (en particular de las tasas de

interés pactadas en sus operaciones); caso contrario, se restringe su acceso al fondeo bancario.

Más aún, si bien la interconexión entre los diferentes segmentos del sector financiero local ha aumentado en los últimos años, también lo ha hecho la capacidad del BCRA y de la CNV para controlar la exposición al riesgo sistémico. En este sentido, los mencionados organismos han venido trabajando junto con otros reguladores como la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) con el fin de identificar, medir correctamente y mitigar eventuales fuentes de riesgo sistémico que puedan surgir. En este contexto, el BCRA recopila periódicamente información que comparte con otras autoridades locales (otros reguladores y el Ministerio de Economía) y con los reguladores extranjeros. El BCRA ha firmado acuerdos de cooperación e intercambio de información con la CNV y la SSN, en los que mutuamente se comprometen a facilitar la información pertinente. Estos acuerdos están dirigidos a contribuir al cumplimiento de sus respectivas funciones y la promoción de un adecuado funcionamiento de las instituciones financieras, así como también de los mercados de capitales y de seguros.

En suma, la BS en Argentina tiene características diferenciales, así como una complejidad y magnitud significativamente menor a la de los países avanzados, siendo estos últimos factores los que originaron la respuesta regulatoria por parte de los países del G20. Este marco, sumado a su pequeño tamaño relativo al PIB y a la capacidad de monitoreo de las agencias de regulación y supervisión locales, permiten delinear un muy bajo riesgo de la BS sobre las condiciones locales de estabilidad financiera. No obstante ello, el BCRA continuará monitoreando no solo la interconexión entre la banca convencional y la banca en la sombra sino también todas las formas de intermediación financiera con el objetivo de detectar a tiempo la aparición de vulnerabilidades e indicios de acumulación de riesgo sistémico para la estabilidad financiera en Argentina.





## VI. Sistema de Pagos

### Síntesis

A lo largo de 2015 el BCRA continuó propiciando la modernización del Sistema Nacional de Pagos (SNP). Para lograr este objetivo, continuó implementando medidas destinadas a brindar medios de pago más seguros y ágiles que promuevan una mayor inclusión financiera. En este escenario, sigue expandiéndose el uso de los medios de pago electrónicos alternativos al efectivo en las transacciones de la economía.

En los primeros siete meses de 2015 la cantidad de transferencias bancarias de terceros continuó incrementándose, registrando una variación positiva interanual de 26,1% en el acumulado (39,6% en valor). Este crecimiento fue mayoritariamente explicado por las transferencias inmediatas de fondos —modalidad normativamente promovida por el BCRA— que aumentaron 33,6% en 2015 (desempeño 10 p.p. superior al del año anterior). Las operaciones mediante homebanking siguen representando más de dos terceras partes del total transferencias inmediatas (47% en valor), observándose en el margen un gradual crecimiento de la ponderación de las operaciones mediante banca móvil, aunque aún desde niveles bajos.

A principios de 2015 el BCRA extendió a \$50.000 el límite diario de transferencias electrónicas sin costo alguno para el usuario. Así, entre enero y julio de 2015 aproximadamente el 98% de las transferencias inmediatas realizadas fueron gratuitas, por encima de las proporciones de años anteriores. Asimismo se extendió la gratuidad a aquellas operaciones efectuadas por ventanilla y se incluyó a las operaciones en moneda extranjera a este esquema de costos.

Además, en julio de 2015 el BCRA estableció que las entidades financieras deben admitir cursar transferencias inmediatas de fondos originadas en cajeros automáticos como mínimo por hasta \$50.000 —por día y por cuenta— (anteriormente el límite era de \$20.000) y US\$5.000 para las operaciones en dólares (antes US\$2.500). Adicionalmente se habilitaron las transferencias inmediatas en euros.

Si bien los cheques siguen siendo un instrumento de pago y transferencia con una alta ponderación, continúa verificándose una gradual reducción en su utilización. En el acumulado enero-julio de este año el número de cheques compensados registró una disminución de poco más de 2% respecto a igual período de 2014, mientras que en términos de valores se verificó una disminución en términos del PIB (ubicándose en el acumulado de doce meses en poco más de 43% del producto, 0,7 p.p. y 2,4 p.p. menos que en todo 2013 y 2011 respectivamente). Si se consideran las distintas herramientas de pago alternativas al efectivo, se observa que las transferencias inmediatas ganan participación en términos de la cantidad total de operaciones (desde niveles inferiores a los cheques).

El BCRA siguió avanzando en la modernización del SNP. En lo que se refiere a los procedimientos de compensación de cheques, se simplificó el circuito de intercambio de imágenes de documentos rechazados. A partir de las facultades adicionales otorgadas al BCRA por su nueva Carta Orgánica, recientemente se comenzó a regular la actividad de transporte de caudales. Por su parte, se avanzó en la implementación de los Principios Básicos para las Infraestructuras del Mercado Financiero.

Gráfico VI.1  
Transferencias Inmediatas

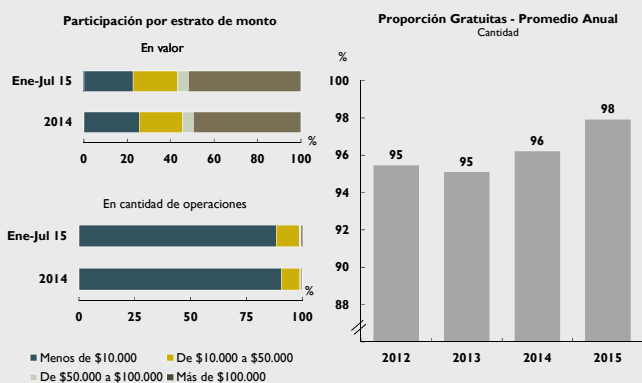
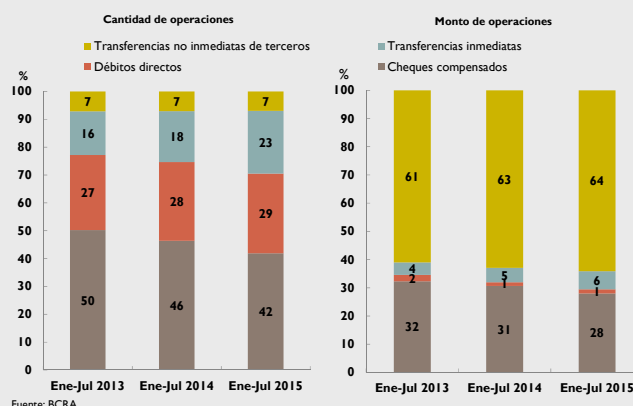


