



# Informe de Estabilidad Financiera

Primer Semestre de 2018



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# Informe de Estabilidad Financiera

## Primer Semestre de 2018



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Informe de Estabilidad Financiera  
Primer Semestre de 2018**

ISSN 2525-0574  
Edición electrónica

Fecha de publicación | Mayo 2018

**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)

Contenidos y edición | Subgerencia General de Normas

Diseño editorial | Gerencia Principal de Comunicación

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*

*Como indica su Carta Orgánica, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) “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”. En términos generales, hay estabilidad financiera cuando el sistema financiero puede proveer servicios de intermediación de fondos, de cobertura y de pagos de manera adecuada, eficiente y continua, incluso en situaciones de tensión.*

*Para que el sistema financiero contribuya al desarrollo económico con equidad social, es condición esencial que haya estabilidad financiera, como así también que el sistema sea profundo e inclusivo. El BCRA orienta sus políticas en pos de estos objetivos. Para que las familias confíen sus fondos en el sistema financiero se requiere que este proteja el valor de sus ahorros con un retorno real positivo, mientras el proceso de intermediación se mantiene sólido y prevalece un manejo adecuado de los riesgos macroeconómicos. Un sistema financiero profundo permite a los productores y empleadores obtener crédito para emprender, producir y contratar, y a las familias para comprar una casa, un auto, o financiar otros proyectos. Así, el sistema financiero promueve el bienestar de los agentes económicos y fomenta la equidad, brindando oportunidades a los que tienen buenos proyectos pero carecen de recursos financieros para emprenderlos.*

*Para impulsar la profundización del sistema financiero y resguardar su estabilidad, el BCRA ejerce sus facultades de regulación, supervisión y provisión de liquidez de última instancia. Asimismo, monitorea los principales desarrollos del sistema financiero y del sistema de pagos, evaluando posibles riesgos, factores de vulnerabilidad y el grado de resistencia del sector ante eventuales escenarios adversos.*

*En este marco, el Informe de Estabilidad Financiera (IEF) es una publicación semestral en la que el BCRA comunica su visión del estado del sistema financiero, las iniciativas tendientes a su desarrollo y la evaluación de su estabilidad. En el IEF, el BCRA pone especial atención en la identificación y análisis de eventuales riesgos sistémicos y en explicar qué acciones implementa para prevenirlos o mitigarlos. Esta publicación colabora para que los distintos actores tomen sus decisiones con más y mejor información, facilitando una gestión adecuada de su actividad. De esta manera, el IEF es un instrumento para estimular el debate sobre aspectos referidos a la estabilidad financiera y, en particular, sobre el proceder del BCRA en la materia.*

*La próxima edición del IEF se publicará en noviembre de 2018.*

*Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 16 de mayo de 2018.*

# Contenido

## **Pág. 5 | Síntesis ejecutiva**

### **Pág. 7 | 1. Contexto**

*Pág. 16 | Apartado 1 / Empresas con oferta pública y descalce de monedas*

*Pág. 18 | Apartado 2 / Ley de Financiamiento Productivo, desarrollo de mercados de capitales y estabilidad financiera*

### **Pág. 20 | 2. Situación del sistema financiero**

*Pág. 34 | Apartado 3 / Obligaciones negociables (ON) como fuente de fondos para los bancos*

*Pág. 36 | Apartado 4 / Acceso a Servicios Financieros*

*Pág. 38 | Apartado 5 / Competencia en el Sistema Financiero Argentino*

### **Pág. 40 | 3. Análisis de estabilidad**

*Pág. 50 | Apartado 6 / Un Análisis de Cosechas de Créditos Hipotecarios Destinados a las Familias*

### **Pág. 52 | 4. Sistema de pagos**

### **Pág. 59 | Glosario de abreviaturas y siglas**

*Pág. 22 | Recuadro 1 / Mitigar el descalce de moneda de los deudores bancarios, uno de los ejes de la política macroprudencial del BCRA*

*Pág. 24 | Recuadro 2 / Contratos de participación pública-privada: nuevo mecanismo para desarrollar proyectos de infraestructura*

*Pág. 27 | Recuadro 3 / Cambios recientes en el seguro de depósitos*

*Pág. 30 | Recuadro 4 / Desarrollos en el ecosistema fintech local*

*Pág. 40 | Recuadro 5 / Sobre las pruebas de estrés del BCRA. Últimos resultados generales y avances para 2018*

*Pág. 43 | Recuadro 6 / Créditos UVA: Posibilidad de Extensión de Plazo*

*Pág. 44 | Recuadro 7 / Créditos al agro y coberturas de riesgos climáticos*

*Pág. 54 | Recuadro 8 / El impulso de las fintech al mercado local de tarjetas prepagas*

*Pág. 55 | Recuadro 9 / Mejoras en la composición del efectivo de la economía*

*Pág. 57 | Recuadro 10 / Obligatoriedad de aceptar medios electrónicos de pago. Ventajas de usar PEI*

## Síntesis ejecutiva

Con la economía en crecimiento, desde la última publicación del IEF (noviembre de 2017) el sistema financiero continuó mostrando avances en términos de mayor profundidad, inclusión y modernización, ostentando niveles de liquidez y solvencia que colaboran en sostener un importante grado de resiliencia del sector. Se evidencia también un mayor nivel de competencia en el sistema, en el marco de las medidas implementadas a tal efecto. Con una expansión interanual real de 25%, el crédito al sector privado alcanzó en marzo de 2018 un nivel equivalente a 14,3% del PIB (+2,5 puntos porcentuales —p.p.— en los últimos 12 meses). Esta variable de profundidad, que aún posee un importante margen para crecer en función de la propia historia y la comparación regional, presentó el máximo valor de los últimos 15 años. Los préstamos hipotecarios jugaron un rol relevante en esta expansión de la intermediación (fundamentalmente por los instrumentos en UVA), con un saldo que creció casi 200% interanual —i.a.— a marzo (hasta casi \$93.000 millones). Los créditos hipotecarios en UVA, con la capacidad de facilitar el acceso a la vivienda, permitieron la inclusión de casi 84.000 nuevos deudores en esta línea de préstamos desde principios de 2017.

En el marco de las medidas adoptadas para modernizar y dotar de mayor seguridad y capacidad de inclusión al sistema de pagos, se mantuvo la tendencia hacia una mayor disponibilidad y uso de los medios electrónicos. En conjunto, los montos involucrados en transferencias inmediatas, débitos directos y uso de tarjetas de crédito y débito registraron en el primer trimestre de 2018 una suba interanual de casi 3,9 p.p. en términos del PIB (variación i.a. real de 15,9%), hasta alcanzar un nivel de 32,4%. No obstante esta expansión, el BCRA pretende avanzar hacia una mayor integración en la utilización de estos medios de pagos alternativos al efectivo.

Como es de esperar, la actual fase expansiva del ciclo financiero se ha traducido en un gradual crecimiento en la exposición a riesgos (fundamentalmente, de crédito y de tasa de interés) para el conjunto de las entidades financieras. Los indicadores disponibles muestran que se mantendría de baja a moderada la exposición a factores de riesgo sistémico, sin cambios significativos respecto de lo mencionado en el IEF del semestre anterior. En este sentido, sobre la base de acotadas exposiciones a riesgo de crédito, moneda y tasa de interés, y relativamente elevados niveles de cobertura actuales (liquidez, provisiones, capital), el sistema financiero continúa mostrando un grado importante de resistencia a eventuales cambios adversos en el contexto. Esta afirmación se sustenta en los resultados de los ejercicios de tensión (de escenarios y de sensibilidad) que se llevan a cabo regularmente en el BCRA. Esta evaluación se mantiene similar a la realizada en el IEF anterior.

Con la continuación del proceso de desinflación (una vez superadas las alzas transitorias de los últimos meses) y los efectos de un contexto de mayor competencia, el sistema financiero mantiene el desafío de enfrentar presiones a la baja de la rentabilidad a fin de sostener el proceso de crecimiento de la intermediación con adecuados niveles de solvencia. Luego de estabilizarse durante la primera mitad de 2017, la rentabilidad del sistema financiero mostró un nuevo descenso en los últimos dos trimestres. En términos de desarrollo y estabilidad del sector, resulta positivo observar que continúa descendiendo el peso relativo de los gastos de administración producto de una mayor escala de operaciones y mejoras logradas en los niveles de eficiencia.

Si bien se observó cierto deterioro en las condiciones de liquidez externas en los últimos meses, el contexto general a mediano plazo sigue siendo favorable para la profundización de la intermediación

financiera en Argentina. En línea con la evaluación prevista en el IEF del semestre anterior, y dado el incremento en la volatilidad en los mercados internacionales en la primera parte de 2018, se estima que una de las principales fuentes de riesgos a la estabilidad del sector continúa siendo un eventual cambio abrupto (y sostenido en el tiempo) del apetito por riesgo en los mercados internacionales, que actúe a través del canal financiero. Frente a este canal de transmisión, vale mencionar que las vulnerabilidades de la economía local relacionadas a niveles de apalancamiento, carga de la deuda y descalces de moneda sectoriales, por ejemplo, se encontrarían aún en niveles relativamente acotados. Asimismo, el BCRA está utilizando todas las herramientas a su disposición para acotar los efectos de la coyuntura sobre la consecución del objetivo de inflación pautado para el corriente año. Por el lado de las fuentes de riesgo con origen en el contexto local, y sobre la base de un escenario macroeconómico a mediano plazo que sigue siendo positivo y atento al mencionado grado de resistencia del sector, sólo la materialización de desvíos negativos extremos (respecto de lo esperado para las variables fundamentales) podría llegar a generar tensión en las condiciones de estabilidad financiera.

Para adelante, se espera que la economía continúe en una fase de expansión manteniéndose el proceso de desinflación y logrando avances en términos del reordenamiento de las variables macroeconómicas (incluida la mejora pautada en la situación fiscal). Con este escenario base y habiendo sido sancionada la Ley de Financiamiento Productivo, se reforzarían las condiciones para que continúe el proceso de crecimiento de la intermediación financiera tradicional. En este sentido se prevé que el crédito bancario continúe su expansión a mediano plazo, observándose eventualmente mayores exposiciones a riesgo, apalancamiento y menores márgenes de liquidez en el sector. Con un marco regulatorio en línea con los estándares recomendados a nivel global, el sistema financiero se encuentra sólido. El BCRA deberá monitorear adecuadamente las fuentes de riesgos y acumulación de vulnerabilidades asociadas al proceso de profundización del sistema financiero. La autoridad monetaria dispone de una multiplicidad de instrumentos de política macroprudencial para utilizar en pos de garantizar el ordenado avance y la sostenibilidad de este proceso.

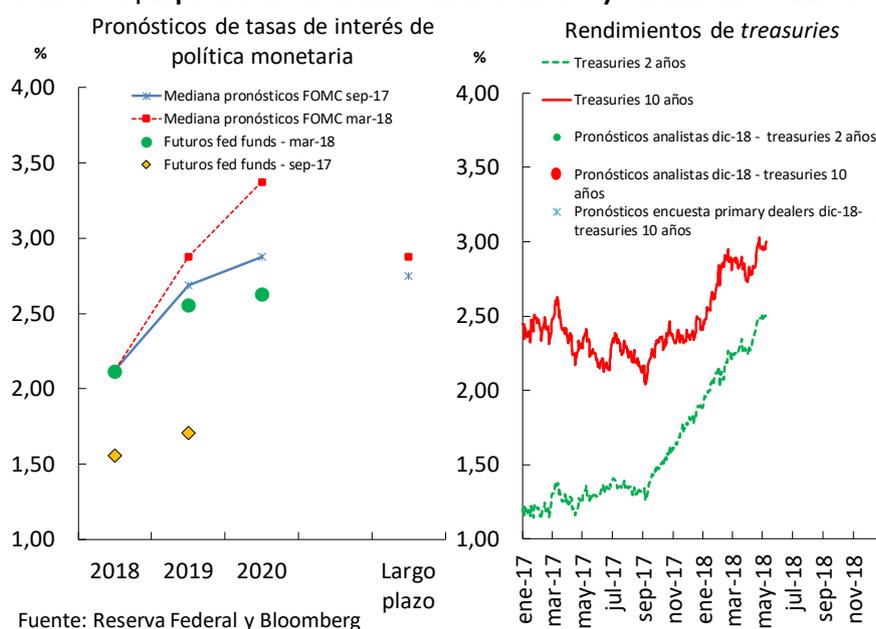
# 1. Contexto

La coyuntura reciente reavivó temores respecto a la posibilidad de un período de deterioro en los mercados financieros internacionales (por ejemplo, por cambios en las expectativas respecto a la política monetaria en los EEUU) o de una guerra comercial entre países de gran porte. Dado que la materialización de un contexto externo adverso, durante un período prolongado, podría afectar el proceso de gradual mejora en los fundamentos macroeconómicos del país y el avance en la agenda de reformas estructurales (por ejemplo, al restringir las alternativas de financiamiento), recientemente se han iniciado conversaciones con el FMI para obtener una línea de crédito preventiva. En función de la solidez de los balances sectoriales y, en particular, del alto grado de resiliencia estimado para el sistema financiero (ver Capítulo 3), el deterioro de las condiciones externas debería ser muy marcado para perturbar las actuales condiciones de estabilidad financiera. Con respecto al escenario macroeconómico base a nivel doméstico, se espera que la economía continúe en una fase de expansión, que se mantenga el proceso de desinflación (una vez superadas las alzas transitorias de los últimos meses) y que la situación fiscal siga mejorando. Con este escenario base, y habiéndose promulgado la Ley de Financiamiento Productivo, se reforzarían las condiciones para que se profundicen los mercados de capitales, potenciando el crecimiento de la intermediación financiera tradicional, por ejemplo, al extender el dinamismo de la colocación de obligaciones negociables y el crecimiento de instrumentos UVA.

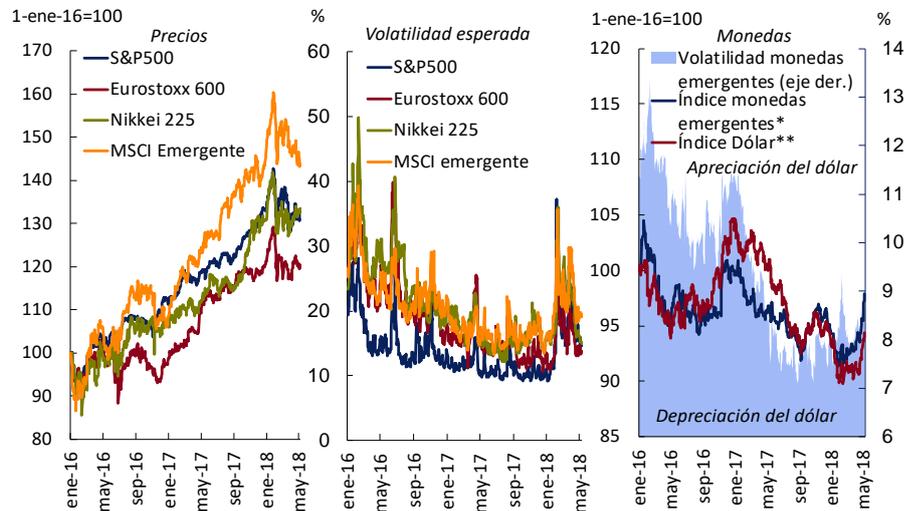
## 1.1 Situación internacional

### 1.1.1 Evolución reciente y riesgos potenciales

**Gráfico 1.1 | Expectativas vinculadas a tasas de interés y rendimientos – EEUU**



Desde el último IEF se evidenciaron mejoras en el crecimiento global (pese a cierta desaceleración marginal y transitoria), dinamismo en la actividad comercial de Brasil (principal socio comercial de Argentina) y – hasta fines de abril– condiciones aún favorables para los emergentes en los mercados financieros internacionales en una comparación histórica (por ejemplo, en materia de liquidez y acceso a financiamiento). Sin embargo, más recientemente, las perspectivas mayormente positivas fueron viéndose en alguna medida comprometidas por una serie de riesgos que ya venían mencionándose en las últimas ediciones del IEF.

**Gráfico 1.2 | Mercados bursátiles y monedas**

(\*) Índice EMCI, elaborado por J.P. Morgan (\*\*) Promedio ponderado de cotizaciones del dólar frente a las principales monedas de socios comerciales de los EEUU (euro, libra, yen, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo).  
 Fuente: BCRA en base a Bloomberg

El aumento en la volatilidad observado en los mercados internacionales hacia febrero —y, más recientemente, a fines de abril y principios de mayo— puso en evidencia las tensiones que implica un cambio en el apetito por riesgo a nivel global. Por ejemplo, las expectativas con respecto a la situación de la economía norteamericana afectan al sendero esperado de desarme gradual de las políticas de estímulo monetario. En efecto, con expectativas de inflación crecientes, mayor robustez del mercado laboral y perspectivas de una política fiscal más expansiva (que fueron acompañadas por incrementos en los rendimientos de la deuda a largo plazo del Tesoro Norteamericano), en febrero el mercado pasó a anticipar que la Reserva Federal podría acelerar su política de gradual suba de tasas de interés (ver Gráfico 1.1)<sup>1</sup>. Esto llevó a que se diera un fuerte incremento en la volatilidad<sup>2</sup> y una súbita caída en los índices bursátiles de los EEUU (que venían mostrando considerables avances e indicadores de valuación en niveles altos), que terminó repercutiendo en un episodio (corto) de deterioro generalizado de los mercados financieros a nivel global (ver Gráfico 1.2).