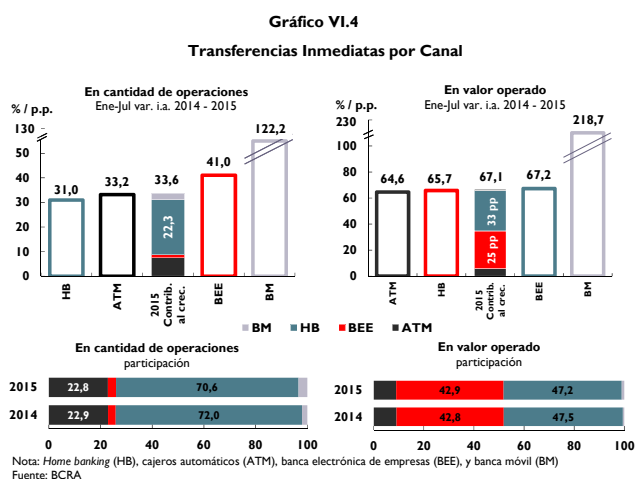
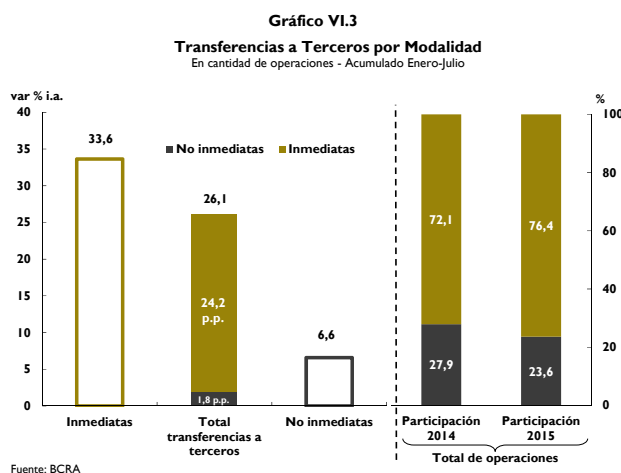
Gráfico VI.2  
Utilización de Distintos Medios de Pago Alternativos al Efectivo



## VI.1 El Sistema Nacional de Pagos

El BCRA continúa implementando medidas con el objetivo de dotar a la economía de medios de pago más seguros, ágiles y que promuevan una mayor inclusión financiera. Así, desde esta Institución se sigue impulsando una mayor modernización del Sistema Nacional de Pagos (SNP) para propiciar una creciente utilización de los medios de pago electrónicos alternativos al dinero en efectivo.

En 2015 continuó expandiéndose la utilización de las transferencias bancarias a terceros<sup>108</sup>. En el acumulado de enero-julio de este año la cantidad de transferencias verificó un incremento interanual de 26,1% —39,6% en valor— con respecto a igual período de 2014 (ver Gráfico VI.3), superando el dinamismo evidenciado el año anterior. El aumento en el número de transferencias a terceros fue principalmente explicado por aquellas que se encuentran bajo la modalidad inmediata<sup>109</sup>, que crecieron 33,6% i.a. en el acumulado enero-julio (dinamismo casi 10 p.p. superior al de 2014). De esta manera, las transferencias inmediatas explicaron casi 93% del crecimiento interanual de la cantidad total de transferencias a terceros en los primeros meses del año, ampliando así su participación en el total de estas operaciones hasta representar más de tres cuartas partes del total (aumentando más de 4,7 p.p. i.a.).



En la primera parte del año las transferencias inmediatas instrumentadas a través de *homebanking* evidenciaron un aumento interanual levemente menor al de los restantes canales disponibles (cajeros automáticos, banca de empresas y banca móvil) (ver Gráfico VI.4). No obstante, las operaciones mediante *homebanking* siguen representando más de dos terceras partes del total de transferencias inmediatas (47% en términos de valor). Por su parte, mientras que la modalidad cajeros<sup>110</sup> mantuvo prácticamente sin cambios su participación en las vías de transferencias inmediatas (22,8% del total de las operaciones), la banca móvil aumentó casi 1,4 p.p. su ponderación hasta alcanzar 3,4% del total de transferencias instantáneas, como resultado de su destacado crecimiento (122% interanual en su número de transacciones).

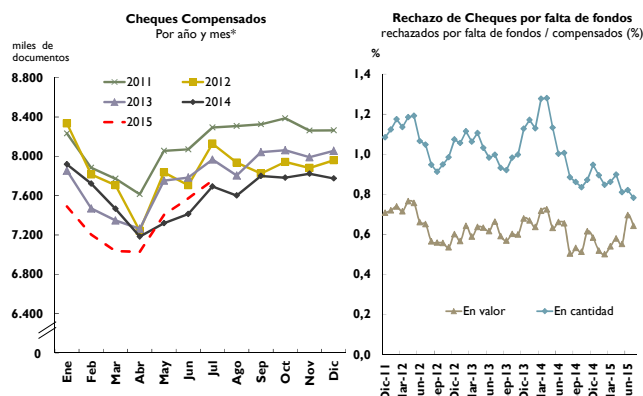
A principios de 2015 el BCRA extendió a \$50.000 el límite diario de transferencias electrónicas a realizarse sin costo alguno para el usuario, desde septiembre de 2013 este monto era \$20.000. De esta manera, entre enero y julio de 2015 aproximadamente el 98% de las

<sup>108</sup> Las transferencias a terceros son aquellas libradas por los bancos por cuenta y orden de los clientes. No incluyen transferencias tales como: pago de sueldos, pago a proveedores, asignaciones familiares, pagos previsionales, pago de impuestos, pagos judiciales y embargos.

<sup>109</sup> Se trata de las transferencias con acreditación en línea cursadas por los canales: *homebanking*, cajeros automáticos y terminales autoservicio (ATM), banca electrónica de empresas y banca móvil.

<sup>110</sup> Comprende cajeros automáticos y terminales autoservicio.

**Gráfico VI.5**  
**Cheques**



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

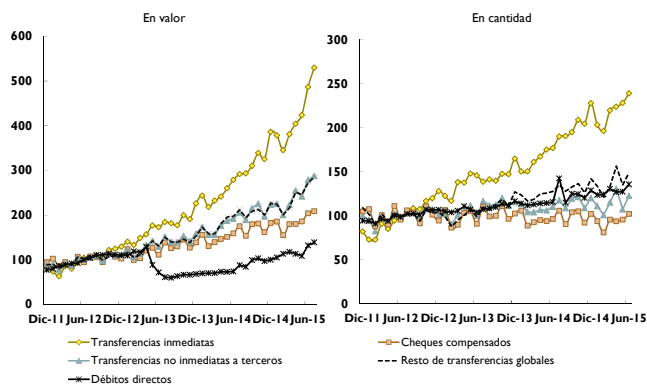
transferencias inmediatas realizadas por medios electrónicos fueron gratuitas (ver Gráfico VI.1), por encima de las proporciones de años anteriores. Asimismo, en 2015 esta Institución extendió la gratuidad a aquellas operaciones efectuadas por ventanilla (con igual monto máximo)<sup>111</sup>, e incluyó a las operaciones en moneda extranjera a dicho esquema de costos.

Además de rediseñar el esquema de comisiones para transferencias, en julio el BCRA estableció que las entidades financieras deben admitir cursar transferencias de fondos de manera inmediata a través de cajeros automáticos —por día y por cuenta— como mínimo por hasta \$50.000 (hasta ese momento el límite era de \$20.000)<sup>112</sup> y US\$5.000 para las operaciones en dólares (antes US\$2.500). Además, se habilitaron recientemente las transferencias inmediatas en euros, por hasta €5.000 mediante cajeros y €2.500 vía *homebanking*.

En el acumulado enero-julio de este año el número de cheques compensados registró una disminución de poco más de 2% respecto a igual período de 2014 (ver Gráfico VI.5), presentando una caída en el ratio de rechazo de cheques por falta de fondos en igual período —el rechazo aumentó levemente considerando el valor de los montos transados, aunque manteniéndose en valores reducidos—. Si bien en términos de valores de cheques compensados se verificó un crecimiento en igual período (casi 23%), estos instrumentos evidencian cierta reducción de su participación relativa en los medios de pago utilizados, tal como se observa en su relación respecto al PIB (ubicándose en el acumulado de doce meses en poco más de 43% del producto, 0,7 p.p. y 2,4 p.p. menos que en todo 2013 y 2011 respectivamente). Esta tendencia declinante está en línea con lo ocurrido en años anteriores, y se encuentra en parte originada en el mayor uso de los medios electrónicos de pago disponibles.

**Gráfico VI.6**

**Evolución de la Utilización de Distintos Medios de Pago Alternativos al Efectivo**  
número índice base: 2012 = 100



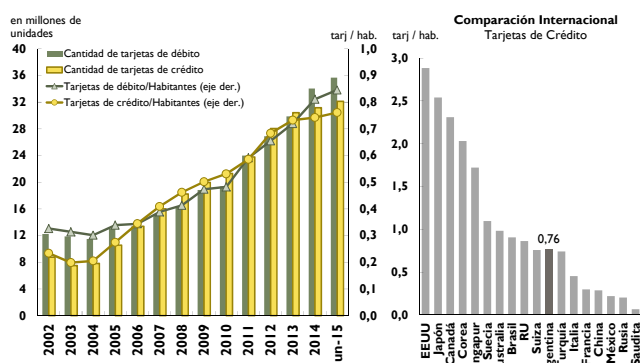
Fuente: BCRA

Como se viene mencionando en ediciones anteriores de este Boletín, se sigue verificando una marcada expansión relativa de las transferencias inmediatas a terceros en el margen —tanto en términos de cantidades como de valores— (ver Gráfico VI.6), por sobre la evolución de las transferencias a terceros no inmediatas, los cheques y los débitos directos. Esta evolución es el reflejo de las ventajas que brinda la utilización de las transferencias inmediatas como instrumento para realizar transacciones en la economía, en términos de la simpleza de su operatoria y la seguridad que brinda en la canalización de fondos dada su acreditación en línea. Como resultado, las transferencias inmediatas ganan participación en el

<sup>111</sup> Comunicación “A” 5718 y Comunicado “P” 50526.

<sup>112</sup> Comunicación “A” 5778 y “A” 5780

**Gráfico VI.7**  
**Tarjetas de Crédito y Débito**



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

total de alternativas de pago distintas al efectivo a disposición de la población, alcanzando 23% del total de operaciones realizadas en lo que va de 2015, casi 7 p.p. más que en igual período de 2013 (ver Gráfico VI.2). Como contrapartida fue reduciéndose la ponderación de la utilización de cheques con una caída de más de 8 p.p. en igual período, si bien sigue siendo la herramienta de pago con mayor participación en la cantidad total de las alternativas analizadas (42% del total), seguida por los débitos directos (28,7% del total, con un gradual incremento en los últimos años) y las transferencias no inmediatas de terceros (7%). Este último instrumento<sup>113</sup> se destaca en términos del valor de las operaciones (64% del total), seguido de los cheques (28%) que también pierden ponderación respecto a años anteriores, dando lugar a un paulatino crecimiento en las transferencias inmediatas (6,4% del total).

En lo que va de 2015 las cantidades de tarjetas de crédito y débito mantuvieron su expansión, con un crecimiento de 8,1%a. en el semestre, variación porcentual que supera significativamente a la evidenciada en igual período de 2014 (4,6%a.). Dos terceras partes del aumento en la primera parte de 2015 se encontraron explicadas por el desempeño de las tarjetas de débito que aumentaron 9,8%a. (más que duplicando el dinamismo observado en el primer semestre del año pasado —4%a.—), mientras que las tarjetas de crédito lo hicieron en 6,2%a. (variación levemente por encima de la de igual período de 2014) (ver Gráfico VI.7). Los bancos públicos continuaron propiciando la ampliación en la disponibilidad de las tarjetas de débito, mientras que los privados dieron lugar a la mayor parte del impulso observado por las de crédito. Ambos tipos de tarjetas continúan incrementando sus ratios respecto a la población total, registrando una cantidad de tarjetas por habitante de 0,85 para las de débito y 0,76 para las de crédito, valores que aproximadamente duplican a los observados en 2007/2008.

La cantidad de transacciones canalizadas a través del Medio Electrónico de Pagos (MEP)<sup>114</sup> registró entre enero y julio de este año un crecimiento interanual de 3,8% —44,7% en términos de valores—, sosteniendo la expansión observada en períodos anteriores. Se estima que el monto total operado vía MEP totalizó aproximadamente 310% del PIB en julio de 2015 —acumulado doce meses— (ver Gráfico VI.8), evidenciando un sostenido crecimiento.

<sup>113</sup> Generalmente utilizado por empresas para realizar transferencias de montos de magnitud.

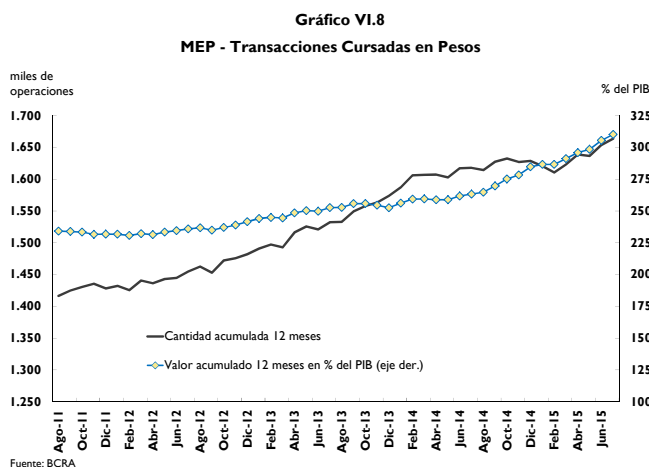
<sup>114</sup> El sistema MEP es operado por el BCRA, las entidades financieras y las Cámaras Electrónicas de Compensación (C.E.C.). Permite que las entidades financieras realicen transferencias en tiempo real a través de las cuentas corrientes que tienen registradas en el BCRA, pudiendo disponer en el mismo momento información acerca de los saldos disponibles en cada una de sus cuentas.