La presión también se dio sobre los activos de economías emergentes, con índices bursátiles que moderaron las ganancias que venían acumulando, al tiempo que también se observó un impacto en los mercados de deuda, de monedas y en los flujos hacia fondos especializados en emergentes. Posteriormente se observó una recomposición hasta abril. Con rendimientos de la deuda del Tesoro norteamericano a 10 años que llegaron a superar el nivel de 3% y apreciación global del dólar, en abril los mercados emergentes volvieron a registrar presión. En el caso de los emergentes, esta vez el deterioro fue más marcado en el mercado de monedas.

Otro riesgo presente en los últimos meses, aunque con menor ponderación y más vinculado con el canal comercial, estuvo dado por la posibilidad de una guerra de tarifas que afecte el comercio internacional y el crecimiento a nivel global. En efecto, se incrementó la preocupación por el enfoque proteccionista de la

<sup>1</sup> Los mercados de futuros pasaron a anticipar tres subas de tasas de *fed funds* en 2018, alineándose con las previsiones de los miembros del FOMC. En la reunión de marzo, el FOMC decidió una suba de tasa de *fed funds* de 25 p.b. y elevó sus previsiones de tasas para 2019 y 2020 (el mercado mantiene para ese período expectativas por debajo del sendero esperado por los miembros de la Reserva Federal). A esto se le suma la posibilidad de indicios más concretos vinculados a una moderación en las políticas de compras de activos de los bancos centrales de Europa y Japón.

<sup>2</sup> El índice VIX (volatilidad esperada para la bolsa norteamericana) venía mostrando niveles muy bajos en forma sostenida. El salto observado en este índice habría estado en parte explicado por cuestiones técnicas (por ejemplo, operaciones de cobertura de fondos de inversión).

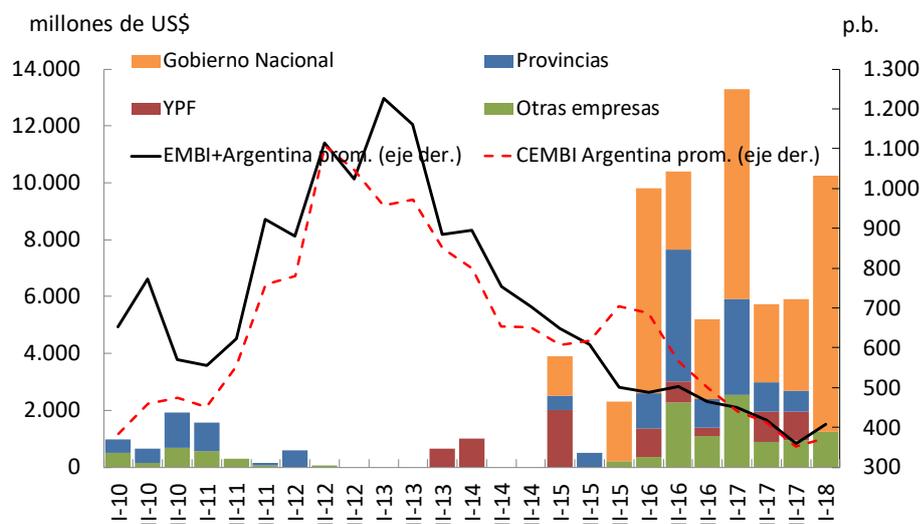
política de comercio exterior de los EEUU y la reacción de economías de gran porte (como China). Esto contribuyó a un incremento en la volatilidad de los mercados hacia marzo de 2018.

Otra potencial fuente de riesgos está dada por la posibilidad de que se incrementen las tensiones geopolíticas (conflictos en Medio Oriente, por ejemplo), con eventual impacto sobre precios de materias primas o sobre el apetito por riesgo a nivel global. Con respecto a América Latina, se destaca en 2018 la presencia de diversos procesos electorales, con particular relevancia para Argentina, como el caso brasileño.

### 1.1.2 Vulnerabilidades para la estabilidad financiera

Este contexto más desafiante afecta a Argentina, dado que el proceso de mejora gradual en los fundamentos macroeconómicos implica necesidades de financiamiento del sector público (decrecientes en el tiempo) que hasta el momento se vienen canalizando en parte a través de los mercados externos. En este sentido, a comienzos de año se buscó anticipar la cobertura de las necesidades financieras de 2018 con una operación de magnitud en los mercados internacionales (ver Gráfico 1.3), tal como se había hecho en 2017<sup>3</sup>. Sin embargo, posteriormente se observó una suba en los diferenciales de retornos entre la deuda argentina y la del Tesoro Norteamericano en lo que va del año, alejándolos del promedio observado para países con calificación similar o cercana a la de Argentina (ver Gráfico 1.4). Esta trayectoria fue uno de los factores que influyó para que a principios de mayo se decidiera, en forma preventiva, iniciar las negociaciones con el FMI en pos de acceder a una línea de crédito.

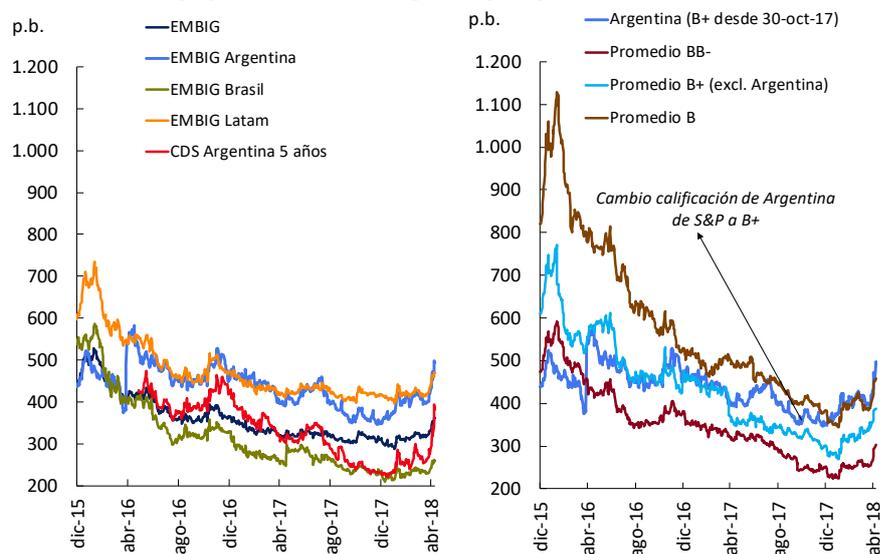
**Gráfico 1.3 | Financiamiento en mercados externos de agentes argentinos – Bonos**



Nota: Datos cuatrimestrales. Excluye operaciones por canjes directos y refinanciaciones de pasivos.

Fuente: BCRA en base a BCBA, CNV, IAMC, MF y Bloomberg

<sup>3</sup> En esta oportunidad se captó US\$9.000 millones en instrumentos en dólares a 5, 10 y 30 años, con una reducción en el costo de colocación de 100 p.b. en comparación a las tasas de interés de las emisiones de bonos similares en enero de 2017. Además, se llevaron a cabo operaciones de REPOs con bancos del exterior por aproximadamente US\$2.000 millones.

**Gráfico 1.4 | Riesgo percibido de emergentes y Argentina**

Fuente: BCRA en base a Bloomberg

Por otra parte, el deterioro en el contexto externo se tradujo en una mayor presión sobre el mercado cambiario. El BCRA permitió la depreciación del peso, realizando operaciones cambiarias para evitar movimientos disruptivos en el tipo de cambio. Además, incrementó la tasa de interés de política monetaria a 40% con el fin de preservar el proceso de desinflación (ver siguiente sección). En este marco, si bien en lo que va de 2018 se observó un menor dinamismo en las operaciones de colocación de deuda en el exterior del sector corporativo, se mantiene el monitoreo de los descalses de moneda existentes en los balances de empresas (ver Apartado 1). Sin embargo, se destaca que (al igual que para el sector público) hasta el momento la carga de la deuda en general (y la deuda externa en particular) es acotada en comparación con la situación observada en otras economías emergentes, con bajo nivel de apalancamiento de las empresas en términos agregados.

## 1.2 Contexto local

En línea con lo mencionado en el último IEF, durante los primeros meses del año el escenario base esperado para la economía local siguió siendo positivo, basado en la continuidad de perspectivas de crecimiento para los próximos dos años, el gradual avance en el proceso de desinflación (aunque con suba transitoria en la inflación en los primeros meses de 2018, como consecuencia del adelanto en el alza de los precios regulados), la consolidación fiscal, y las mejoras estructurales. En este marco la intermediación financiera mantuvo su dinamismo sin que se vea afectada la estabilidad del sistema (ver Capítulos 2 y 3). Si bien la coyuntura más reciente ha generado desafíos, el sector financiero doméstico presenta indicadores sólidos y la situación del conjunto del mismo no se vería afectada en el escenario actual.

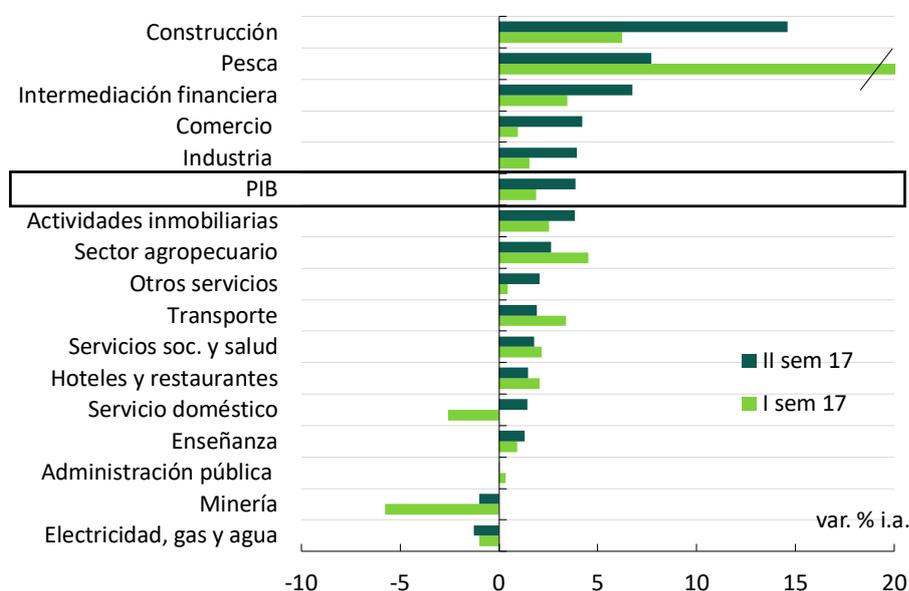
Tal como se anticipó en el último IEF, la economía argentina consolidó su fase de expansión creciendo a un ritmo trimestral anualizado de 4% a lo largo de 2017 y continuó en ascenso en el comienzo de 2018<sup>4</sup>. Los ingresos de los principales deudores del sistema financiero se recuperaron. Las familias, sector al que el sistema financiero destina 46% del crédito total al sector privado, enfrentan un mercado laboral más dinámico, por la recuperación sostenida de la actividad económica y de los salarios reales, cuyo incremento en el sector privado formal fue de 3,2% en el promedio de 2017. Con respecto al empleo, considerando al sector público, los asalariados, monotributistas y autónomos, el empleo formal (excluyendo monotributo social)

<sup>4</sup> Según la última predicción contemporánea del PIB del BCRA (PCP-BCRA), el producto aumentó 0,7% s.e. en el primer trimestre de 2018, completando siete trimestres consecutivos de crecimiento.

aumentó 0,8% s.e. (1,6% anualizado) en el último semestre<sup>5</sup>. La paulatina creación de empleo y aumento del salario real, en un contexto de bajos niveles de endeudamiento, con condiciones de financiamiento más atractivas (UVA) y demanda insatisfecha por viviendas, permitieron dinamizar el crédito (ver Capítulo 2).

Para el resto de 2018, la perspectiva de crecimiento se ha deteriorado levemente como consecuencia de un factor adverso transitorio (sequía), cuyos efectos estarían concentrados en el segundo trimestre del año. El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) proyecta una suba promedio del PIB de 2,5% para 2018, para luego crecer 3,2% y 3,0% en 2019 y 2020, sostenido en la expansión de la inversión<sup>6</sup> y la mayor demanda externa prevista (particularmente desde Brasil) en un contexto de reducción de la inflación y consolidación de las cuentas fiscales. Por otra parte, el crecimiento en 2018 seguiría siendo difundido entre la mayoría de los sectores de la economía<sup>7</sup> (ver Gráfico 1.5). En este marco, desde la perspectiva del análisis de estabilidad financiera cabe mencionar que se mantienen niveles relativamente moderados de endeudamiento corporativo, por lo que no se espera un incremento significativo en el riesgo de crédito enfrentado por el sistema financiero.

Gráfico 1.5 | Evolución de la actividad por sector productivo



Fuente: INDEC

En lo que se refiere al proceso de consolidación de las cuentas fiscales, hacia fines de 2017 el gobierno nacional comenzó a exhibir una reducción interanual real del gasto primario, al tiempo que los ingresos reales empezaron a registrar incrementos<sup>8</sup>. Con esta evolución de los ingresos y egresos, el déficit primario se ubicó en torno al 3,8% del PIB, habiéndose sobre cumplido la meta prevista (4,2% del PIB en 2017). Ante un escenario externo más adverso de lo esperado, y con el fin de reducir las necesidades financieras del sector público nacional, el gobierno anunció recientemente una meta más exigente de reducción del déficit primario del sector público nacional no financiero para 2018, desde 3,2% del PIB a 2,7%. Hacia fines de 2017 se realizó una serie de importantes modificaciones normativas relacionadas con las cuentas públicas.

<sup>5</sup> Desde julio de 2017 hasta enero de 2018 (última información disponible) el empleo formal asalariado del sector privado creció 0,6% s.e. (1,2% anualizado), continuando con la recuperación iniciada en junio 2016.

<sup>6</sup> La inversión fue el componente de la demanda con mayor incidencia en el crecimiento en el segundo semestre de 2017, expandiéndose un 16,8% i.a. (9,3% s.e. en relación al primer semestre) con un fuerte aumento del equipamiento durable de producción de origen importado y un gran impulso de las obras públicas. La tasa de inversión se ubicó en último trimestre de 2017 en 21,8%, muy cerca del máximo de 2011 (22,1%) y con una mayor participación del gasto en equipamiento durable, que alcanzó un máximo histórico (13,9% del PIB). El dinamismo de la inversión está respondiendo en gran parte al repunte del valor de mercado de los activos invertidos respecto de su costo "real" de reposición ("ratio Q"), tendencia positiva que se sostuvo en el comienzo de 2018.

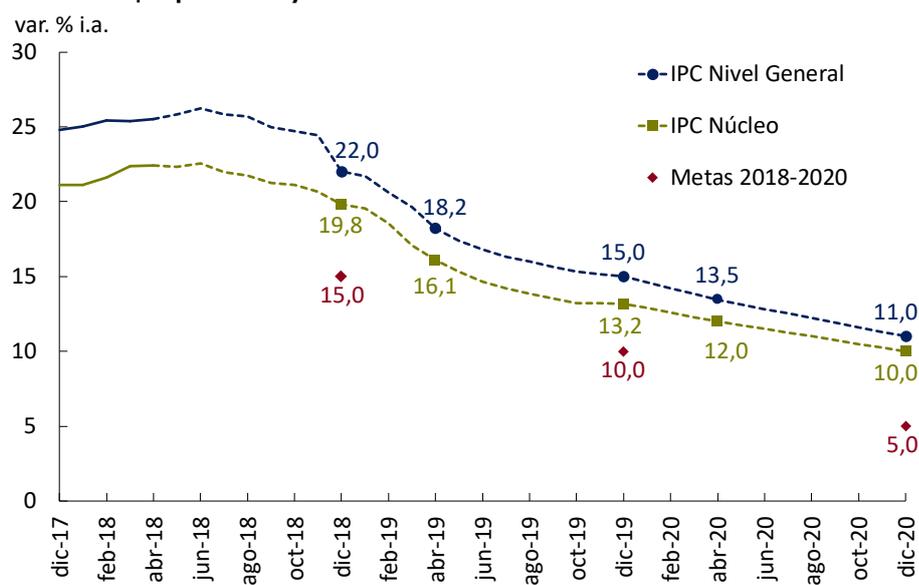
<sup>7</sup> El crecimiento fue más generalizado en el segundo semestre de 2017, destacándose el aumento de la construcción (14,6% i.a.), la intermediación financiera (6,7% i.a.), la industria (4% i.a.) y la actividad inmobiliaria (3,8% i.a.).

<sup>8</sup> Esto es sin contabilizar recursos extraordinarios. Entre fines de 2016 e inicios de 2017 se registraron ingresos correspondientes al sinceramiento fiscal (blanqueo), en tanto en marzo de 2018 se registraron ingresos por utilidades del Banco de la Nación Argentina por \$15.000 millones.