## VI.2 Modernización del Sistema de Pagos

En abril pasado el BCRA avanzó en la optimización del circuito de intercambio de imágenes de cheques rechazados<sup>115</sup> por los motivos que requieren ser informados a la Central de Cheques Rechazados del BCRA<sup>116</sup> (falta de fondos y vicios formales en su confección). Anteriormente la entidad depositaria tenía la responsabilidad de la remisión de la imagen a la entidad girada. A partir de la modificación aplicada, las imágenes son obtenidas por la Cámara Electrónica de Compensación del Reservorio de Imágenes que administra y enviadas a las entidades giradas. De esta manera se ha simplificado sensiblemente el circuito, disminuyendo tareas para las entidades depositarias, logrando así agilizar la gestión y mejorar la eficiencia.

En términos de los estándares internacionales, se avanzó en la implementación de los Principios Básicos para las Infraestructuras del Mercado Financiero<sup>117</sup>. En particular, se cumplimentó la etapa de autoevaluación de las Infraestructuras del Mercado Financiero sistémicamente importantes (IMFs) que se encuentran bajo la órbita del BCRA y, posteriormente, se emitió la normativa<sup>118</sup> que establece el proceso para identificar debilidades y oportunidades de mejora. En ese marco, se definieron los mecanismos de autoevaluación, adecuación y divulgación que deberá ser adoptado por las IMFs con el fin de prevenir riesgos y profundizar su transparencia informativa. Asimismo, se ha establecido la nómina inicial de las IMFs que deberán cumplir con los referidos principios en el marco de una revisión integral periódica y teniendo en cuenta los lineamientos establecidos en la mencionada normativa<sup>119</sup>. De esta manera, el BCRA se ha constituido en uno de los primeros bancos centrales del mundo en la adopción formal de los citados principios.

A partir de las facultades adicionales otorgadas al BCRA en el marco de la su nueva Carta Orgánica promulgada a principios de 2012, recientemente se comenzó a regular la actividad de transporte de caudales<sup>120</sup>. Hasta la mencionada normativa esta actividad estaba bajo las normas segmentadas dictadas por distintas autoridades públicas en aspectos particulares de su competencia. En esta nueva normativa se ha incluido la definición de los sujetos alcanzados, diferenciando a los prestadores de servicio de



<sup>115</sup> Comunicación "B" 10988

<sup>116</sup> Texto Ordenado "Central de Información"

<sup>117</sup> Emanados del Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) del Banco de Pagos Internacionales (BIS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

<sup>118</sup> Comunicación "A" 5775

<sup>119</sup> Comunicación "B" 11056

<sup>120</sup> Comunicación "A" 5792

aquellas entidades que lo hacen por cuenta propia. Asimismo se describen los servicios que podrán prestar y las condiciones que deben cumplir para funcionar. Adicionalmente se han descripto las tareas de supervisión, vigilancia y auditoría a realizar por el BCRA sobre la actividad, así como el régimen informativo a implementar y las sanciones que pudieran haber. A través de esta normativa se ha extendido la aplicación de las disposiciones de la Ley de Entidades Financieras a las Prestadoras de Servicios de Transporte de Valores.

Por otro lado, el BCRA sigue trabajando en pos de la modernización de la estructura de pagos de Argentina, a partir de un proyecto de creación de un Sistema Integrado de Pagos (SIP), que tenga como premisas la estandarización y la integración, promoviendo la interoperabilidad y posibilitando así crear un acceso abierto a los mercados para los distintos proveedores de servicios de pago. Este objetivo está siendo abordado en el ámbito de la Comisión Interbancaria para Medios de Pago de la República Argentina (CIMPRA), contemplando el fomento de la cooperación y la competencia de acuerdo con las mejores prácticas.

# A nexo Estadístico\* – Sistema Financiero

**Cuadro 1 | Indicadores de solidez**

En %	Dic 2005	Dic 2006	Dic 2007	Dic 2008	Dic 2009	Dic 2010	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Jun 2014	Dic 2014	Jun 2015
1.- Liquidez	20,1	22,5	23,0	27,9	28,6	28,0	24,7	26,8	26,8	24,5	26,2	22,4
2.- Crédito al sector público	31,5	22,5	16,3	12,7	14,4	12,1	10,7	9,7	9,4	9,2	9,0	9,5
3.- Crédito al sector privado	25,8	31,0	38,2	39,4	38,3	39,8	47,4	49,5	50,9	47,7	45,8	46,2
4.- Irregularidad de cartera privada	7,6	4,5	3,2	3,1	3,5	2,1	1,4	1,7	1,7	2,0	2,0	1,9
5.- Exposición patrimonial al sector privado	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-4,3	-3,1	-3,5	-2,9	-2,9	-2,8
6.- ROA	0,9	1,9	1,5	1,6	2,3	2,8	2,7	2,9	3,4	4,8	4,1	3,7
7.- ROE	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7	29,5	38,3	32,7	29,3
8.- Eficiencia	151	167	160	167	185	179	179	190	206	229	215	202
9a.- Integración de capital (pos-Com. A 5369)	-	-	-	-	-	-	-	-	13,6	14,1	14,7	14,5
9b.- Integración de capital (riesgo de crédito)	15,9	16,9	16,9	16,9	18,8	17,7	15,6	17,1	-	-	-	-
10a.- Integración de capital Nivel I (pos-Com. A 5369)	-	-	-	-	-	-	-	-	12,5	13,1	13,7	13,6
10b.- Integración de capital Nivel I (riesgo de crédito)	14,1	14,1	14,6	14,2	14,5	13,0	11,0	11,9	-	-	-	-
11.- Posición de capital	169	134	93	90	100	87	69	59	76	83	90	90