En primer lugar, se firmó un consenso fiscal entre la Nación y las provincias que permitió contar con una nueva ley de “responsabilidad fiscal” que estableció límites al crecimiento del gasto público y a su composición, entre otras condiciones<sup>9</sup>. En segundo lugar, en diciembre de 2017 se aprobó una reforma tributaria que incluyó, entre otros elementos, una reducción gradual de impuestos, comenzar a gravar la renta financiera de personas físicas y modificar ciertos impuestos internos. Finalmente, se aprobó una ley que modifica la fórmula de movilidad previsional.

Con respecto al nivel de precios, desde diciembre de 2017 se produjo un alza transitoria de la inflación explicada por el impacto directo e indirecto de los aumentos de tarifas de servicios públicos, concentrados entre diciembre del año previo y abril de 2018, y la depreciación del peso (ver Gráfico 1.6). Sin embargo, diversos factores permiten prever una marcada reducción de la inflación a partir de mayo. A partir de dicho mes se espera una menor presión por parte de los servicios regulados (las mayores correcciones se están concentrando entre dic-17 y may-18). Por otra parte, para afianzar el proceso de desinflación, en los últimos meses el BCRA tuvo una participación más activa en el mercado de cambios e incrementó secuencialmente la tasa de política monetaria hasta ubicarla en 40%. Asimismo, la negociación de pautas salariales se fue dando en línea con la meta de inflación. En esta misma línea, los analistas que participan del REM proyectan una reducción de la inflación a partir de mayo, manteniendo las expectativas de desinflación a mediano plazo, aunque a un ritmo inferior al buscado por el BCRA<sup>10</sup>. Si bien no puede descartarse algún efecto sobre los precios locales producto de la depreciación del peso frente al dólar, se debe tener presente que muchos socios comerciales de la Argentina también depreciaron sus monedas frente a la norteamericana, lo cual modera el impacto.

**Gráfico 1.6 | Expectativas y metas de inflación**



Fuente: INDEC y REM-BCRA (Abr-18)

Los avances en el proceso de desinflación son importantes para la intermediación financiera dada su influencia sobre las tasas de interés nominales y, en particular, reales (con impacto sobre el nivel de ahorro)<sup>11</sup>. Con respecto al comportamiento de las tasas de interés en el mercado doméstico en los últimos meses, tras la reducción de la tasa de política monetaria en 150p.b. a 27,25% durante enero<sup>12</sup> y hasta el momento de la acentuación de la volatilidad internacional a fines de abril, el resto de las tasas tendió a la baja (ver Gráfico 1.7). En este contexto se observó hasta fines de abril una menor brecha entre diferentes tasas de interés en

<sup>9</sup> Régimen Federal de Responsabilidad Fiscal y buenas prácticas de gobierno (Ley 27428). Consenso Fiscal (Ley 27429).

<sup>10</sup> Si bien en los últimos meses el mercado ha moderado su expectativa de un relajamiento de la política monetaria, todavía anticipa un sesgo menos restrictivo que el que la autoridad monetaria prevé para los próximos meses. Ver [comunicados de prensa](#) de las últimas decisiones de política monetaria del BCRA.

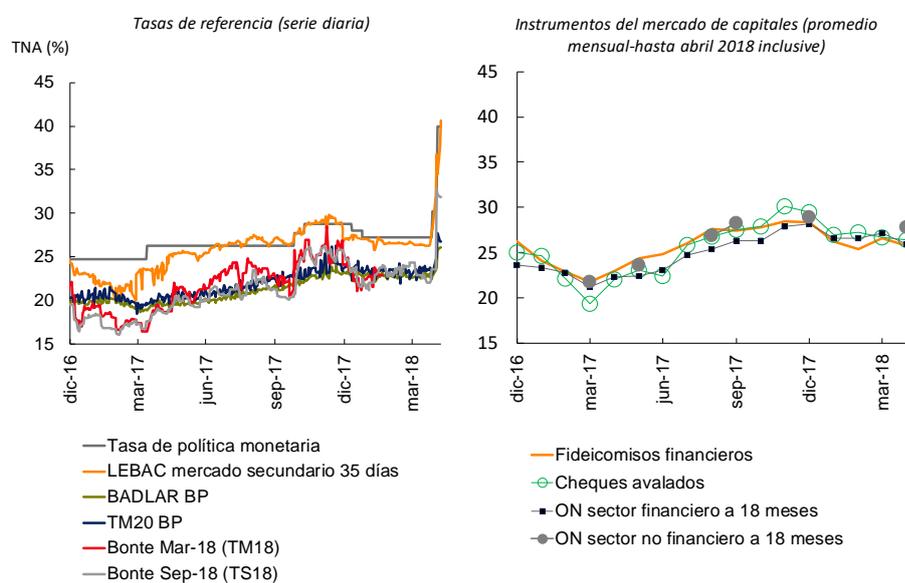
<sup>11</sup> Una menor inflación favorece la intermediación pero genera desafíos para los bancos en términos de rentabilidad y solvencia (por el menor impuesto inflacionario). Ver Capítulo 2 de esta edición del IEF y del IEF de noviembre de 2017

<sup>12</sup> El proceso de desinflación más lento de lo deseado por el BCRA llevó a que se recalibraran las metas a fines del año pasado.

pesos<sup>13</sup>. Por ejemplo, en un contexto en el cual el crédito mostró un dinamismo más marcado que el fondeo tradicional de los bancos (ver Apartado 3 y Capítulo 2), la BADLAR Bancos Privados llegó a caer menos que la tasa de Lebac en ese período. Por su parte, las tasas de los distintos instrumentos del mercado de capitales se recortaron con fuerza en enero y luego mantuvieron una tendencia mayormente a la baja (aunque menos marcada) hasta fines de abril, con una comprensión del margen sobre la BADLAR Bancos Privados de entre 200 y 400pb entre los distintos instrumentos. La caída en las tasas de interés nominales junto con un incremento (transitorio) en las expectativas de inflación, se tradujo en una baja en las tasas reales esperadas hasta la suba de la tasa de política monetaria a fines de abril, cuando evidenciaron cierto repunte (ver Gráfico 1.8). Para los próximos meses la evolución de las tasas estaría condicionada por la duración de los comportamientos disruptivos en el mercado de cambios que se tradujeron en aumentos en las tasas de interés de referencia a partir de abril. En la medida en que la inestabilidad de los mercados se modere, el Banco Central normalizará su esquema operacional, volviendo a un corredor de pases más angosto que permita transmitir de manera automática la tasa de política al resto de las tasas de interés. De todas formas, respecto al nivel de la tasa de referencia, el Banco Central considera que, al ubicarse la inflación por encima de lo proyectado en lo que va de 2018 y al enfrentarse un escenario de mayor inestabilidad de los mercados emergentes, se requiere para el futuro próximo un nivel de tasas reales de interés significativamente superior al observado antes de los últimos cambios.

Con respecto al financiamiento a través del mercado de capitales, en los últimos meses se observó un incremento tanto para las colocaciones del sector público como para las del sector privado. Esta dinámica se vería potenciada tras la sanción de la Ley de Financiamiento Productivo (ver Apartado 2). El incremento observado en las colocaciones en el mercado doméstico se dio en un contexto de continuo aumento de las carteras de los inversores institucionales. Se destaca en los últimos meses la dinámica de los FCI (la cartera total creció 17% en términos reales el primer cuatrimestre de 2018, tras subir 35% real en 2017), fundamentalmente explicada por los FCI de renta fija<sup>14</sup>. Por otra parte, los datos del balance cambiario evidenciaron una continuidad en los flujos positivos (si bien menores) de inversiones de cartera de no residentes hasta marzo, pasando a registrarse un flujo negativo en el mes de abril.

**Gráfico 1.7 | Tasas de mercados domésticos en pesos**



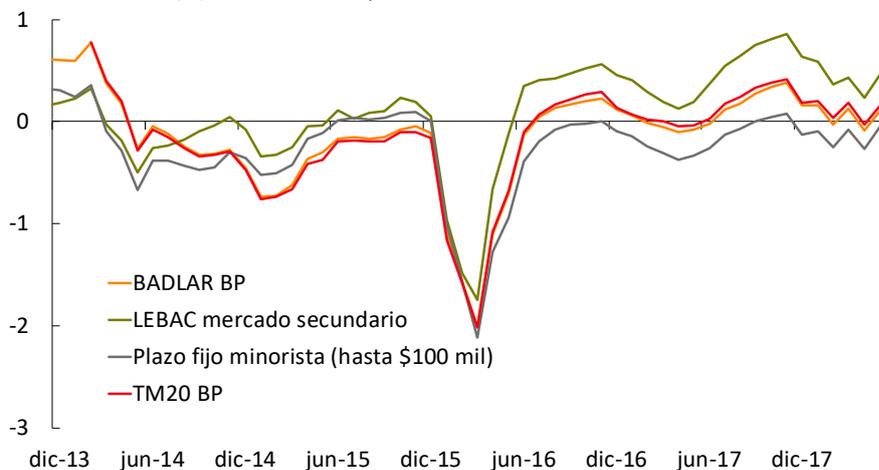
Fuente: BCRA, MAE, Bloomberg, CNV y BCBA

<sup>13</sup> Respecto a las tasas en dólares, en el mercado doméstico la curva de los bonos soberanos mostraba a fines de la segunda semana de mayo un empujamiento respecto a los niveles vigentes a la publicación del IEF anterior (bajaron los rendimientos de los bonos más cortos -los más líquidos en el mercado local- y aquellos de la parte larga). Por otra parte, se verificó una suba de cerca de 60 p.b. en los rendimientos de colocación de las Letras del Tesoro del Gobierno Nacional en dólares a 1 año desde diciembre a abril.

<sup>14</sup> Por su parte, en base a la última información disponible, se observa que en 2017 la cartera del FGS (el principal inversor institucional en el mercado local) creció 10% en términos reales, desempeño liderado por los títulos públicos y, en menor medida, las acciones. En el caso de las compañías de seguros, sus carteras crecieron 7% real en 2017, con el 41% de esta variación explicado por las tenencias de títulos públicos, 23% por FCI y 14% por ON.

**Gráfico 1.8 | Evolución de tasas de interés reales**

tasa real ex ante (%) con inflación esperada



Nota: cálculo con tasas de principio de mes, sin anualizar, para colocaciones a 30 días, promedio móvil 3 meses. Inflación esperada en base a Consensus (IPC GBA desde nov-13) luego REM (IPC nacional desde jun-16).

Fuente: BCRA, Consensus y MAE

Desde el último IEF, el Gobierno Nacional incrementó el uso de financiamiento en el mercado doméstico (en particular, en pesos), diversificando sus instrumentos. Para los bonos se destaca la colocación de dos especies con ajuste CER a 5 y a 7 años, dos colocaciones de híbridos (pagarán el mayor monto entre una tasa nominal capitalizable y un ajuste por CER más un diferencial) y, a mediados de mayo, reapertura de dos bonos en pesos a tasa fija con vencimiento en 5 y 8 años<sup>15</sup>. En diciembre empezaron a emitirse letras en moneda local<sup>16</sup>. En términos de saldos, la deuda pública nacional representó aproximadamente 57,1% del PIB en 2017 (de los cuales 29,6 p.p. corresponden a deuda con acreedores privados, multilaterales y bilaterales), con un incremento de 4,6 p.p. durante el 2do. semestre de 2017 (principalmente a partir de la colocación de bonos en moneda nacional a tasa variable, letras del Tesoro Nacional y operaciones de venta de bonos y recompra futura —REPOs— en un marco de una mayor depreciación de la moneda durante los últimos días del año). La deuda flotante del Tesoro Nacional a fines de 2017 se redujo en términos inter-  
anuales 0,3 p.p. del PIB.

Con respecto al sector privado, se destacó el dinamismo en las colocaciones de obligaciones negociables de los bancos (ver Gráfico 1.9), permitiendo que se sostenga el crecimiento del crédito en un contexto en el cual los depósitos muestran un desempeño menos dinámico. Desde principios de noviembre del año pasado (publicación del último IEF) los bancos colocaron más de \$61.000 millones en ON (mientras que los vencimientos de capital de ONs pre-existentes fueron por cerca de \$4.000 millones). De esta manera, el volumen de financiamiento promedio mensual vía ON desde noviembre de 2017 hasta abril de 2018 fue de unos \$10.000 millones, que se compara con cerca de \$3.200 millones por mes entre enero y octubre de 2017. Del monto colocado desde noviembre, cerca del 94% fue en pesos nominales, segmento en el cual las colocaciones no mostraron cambios sustanciales en el plazo promedio ponderado de colocación (30 meses, aunque hubo operaciones por hasta 60 meses)<sup>17</sup>. El resto del monto total estuvo explicado por operaciones en

<sup>15</sup> También se realizaron operaciones de repo con entidades financieras.

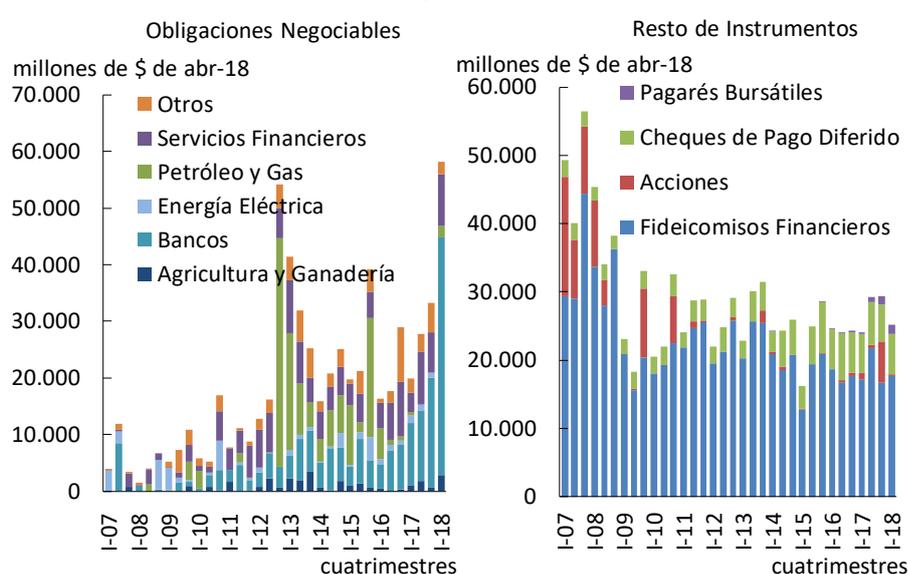
<sup>16</sup> Hubo 4 operaciones, siendo las dos primeras en diciembre con instrumentos a descuento y plazos de 3 a 9 meses aproximadamente. Más recientemente se colocaron letras a 180 días con cupón capitalizable.

<sup>17</sup> Para las operaciones en pesos nominales el monto promedio por operación fue de casi \$1.400 millones (frente a menos de \$500 millones en el primer semestre de 2017). Con respecto al tipo de emisiones, en general se observa operaciones a tasa fija para los plazos más cortos, y con tasa variable (siguiendo a la Badlar o a la TM 20) a mayor plazo. Con respecto al costo de fondeo, considerando la colocación de ONs de diferentes bancos a plazo de 18 meses, en el primer cuatrimestre se dio un recorte de más de 200pb, mientras que el costo de fondearse con plazos fijos (Badlar Bancos Privados) cayó 44pb entre puntas.

UVA, un segmento que, si bien es incipiente<sup>18</sup>, permite fondearse a plazos más largos (plazo promedio cercano a 36 meses) y acotar los descálces en UVA de los bancos.

El resto del fondeo mediante instrumentos de deuda a través del mercado de capitales (incluyendo obligaciones negociables del sector privado no financiero, fideicomisos financieros, e instrumentos de menor plazo como cheques de pago diferido y pagarés bursátiles), no experimentó cambios significativos en términos de montos desde la publicación del último IEF. En este segmento, vinculado al crecimiento del financiamiento a la vivienda desde el sector bancario, se destaca la colocación del primer fideicomiso de créditos hipotecarios UVA (la primera titulización de créditos hipotecarios efectuada en 7 años). Este tipo de operaciones (que podría ser adicionalmente potenciado con la Ley de Financiamiento Productivo) permitirá mantener el dinamismo en el otorgamiento de crédito a mayor plazo por parte de los bancos, facilitando además la administración de riesgos como el de liquidez y el de crédito.

**Gráfico 1.9 | Financiamiento al sector privado – mercados locales**



Fuente: BCRA en base a BCBA, IAMC y CNV

Desde la publicación del último IEF, las cotizaciones de las acciones experimentaron mayor volatilidad, con subas hasta mediados de enero y mermas de precios (y en los ratios de valuación) desde entonces, las cuales se profundizaron en los últimos días<sup>19</sup>. En el caso de los papeles de bancos, tanto las subas iniciales como la posterior caída fueron más intensas que las del Merval (de forma tal que a mediados de mayo los papeles bancarios acumulan un leve incremento desde la publicación del último IEF). Tras las mermas observadas en los últimos meses, los ratios de valuación para las acciones de los bancos volvieron a los niveles similares a los de hace un año atrás. En este marco, en los últimos meses no hubo suscripciones de nuevas acciones, un tipo de operaciones que fueron usadas por los bancos en 2017 de cara al aumento en el otorgamiento de crédito y las expectativas de crecimiento en el sector

<sup>18</sup> Con las 5 operaciones registradas desde el último IEF, se acumulan 7 operaciones desde la creación del instrumento (incluyendo una operación de una entidad financiera no bancaria).