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

Fuente: BCRA

## Nota metodológica:

**1.-** (Integración de liquidez en BCRA en moneda nacional y extranjera + Otras disponibilidades en moneda nacional y extranjera + Saldo acreedor neto por operaciones de pases de las entidades financieras contra el BCRA utilizando LEBAC y NOBAC) / Depósitos totales; **2.-** (Posición en títulos públicos sin LEBAC ni NOBAC + Préstamos al sector público + Compensación a recibir + Títulos de deuda y Certificados de participación en fideicomisos financieros con título público de subyacente + Créditos diversos al sector público) / Activo total; **3.-** (Préstamos al sector privado no financiero + operaciones de *leasing*) / Activo total; **4.-** Cartera irregular del sector privado no financiero / Financiaciones al sector privado no financiero; **5.-** (Financiaciones al sector privado irregular - Previsiones de las financiaciones al sector privado) / Patrimonio neto. La cartera irregular incluye las financiaciones clasificadas en situación 3, 4, 5 y 6; **6.-** Resultado acumulado anual / Activo neteado promedio mensual - % anualizado; **7.-** Resultado acumulado anual / Patrimonio neto promedio mensual - % anualizado; **8.-** (Margen financiero (Resultado por intereses + Ajustes CER y CVS + Resultado por títulos valores + Diferencias de cotización + Otros resultados financieros) + Resultados por servicios) / Gastos de administración acumulado anual; **9a.-** Integración de capital (RPC) / Activos ponderados por riesgos totales según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos (Com. "A" 5369). Incluye franquicias; **9b.-** Integración de capital (RPC) / Activos ponderados por riesgo de crédito. Incluye franquicias; **10a.-** Integración de capital Nivel I (Patrimonio neto básico – Cuentas deducibles del patrimonio neto básico) / Activos ponderados por riesgos totales según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos (Com. "A" 5369); **10b.-** Integración de capital Nivel I (Patrimonio neto básico – Cuentas deducibles totales) / Activos ponderados por riesgo de crédito; **11.-** (Integración de capital - Exigencia de capital) / Exigencia de capital. Incluye franquicias.

\* Datos disponibles en formato Excel en [www.bcra.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	dic 13	jun 14	dic 14	jun 15	Variaciones (en %)	
										2015	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>1.004.892</b>	<b>1.143.608</b>	<b>1.340.548</b>	<b>1.513.104</b>	<b>12,9</b>	<b>32,3</b>
Disponibilidades <sup>1</sup>	58.676	71.067	93.085	104.389	148.254	200.925	187.058	234.283	220.858	-5,7	18,1
Títulos públicos	65.255	86.318	117.951	112.906	123.491	141.494	229.282	291.483	363.783	24,8	58,7
LEBAC/NOBAC	37.093	43.867	76.948	71.050	84.057	89.641	173.815	215.141	276.343	28,4	59,0
Tenencia por cartera propia	25.652	34.748	61.855	59.664	70.569	88.091	153.618	187.973	241.933	28,7	57,5
Por operaciones de pase activo <sup>2</sup>	11.442	9.119	15.093	11.386	13.488	1.550	20.197	27.168	34.410	26,7	70,4
Títulos privados	203	307	209	212	251	434	593	1.602	1.553	-3,1	161,7
Préstamos	154.719	169.868	230.127	332.317	433.925	563.344	598.476	666.260	760.163	14,1	27,0
Sector público	17.083	20.570	25.907	31.346	39.951	48.438	50.635	51.470	60.897	18,3	20,3
Sector privado	132.844	145.247	199.202	291.708	383.674	501.857	535.043	604.062	687.834	13,9	28,6
Sector financiero	4.793	4.052	5.018	9.263	10.299	13.049	12.798	10.729	11.432	6,6	-10,7
Previsiones por préstamos	-4.744	-5.824	-6.232	-7.173	-9.596	-13.117	-15.203	-17.054	-18.869	10,6	24,1
Otros créditos por intermediación financiera	38.152	33.498	39.009	40.805	38.769	42.435	67.591	74.383	87.959	18,3	30,1
ON y OS	912	1.146	1.433	1.657	2.255	5.421	4.716	5.853	4.853	-17,1	2,9
Fideicomisos sin cotización	5.714	5.942	6.824	7.967	10.822	12.656	12.888	12.759	12.173	-4,6	-5,5
Bienes en locación financiera (leasing)	3.935	2.933	3.936	6.222	7.203	9.460	9.933	10.578	11.484	8,6	15,6
Participación en otras sociedades	7.236	6.711	7.921	9.123	11.682	15.117	18.210	20.770	23.054	11,0	26,6
Bienes de uso y diversos	7.903	8.239	9.071	10.111	11.251	14.231	15.850	19.505	22.467	15,2	41,7
Filiales en el exterior	3.153	3.926	3.283	3.525	4.354	5.627	6.998	7.243	7.586	4,7	8,4
Otros activos	12.275	10.337	11.943	15.944	20.441	24.941	24.820	31.495	33.065	5,0	33,2
<b>Pasivo</b>	<b>305.382</b>	<b>339.047</b>	<b>452.752</b>	<b>558.264</b>	<b>699.205</b>	<b>883.091</b>	<b>997.373</b>	<b>1.172.335</b>	<b>1.322.333</b>	<b>12,8</b>	<b>32,6</b>
Depósitos	236.217	271.853	376.344	462.517	595.764	752.422	831.674	979.388	1.111.820	13,5	33,7
Sector público <sup>3</sup>	67.151	69.143	115.954	129.885	163.691	202.434	194.441	255.914	230.935	-9,8	18,8
Sector privado <sup>3</sup>	166.378	199.278	257.595	328.463	427.857	544.331	629.467	714.878	870.805	21,8	38,3
Cuenta corriente	39.619	45.752	61.306	76.804	103.192	125.237	138.108	166.663	183.768	10,3	33,1
Caja de ahorros	50.966	62.807	82.575	103.636	125.210	158.523	185.782	215.132	259.003	20,4	39,4
Plazo fijo	69.484	83.967	104.492	135.082	183.736	241.281	284.442	309.353	399.578	29,2	40,5
Otras obligaciones por intermediación financiera	57.662	52.114	60.029	76.038	75.106	92.634	123.371	138.058	157.069	13,8	27,3
Obligaciones interfinancieras	3.895	3.251	4.201	7.947	8.329	10.596	10.196	7.639	8.090	5,9	-20,7
Obligaciones con el BCRA	1.885	270	262	1.920	3.535	4.693	4.798	4.209	3.697	-12,2	-22,9
Obligaciones negociables	5.984	5.033	3.432	6.856	9.101	14.198	16.029	18.961	18.651	-1,6	16,4
Líneas de préstamos del exterior	4.541	3.369	3.897	6.467	4.992	6.328	10.995	10.106	15.564	54,0	41,6
Diversos	13.974	14.891	17.426	24.137	26.280	41.345	39.512	51.539	49.383	-4,2	25,0
Obligaciones subordinadas	1.763	1.922	2.165	2.065	2.647	3.425	4.049	4.445	4.903	10,3	21,1
Otros pasivos	9.740	13.159	14.213	17.644	25.688	34.610	38.279	50.444	48.542	-3,8	26,8
<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>121.800</b>	<b>146.235</b>	<b>168.213</b>	<b>190.770</b>	<b>13,4</b>	<b>30,5</b>
<b>Memo</b>											
<b>Activo neteado</b>	321.075	364.726	482.532	601.380	767.744	989.825	1.103.869	1.295.450	1.452.850	12,2	31,6
<b>Activo neteado consolidado</b>	312.002	357.118	472.934	586.805	750.598	968.458	1.081.593	1.273.631	1.429.810	12,3	32,2

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

Fuente: BCRA

# Anexo Estadístico\* – Sistema Financiero (cont.)

## Cuadro 3 | Rentabilidad

Montos en millones de pesos	Anual							Semestre			Variaciones (%)	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	I-14	II-14	I-15	I-15 / II-14	I-15 / I-14
Margen financiero	20.462	28.937	35.490	43.670	61.667	88.509	130.405	66.295	64.110	76.933	20,0	16,0
Resultado por intereses	9.573	14.488	17.963	24.903	38.365	50.336	65.206	29.886	35.320	37.075	5,0	24,1
Ajustes CER y CVS	2.822	1.196	2.434	1.725	2.080	2.153	4.402	2.729	1.673	1.418	-15,2	-48,0
Diferencias de cotización	2.307	2.588	2.100	3.025	4.127	11.287	13.812	11.014	2.799	3.164	13,0	-71,3
Resultado por títulos valores	4.398	11.004	13.449	14.228	17.356	22.280	44.198	18.741	25.457	37.473	47,2	100,0
Otros resultados financieros	1.362	-339	-457	-211	-261	2.454	2.786	3.925	-1.139	-2.197	92,9	-156,0
Resultado por servicios	10.870	13.052	16.089	21.391	28.172	36.503	47.972	22.071	25.901	28.199	8,9	27,8
Cargos por incobrabilidad	-2.839	-3.814	-3.267	-3.736	-6.127	-9.349	-10.857	-5.323	-5.535	-6.224	12,5	16,9
Gastos de administración	-18.767	-22.710	-28.756	-36.365	-47.318	-60.722	-83.117	-38.631	-44.487	-52.089	17,1	34,8
Cargas impositivas	-2.318	-3.272	-4.120	-6.047	-8.981	-13.916	-19.586	-9.329	-10.257	-11.330	10,5	21,4
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>1</sup>	-1.757	-262	-214	-336	-338	-377	-906	-544	-362	-324	-10,4	-40,4
Amortización de amparos	-994	-703	-635	-290	-274	-128	-81	-41	-41	-28	-31,4	-31,8
Diversos	1.441	918	2.079	2.963	2.475	2.576	4.473	2.585	1.888	3.285	74,0	27,1
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias <sup>2</sup>	6.100	12.145	16.665	21.251	29.276	43.094	68.302	37.084	31.218	38.422	23,1	3,6
Impuesto a las ganancias	-1.342	-4.226	-4.904	-6.531	-9.861	-13.951	-22.365	-12.004	-10.361	-13.203	27,4	10,0
<b>Resultado total<sup>2</sup></b>	<b>4.758</b>	<b>7.920</b>	<b>11.761</b>	<b>14.720</b>	<b>19.415</b>	<b>29.143</b>	<b>45.937</b>	<b>25.079</b>	<b>20.857</b>	<b>25.220</b>	<b>20,9</b>	<b>0,6</b>
Resultado ajustado <sup>3</sup>	7.508	8.885	12.610	15.345	20.027	29.649	46.925	25.665	21.260	25.572	20,3	-0,4
<i>Indicadores anualizados - En % del activo neteado</i>												
Margen financiero	6,7	8,6	8,5	8,0	9,2	10,3	11,7	12,6	10,8	11,3	0,5	-1,3
Resultado por intereses	3,1	4,3	4,3	4,6	5,7	5,9	5,8	5,7	6,0	5,4	-0,5	-0,2
Ajustes CER y CVS	0,9	0,4	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	0,2	-0,1	-0,3
Diferencias de cotización	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	1,3	1,2	2,1	0,5	0,5	0,0	-1,6
Resultado por títulos valores	1,4	3,3	3,2	2,6	2,6	2,6	4,0	3,6	4,3	5,5	1,2	2,0
Otros resultados financieros	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,7	-0,2	-0,3	-0,1	-1,1
Resultado por servicios	3,6	3,9	3,8	3,9	4,2	4,3	4,3	4,2	4,4	4,1	-0,2	0,0
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-1,1	-0,8	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	0,0	0,1
Gastos de administración	-6,1	-6,7	-6,9	-6,7	-7,0	-7,1	-7,4	-7,3	-7,5	-7,7	-0,1	-0,3
Cargas impositivas	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	-1,6	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>1</sup>	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1
Amortización de amparos	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diversos	0,5	0,3	0,5	0,5	0,4	0,3	0,4	0,5	0,3	0,5	0,2	0,0
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias <sup>2</sup>	2,0	3,6	4,0	3,9	4,3	5,0	6,1	7,0	5,3	5,6	0,4	-1,4
Impuesto a las ganancias	-0,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,5	-1,6	-2,0	-2,3	-1,8	-1,9	-0,2	0,3
<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>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,0</b>
Resultado ajustado <sup>3</sup>	2,5	2,6	3,0	2,8	3,0	3,5	4,2	4,9	3,6	3,8	0,2	-1,1
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias / Patrimonio neto	17,2	29,5	34,5	36,5	38,8	43,7	48,6	56,6	41,6	44,7	3,1	-11,9
Resultado total / Patrimonio neto <sup>2</sup>	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7	29,5	32,7	38,3	27,8	29,3	1,5	-9,0

(1) Com. "A" 391 I. 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" 391 I y 4084.

Fuente: BCRA

## Cuadro 4 | Calidad de cartera

En porcentaje	dic 05	dic 06	dic 07	dic 08	dic 09	dic 10	dic 11	dic 12	dic 13	jun 14	dic 14	jun 15
<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>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Previsiones / Cartera irregular	115	108	115	117	115	148	176	144	150	140	142	141
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	-0,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	-2,6	-0,9	-1,6	-1,8	-1,7	-3,6	-4,6	-3,4	-3,7	-3,1	-3,1	-2,9
<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>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
Previsiones / Cartera irregular	115	108	114	116	112	143	171	141	148	138	140	139
(Cartera irregular - Previsiones) / Financiaciones	-1,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,9	-1,0	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
(Cartera irregular - Previsiones) / PN	-2,5	-0,8	-1,5	-1,7	-1,3	-3,2	-4,3	-3,1	-3,5	-2,9	-2,9	-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*