<sup>19</sup> En los últimos días distintas empresas (de diversos sectores) anunciaron su intención de recomprar acciones en el mercado.

## *Apartado 1 / Empresas con oferta pública y descalce de monedas*

El monitoreo de los balances del sector corporativo es uno de los componentes del análisis de estabilidad financiera. Tras el reingreso de Argentina a los mercados internacionales, la dinámica de las colocaciones de bonos en mercados externos llevó a que se intensificara el seguimiento de este sector, partiendo de una situación de baja carga de la deuda corporativa comparado con otros emergentes<sup>20</sup>. Este tipo de análisis gana relevancia en la coyuntura actual, con preocupación creciente entre los emergentes respecto a la posibilidad de profundización de un contexto externo más desafiante, que implique desarme de posiciones en instrumentos financieros de estas economías, con impacto sobre sus precios y sobre la cotización de sus monedas (por el efecto potencial sobre empresas en general y con descalce cambiario en particular)<sup>21</sup>. Frente a una eventual situación de tensión en los mercados internacionales, el efecto negativo sobre el sector corporativo podría afectar al sistema financiero a través de diferentes canales. Dado que el sector corporativo es deudor del sistema financiero local, un deterioro en su situación puede impactar sobre la calidad de la cartera crediticia y la solvencia de los bancos. Por otro lado, si la situación financiera del sector corporativo empeorara esto podría afectar a los depósitos del sector bancario. Asimismo, problemas financieros en el sector corporativo podrían condicionar la evolución de la actividad económica (con impacto, por ejemplo, en el mercado laboral), generando efectos de segunda ronda sobre la calidad de la cartera de los bancos.

Con el objetivo de entender cuál es la situación en Argentina de las empresas del sector privado no financiero en términos de descalce de moneda, en este apartado se analizará a las firmas con oferta pública (de acciones o bonos), dado que publican balances discriminando saldos en moneda doméstica y extranjera<sup>22</sup>. Para estas empresas, se observa que el descalce (pasivo) de moneda agregado en términos de saldos de balance (cuentas del pasivo en moneda extranjera menos cuentas del activo en dicha moneda) ascendía a cerca de US\$22.500 millones a fines de 2017, que representa un bajo nivel en términos del producto (3,7% del PIB<sup>23</sup>). Buena parte del descalce así medido está explicado por las empresas que han emitido bonos en los mercados internacionales<sup>24</sup>. Para este grupo de empresas el descalce de moneda ascendía a fines de 2017 a casi US\$19.000 millones, que representa un 25% de su activo total para la mediana del grupo. Sin embargo, las empresas analizadas evidencian una heterogeneidad no desdeñable<sup>25</sup>. Aunque este descalce tendió a crecer en términos absolutos en los últimos años, medido en términos del activo total muestra una caída en 2017 (en función del incremento observado en el activo de estas empresas).

Debe tenerse en cuenta que esta medida del descalce de monedas presenta ciertas limitaciones que implican una sobre-estimación de su tamaño, por lo que para esta muestra de empresas sería incluso menor al mencionado. Por ejemplo, por limitaciones en los datos, esta medida se concentra en los saldos, sin tener en cuenta la generación de ingresos en dólares (o que están vinculados a la evolución del tipo de cambio) que servirían de cobertura natural ante movimientos en el tipo de cambio. Si bien los balances no incluyen información del estado de resultados discriminado por moneda, más de 2/3 de las empresas con bonos

<sup>20</sup> Ver Apartado “Situación patrimonial del sector corporativo” en IEF del [primer semestre de 2017](#) y “Apalancamiento y carga de la deuda de empresas con acceso al crédito bancario” en [IEF del segundo semestre de 2017](#).

<sup>21</sup> Esta preocupación entre los emergentes debe entenderse en un contexto de varios años de tendencia creciente en el apalancamiento de las empresas en estos países. Esta evolución refleja en parte un auge en las colocaciones de deuda en los mercados internacionales, vinculado tanto a mejoras en la situación de los emergentes como al contexto internacional (amplia liquidez, bajas tasas de interés y mayor apetito por instrumentos financieros de economías emergentes). Ver, por ejemplo, “[Corporate Funding Structures and Incentives](#)” (FSB, 2015).

<sup>22</sup> Se trabaja con una muestra de empresas cuyo activo representa, a fines de 2017, más del 95% del activo total de las empresas con oferta pública (esta muestra incluye a todas las empresas con oferta pública que tienen bonos emitidos en los mercados externos). Otras fuentes de información sobre el sector corporativo usualmente monitoreadas no presentan datos discriminados por monedas.

<sup>23</sup> Este ratio (medido a fines de 2017) ascendería a 4,8% si se calculase con el tipo de cambio de cierre del 14 de mayo y el último dato de PIB publicado (fin de 2017). Este nivel resulta consistente con el acotado ratio de carga de la deuda del sector corporativo en relación al PIB en Argentina, tanto en términos agregados como considerando exclusivamente a la deuda externa del sector privado.

<sup>24</sup> Estas empresas explican 92% del saldo de bonos corporativos en moneda extranjera de las empresas argentinas. Por su parte, para estas empresas el pasivo en moneda extranjera (explicado en gran medida por el saldo de bonos) representa cerca de las dos terceras partes del pasivo total.

<sup>25</sup> Este ratio en términos del activo presenta un promedio cercano al 30% para el grupo analizado y, si bien hay casos en los cuales el ratio presenta niveles por encima de este valor, para el 75% de las empresas el descalce no supera el 45% del activo total

internacionales en moneda extranjera señala en las notas a los estados contables (con información cualitativa) que tienen ingresos vinculado a la evolución del tipo de cambio que contribuyen a disminuir el riesgo cambiario. Esto resulta consistente con que varias de estas firmas pertenecen al sector transables<sup>26</sup>. Otra de las limitaciones de esta medida es que no incorpora el efecto de operaciones de cobertura realizadas con derivados, aunque el uso en el caso argentino sería marginal<sup>27</sup>.

Por otra parte, el análisis de los ratios financieros de las empresas con oferta pública en términos generales, muestra que si bien las empresas con bonos colocados en el exterior en moneda extranjera (grupo 1) tienen indicadores menos sólidos que el resto (grupo 2), en 2017 se observó —en varios casos— cierta mejora en el margen (ver Tabla A.1.1). Por ejemplo para las firmas del grupo 1, la mediana<sup>28</sup> del apalancamiento evidenció una leve tendencia creciente hasta 2016 para luego registrar cierta merma en 2017, aunque manteniéndose levemente por encima de lo observado para las empresas del grupo 2<sup>29</sup>. Por otra parte, mientras que en los últimos años las empresas del grupo 1 mostraron ratios de liquidez consistentemente por debajo del resto, hacia fines de 2017 este indicador mostraba un nivel similar en ambos casos. La diferencia entre los dos grupos es más marcada al analizar el endeudamiento en términos de los flujos de ingresos: para las empresas del grupo 1 este nivel es más del doble que para el resto. No obstante, se destaca que para las empresas del grupo 1 los pagos de intereses y capital de la deuda en moneda extranjera para los próximos 12 meses representan menos de un tercio de los ingresos operativos estimados para estas empresas<sup>30</sup>. Asimismo, considerando el cronograma completo de pagos asociado a la deuda colocada en el exterior, los flujos para los próximos años son relativamente más bajos, en buena parte debido a las operaciones de gestión de pasivos (emisiones de deuda para recomprar bonos preexistentes, canjes) que se dieron tras la salida del default de la deuda soberana en 2016.

**Tabla A.1.1 | Indicadores financieros de empresas con oferta pública**

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Grupo 1	Empresas que cuentan con bonos internacionales en moneda extranjera a 2017	Apalancamiento: Pasivo total/Activo total	0,57	0,68	0,68	0,74	0,74	0,68
		Liquidez: Activo corriente/Pasivo corriente	0,79	0,74	0,74	0,94	0,83	1,28
		Endeudamiento: Pasivo total/Ingresos operativos	2,18	2,45	1,95	3,48	2,11	4,12
		Carga de deuda: Costos financieros/Ingresos operativos	0,39	0,64	0,54	0,63	0,54	0,53
Grupo 2	Otras empresas con oferta pública a 2017	Apalancamiento: Pasivo total/Activo total	0,59	0,58	0,56	0,62	0,63	0,64
		Liquidez: Activo corriente/Pasivo corriente	1,13	1,17	1,22	1,13	1,19	1,27
		Endeudamiento: Pasivo total/Ingresos operativos	2,56	1,52	1,57	1,08	1,62	1,81
		Carga de deuda: Costos financieros/Ingresos operativos	0,34	0,36	0,38	0,28	0,28	0,27

Nota: Valores para la mediana de las compañías de cada grupo

En síntesis, si bien los descaldes de deuda de moneda del sector corporativo a nivel agregado serían acotados (aunque con una considerable heterogeneidad entre empresas), se mantendrá un monitoreo de los potenciales riesgos asociados a este sector. Para mejorar el análisis realizado se buscará, entre otras cosas, ampliar la base de empresas monitoreadas y mejorar los indicadores de seguimiento (por ejemplo, para tener en cuenta la cobertura existente a través de ingresos netos en moneda extranjera, incorporando más información o realizando estimaciones en función de los datos existentes).