**BONAC:** Bonos del Tesoro Nacional

**BONAD:** Bono de la Nación Argentina vinculado al Dólar

**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

**CAFCE:** 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

**PFPPB:** Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario

**PGNME:** Posición Global Neta de Moneda Extranjera

**PIB:** Producto Interno Bruto

**PJyJH:** Plan Jefas y Jefes de Hogar

**PRO.CRE.AR:** Programa de Crédito Argentino

**PRO.GRE.SAR:** Programa de Respaldo a Estudiantes de Argentina

**PRO.CRE.AUTO:** Plan oficial para financiar la compra de vehículos

**PRO. EMPLEAR:** Programa para la inserción laboral de jóvenes

**PP:** Productos primarios

**Prom.:** Promedio

**Prom. móv.:** Promedio móvil

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

**PyMEs:** Pequeñas y Medianas Empresas

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

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

**RPC:** Responsabilidad Patrimonial Computable

**RTA:** Remuneración al Trabajo Asalariado

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**s.o.:** Serie original

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

**SAGPyA:** Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

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

**SIJyP:** Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

**SIPA:** Sistema Integrado Previsional Argentino

**SISCEN:** Sistema Centralizado de requerimientos informativos

**SMVM:** Salario Mínimo Vital y Móvil

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**TAF:** *Term Auction Facility*

**TCR:** Tipo de cambio real

**TI:** Términos de Intercambio

**Tn:** Tonelada

**TN:** Tesoro Nacional

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**UCI:** Utilización de la Capacidad Instalada

**UE:** Unión Europea

**US\$:** Dólares Americanos

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

**UVP:** Unidades Vinculadas al PIB

**Var.:** variación

**VCP:** valores de corto plazo

**VE:** Valor efectivo

**VIX:** *volatility of S&P 500*

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

**XN:** Exportaciones Netas

# Índice de Gráficos y Tablas

## Índice de Gráficos

1	Global. Crecimiento Económico.....	7
2	Global. Volatilidades Esperadas Según Instrumentos.....	7
3	PIB y Componentes de la Demanda Agregada.....	8
4	Financiamiento Total al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	8
5	LCIP. Montos Acordados a MiPyMEs por Tamaño de Empresa.....	9
6	Depósitos del Sector Privado No Financiero en el Sistema Financiero.....	9
7	Transferencias Inmediatas.....	10
8	Liquidez del Sistema Financiero.....	10
9	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Sector.....	11
10	Exigencia de Capitales Mínimos por Grupo de Entidades Financieras.....	11
11	Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	12
I.1	Índice de Precios de las Materia Primas.....	13
I.2	Volatilidades Esperadas Según Instrumento.....	13
I.3	Global. Crecimiento Económico.....	14
I.4	Global. Volúmenes del Comercio Mundial.....	14
I.5	Emergentes Seleccionados. Evolución de las Estimaciones de Crecimiento para 2015.....	14
I.6	Brasil: Evolución Histórica de las Expectativas de Crecimiento.....	15
I.7	Evolución de las Estimaciones de Crecimiento para 2015.....	15
I.8	Crecimiento Económico.....	15
I.9	Expectativa de Tasas de Interés <i>fed funds</i> .....	16
I.10	Grecia: Deuda Pública y Acciones.....	16
I.11	Compras de bonos del BCE y Rendimientos España e Italia.....	17
I.12	Mercados Bursátiles de EEUU y Europa.....	17
I.13	Rendimientos de Deuda de EEUU, Alemania y Volatilidad Esperada.....	17
I.14	Monedas y Volatilidad Esperada.....	18
I.15	Índices Bursátiles Regionales de Mercados Emergentes y Volatilidad Esperada.....	18
I.16	Economías Emergentes. Riesgo Percibido de Deuda Soberana (EMBI+).....	18
I.17	Economías Emergentes. Emisiones de Deuda en los Mercados Internacionales.....	19
I.18	Evolución de las monedas de economías emergentes frente al dólar.....	19
I.19	Brasil: Tipo de Cambio, <i>Forwards</i> y Expectativas.....	20
II.1	PIB y Componentes de la Demanda Agregada.....	21
II.2	Evolución de los Diferenciales de Rendimiento Soberano.....	21
II.3	Formación Bruta de Capital y sus Componentes.....	22
II.4	Contribución al Crecimiento del PIB por Componentes de Oferta.....	22
II.5	Principales Indicadores del Mercado de Trabajo.....	23
II.6	Índice de Precios al Consumidor Nacional Urbano (IPCNU).....	23
II.7	Exportaciones, Importaciones y Saldo Comercial.....	24
II.8	Agregados Monetarios.....	24
II.9	Tasa de Interés de LEBAC en el Mercado Primario.....	25
II.10	Reservas Internacionales del BCRA.....	25
II.11	Rendimientos de Bonos Argentinos en Mercados Externos.....	26
II.12	Precios de Títulos Públicos Denominados en Dólares en Mercados Locales.....	26
II.13	Precios de Bonos Denominados en Dólares y Pagaderos en Pesos.....	26
II.14	Rendimiento de Títulos Públicos en Pesos con Ajuste CER.....	27
II.15	Rendimiento de Títulos Públicos en Pesos Nominales.....	27
II.16	Composición del Saldo de Instrumentos del BCRA en Circulación.....	27
A.1.1	Evolución del Rango de Rendimientos Ofrecidos y Tasas de Corte de BONAC en Subastas.....	28
A.1.2	Montos Diarios Operados en BONAC.....	29
A.1.3	Mercado Secundario de BONAC.....	29
II.17	Tasa de Interés de LEBAC en el Mercado Secundario.....	30
II.18	Montos Negociados de Renta Fija.....	30
II.19	Evolución de Renta Variable y Montos Negociados.....	30
II.20	Rendimientos por Principales Sectores.....	31
II.21	Colocación de Obligaciones Negociables.....	31
II.22	Colocaciones de ON del Sector Financiero por Moneda y Plazo.....	32
II.23	Colocación de Fideicomisos Financieros y Costo de Financiamiento.....	32
II.24	Negociación de Cheques de Pago Diferido.....	32
II.25	Negociación de Futuros de Dólar.....	33

III.1	Deuda de las Empresas.....	35
III.2	Deuda de las Familias.....	35
III.3	Cartera Activa del Sistema Financiero.....	36
III.4	PIB Bienes y Servicios.....	36
III.5	Indicadores de Actividad.....	36
III.6	Deuda de las Empresas.....	37
III.7	Estimador Mensual Industrial (EMI).....	37
III.8	Deuda de las Empresas – Industria y Prod. Primaria.....	37
III.9	Producción de Energía y Primaria.....	38
III.10	Indicador Sintético de los Servicios Públicos.....	38
III.11	Deuda de las Empresas – Comercio, Servicios y Construcción.....	39
III.12	Indicadores de Actividad Comercial.....	39
III.13	Construcción.....	39
III.14	Índice de Salarios.....	40
III.15	Deuda de las Familias – Comparación Internacional.....	40
III.16	Indicador de Carga Financiera de las Familias.....	40
III.17	Contribución al Crecimiento de la Recaudación Tributaria Nacional.....	41
III.18	Débitos en Cuenta Corriente del Sector Privado e Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias.....	41
III.19	Resultados del Sector Público Nacional No Financiero.....	41
III.20	Deuda Pública Nacional.....	42
IV.1	Intermediación Financiera.....	45
IV.2	Integración y Exceso de Capital Regulatorio (Posición).....	45
IV.3	Crédito al Sector Privado.....	46
IV.4	Crédito al Sector Privado en Moneda de Origen.....	46
IV.5	Crédito al Sector Privado por Grupo de Entidades Financieras.....	47
IV.6	Tasas de Interés Activas Operadas en Pesos con el Sector Privado.....	47
IV.7	Financiamiento Total al Sector Privado por Tipo de Deudor.....	47
IV.8	Crédito a las Empresas.....	48
IV.9	Crédito a las Empresas.....	48
IV.10	Estimación de Financiaciones a Empresas por Región y por Actividad.....	48
A.2.1	Montos Acordados a MiPyMEs por Grupo de Entidades Financieras.....	49
A.2.2	Montos Acordados a MiPyMEs por Tipo de Asistencia.....	50
A.2.3	Montos Acordados a MiPyMEs por Tamaño de Empresa.....	50
A.2.4	Montos Acordados a MiPyMEs por Tipo de Actividad.....	50
A.2.5	Destinos de los Montos Desembolsados a MiPyMEs.....	50
A.2.6	Estimación de la Cantidad de Empresas MiPyMEs Financiadas por Tramo.....	51
IV.11	Evolución de los Montos de Créditos Otorgados a PyMEs, Según Plazo.....	52
IV.12	Crédito a las Familias.....	52
IV.13	Depósitos del Sector Privado No Financiero en el Sistema Financiero.....	52
IV.14	Evolución de los Depósitos Totales del Sistema Financiero.....	53
IV.15	Composición Patrimonial.....	53
IV.16	Estimación del Costo de Fondeo Promedio por Depósitos en Moneda Nacional.....	54
IV.17	Estructura Operativa del Sistema Financiero.....	54
IV.18	Estimación del Alcance Regional del Sistema Financiero.....	55
IV.19	Capitalizaciones de Entidades Financieras.....	55
IV.20	Apalancamiento.....	55
IV.21	Rentabilidad por Grupo de Bancos.....	56
IV.22	Composición del Margen Financiero.....	57
IV.23	Resultados por Intereses.....	58
IV.24	Resultados por Servicios.....	58
IV.25	Gastos de Administración por Grupo de Bancos.....	59
IV.26	Cargos por Incobrabilidad por Grupo de Bancos.....	59
IV.27	Evolución de la Cartera de los Inversores Institucionales.....	59
IV.28	Inversiones de Compañías de Seguros.....	61
IV.29	Evolución del Patrimonio de los Fondos Comunes de Inversión.....	61
V.1	Indicadores de Exposición y Cobertura al Riesgo de Liquidez.....	63
V.2	Exigencia de Capitales Mínimos por Grupo de Entidades Financieras.....	63
V.3	Concentración de los Depósitos Totales.....	64
V.4	Liquidez del Sistema Financiero.....	64
V.5	Importancia Relativa del Fondeo de Menor Plazo Residual y Cobertura con Activos Líquidos.....	64
V.6	Mercados de Liquidez Interfinanciera.....	65
V.7	Mercado de <i>Call</i> .....	65



V.8	<i>Spread</i> de Tasas de Interés y Volatilidad del <i>Spread</i> en el Mercado Interfinanciero.....	65
A.3.1	Distribución del LCR.....	66
A.3.2	LCR Diario.....	66
A.3.3	LCR por Moneda.....	67
V.9	Exposición Bruta al Sector Privado No Financiero.....	68
V.10	Irregularidad del Financiamiento al Sector Privado.....	68
V.11	Irregularidad. Comparación Internacional.....	68
V.12	Irregularidad del Crédito al Sector Privado por Sector.....	69
V.13	Irregularidad del Crédito al Sector Privado Estimada por Región.....	69
V.14	Previsiones por Grupo de Entidades Financieras.....	70
V.15	Financiaciones a Familias.....	70
V.16	Irregularidad de las Financiaciones a las Familias.....	70
V.17	Financiaciones a las Familias – Ratio de Irregularidad.....	71
V.18	Financiaciones a Empresas.....	71
V.19	Irregularidad de las Financiaciones a las Empresas por Actividad y Línea.....	71
V.20	Financiaciones a las Empresas – Ratio de Irregularidad.....	72
V.21	Exposición al Sector Público del Sistema Financiero.....	72
V.22	Clasificación de los Eventos de Riesgo Operacional del Sistema Financiero.....	72
V.23	Valor a Riesgo de Mercado.....	73
V.24	Exigencia de Capitales Mínimos por Bonos Nacionales.....	73
V.25	Posición en Títulos Públicos e Instrumentos de Regulación Monetaria en Cartera de los Bancos...	73
V.26	Principales Especies con Cotización de Mercado.....	74
V.27	Descalce de Moneda Extranjera.....	74
V.28	Composición del Descalce de Moneda Extranjera (ME).....	74
V.29	Compras - Ventas a Término en Moneda Extranjera (ME).....	75
V.30	Descalce de Moneda Extranjera y Volatilidad del Tipo de Cambio Nominal.....	75
V.31	Duración Estimada para la Cartera en Moneda Nacional que No Está Valuada a Precio de Mercado.....	75
V.32	Reducción Estimada en el Valor Económico (VE) por una Suba en la Tasa de Interés.....	76
A.4.1	Banca en la Sombra a Nivel Internacional.....	78
A.4.2	Composición del Total de Activos Financieros.....	78
VI.1	Transferencias Inmediatas.....	81
VI.2	Utilización de Distintos Medios de Pagos Alternativos al Efectivo.....	81
VI.3	Transferencias a Terceros por Modalidad.....	82
VI.4	Transferencias Inmediatas por Canal.....	82
VI.5	Cheques.....	83
VI.6	Evolución de la Utilización de Distintos Medios de Pagos Alternativos al Efectivo.....	83
VI.7	Tarjetas de Crédito y Débito.....	84
VI.8	MEP – Transacciones Cursadas en Pesos.....	85

## Índice de Tablas

A.1.1	Subastas de BONAC.....	28
A.1.2	Colocaciones de Bonos Denominados en Dólares y Pagaderos en Pesos ( <i>dollar-linked</i> ).....	29
III.1	Producción Agrícola Principales Cultivos.....	38
IV.1	Situación Patrimonial.....	46
IV.2	Estructura de Rentabilidad: Sistema Financiero.....	56
IV.3	Estructura de Rentabilidad por Grupo de Entidades Financieras.....	57
IV.4	Evolución de la Cartera FGS.....	60
IV.5	Principales Inversiones del FGS.....	60
IV.6	Evolución de la Cartera de Compañías de Seguros.....	60
V.1	Transición de las Financiaciones al Sector Privado / dic-14 a jun-15.....	69