<sup>26</sup> En algunos casos, la existencia de diversificación en las líneas de negocio encaradas dificulta la clasificación de las empresas como productoras de transables o no transables.

<sup>27</sup> En este caso, si bien en los balances las empresas destacan que disponen de la alternativa de celebrar contratos financieros derivados de tipo de cambio (y en algunos casos se menciona que se han utilizado derivados financieros como cobertura durante algún momento del ejercicio) sólo en contadas ocasiones se estaba haciendo uso de estas herramientas a fines de 2017 (y por un monto acotado en comparación con el descalse agregado).

<sup>28</sup> Se reportan los datos en términos de mediana, si bien estas tendencias en general también se observan en otros percentiles de la distribución para casi todos los indicadores mencionados en este párrafo (excepto el de liquidez). Así y todo, debe tenerse en cuenta que los datos muestran una considerable heterogeneidad entre empresas.

<sup>29</sup> Se destaca que los niveles de apalancamiento observados se encuentran levemente por encima de los valores registrados para otras empresas cotizantes de América Latina. La mediana del ratio de apalancamiento por país está en un rango de 0,45-0,65 para Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>30</sup> Dato no presentado en la tabla adjunta. Los ingresos para los próximos 12 meses se proyectan en base a los observados en el último ejercicio, actualizados por la inflación esperada para el corriente año según el REM.

## *Apartado 2 / Ley de Financiamiento Productivo, desarrollo de mercados de capitales y estabilidad financiera*

En mayo se promulgó la Ley N°27.440 de Financiamiento Productivo (LFP) que, entre otros objetivos, busca contribuir al desarrollo de los mercados de capitales a través de la adecuación y modernización de su marco normativo, incorporando un enfoque de mitigación de riesgo sistémico para la CNV, además de reformas para impulsar el financiamiento hipotecario y el ahorro. Aquí se hace una breve descripción de los principales cambios establecidos en la ley.

En relación con las modificaciones que buscan dinamizar la operatoria de distintas figuras (instrumentos y agentes) pre-existentes, se incluyen las siguientes:

- **Titulización o securitización de activos:** se agiliza el mecanismo de cesión de créditos instrumentados usando la figura legal de las letras hipotecarias, para facilitar el proceso de titulización y dar un mayor impulso al crecimiento observado en el mercado de hipotecas<sup>31</sup>. Adicionalmente, se establece una exención del impuesto a las ganancias para los fideicomisos con oferta pública, de forma tal que sólo tributan las ganancias distribuidas entre los inversores.
- **Compañías de seguros:** se permite la cobertura de riesgo de crédito siempre y cuando esté vinculado a créditos hipotecarios<sup>32</sup>.
- **Obligaciones negociables (ON):** se prevé una mayor flexibilidad para emitir instrumentos (por ejemplo, la decisión la puede tomar el órgano de administración si está previsto en el estatuto de la sociedad, aunque el ingreso a la oferta pública debe ser resuelto por asamblea). Se introducen cambios en las garantías con las que pueden emitirse las ON y se permite la emisión con recurso limitado y exclusivo a determinados activos del emisor<sup>33</sup>. Se actualiza la Ley 23.576 explicitando que las emisiones en moneda extranjera pueden suscribirse en moneda local, extranjera o en especie.
- **Derivados:** se establece un marco regulatorio que incorpora disposiciones vinculadas a la ejecución de este tipo de contratos siguiendo estándares internacionales. En caso de concurso o quiebra de una de las contrapartes, se permite la resolución anticipada, el neteo de posiciones y la ejecución automática y extrajudicial de garantías. Las operaciones bilaterales con derivados (fuera de mercados autorizados) serán registradas (se introduce la figura de las entidades de registro de operaciones de derivados).
- **Fondos comunes de inversión:** se introducen nuevas figuras, como los *Exchange-Traded Funds* (para constituir fondos comunes de inversión abiertos se admite a activos que repliquen índices financieros o canastas de activos)<sup>34</sup> o los fondos (abiertos o cerrados) para invertir ahorros voluntarios destinados al retiro de los cuotapartistas (que podrían servir para canalizar ahorro e incrementar la demanda de instrumentos de largo plazo). Se dan más especificaciones sobre la figura de los fondos cerrados de inversión<sup>35</sup>. Se le otorga a la Comisión Nacional de Valores (CNV) la potestad de fijar diversos valores de las pautas de diversificación de activos (antes establecidos en la propia ley). Se permite constituir fondos comunes destinados exclusivamente a inversores calificados, con límites de inversión menos restrictivos. La LFP permite además a las sociedades gerentes administrar inversiones<sup>36</sup>.
- **Pagarés / pagaré bursátil:** se realizan modificaciones a la ley 27.264 para promover la negociación de pagarés. Se establece que los pagarés gozan de oferta pública y podrán ser negociados en mercados registrados ante la CNV siempre que reúnan los requisitos dictados por esa institución.

<sup>31</sup> La LFP plantea además una exención al plazo máximo (de 30 años) para los fideicomisos financieros con oferta pública que se usen para titularizar créditos hipotecarios.

<sup>32</sup> Se permite además, para seguros de vida y de retiro, la actualización en función del CER.

<sup>33</sup> Y no a todo su patrimonio. En caso de incumplimiento del emisor, los acreedores tendrán recurso únicamente sobre dichos activos. Esta modificación facilitaría las operaciones de *project finance*.

<sup>34</sup> Se deja abierta la posibilidad de que la CNV admita otros activos financieros no mencionados explícitamente en la Ley 24.083.

<sup>35</sup> Los fondos comunes cerrados podrán constituirse con los mismos activos que uno abierto y además: bienes muebles o inmuebles, títulos valores sin oferta pública, derechos creditorios y otros activos autorizados por CNV. Los bienes en los que sólo pueden invertir los fondos cerrados deben estar situados en el país. Por otra parte, para dar impulso a desarrollo de proyectos inmobiliarios y de infraestructura, se otorgan beneficios impositivos para fondos comunes de inversión cerrados y fideicomisos financieros que cumplan con ciertas pautas.

<sup>36</sup> Además de modernizar diferentes aspectos vinculados al quehacer de la sociedad gerente y la sociedad depositaria.

- **Agente depositario central de valores negociables:** esta figura pasa a sustituir a la figura del agente de depósito colectivo. Además de recibir depósitos colectivos de valores negociables, estos agentes podrán prestar servicios de custodia y de percepción y liquidación de acreencias y pago de los valores negociables en depósito, entre otros. Podrán abrir cuentas en el exterior para el cumplimiento de sus funciones y prestar servicios de agencia de custodia (*escrow agent*).

Por otro lado, la LFP trabaja sobre nuevos instrumentos y figuras. Por ejemplo:

- **Factura de crédito electrónica MiPyMEs** (de uso obligatorio para operaciones comerciales en las que una MiPyMEs deba emitir factura o recibo a empresas grandes), con un registro en el ámbito de la AFIP. Estos títulos podrán ser negociados en mercados autorizados o a través de sistemas informáticos que faciliten la negociación de facturas en los que participen entidades financieras y proveedores no financieros de crédito.
- **Agente de garantía para financiamientos colectivos:** en contratos de financiamiento con dos o más acreedores (en general asociados a financiamiento de proyectos), las partes podrán constituir garantías a favor de este tipo de agentes, que actuará en beneficio de los acreedores.
- **Sistema de financiamiento colectivo:** se permite a la CNV regular, para estos agentes, modalidades de negocios distintas a las mencionadas en la ley 27.349 de 2017.
- **Cheque electrónico:** el Poder Ejecutivo deberá tomar las medidas necesarias para hacer operativo un sistema para estos instrumentos en un lapso no mayor a 90 días de promulgada la LFP.
- **Certificados de obra pública:** podrán ser negociados en mercados autorizados por la CNV según la reglamentación que dicte esa institución.

La ley contempla además reformas respecto a la oferta pública de acciones (en particular, sobre el derecho de preferencia), la oferta privada de activos y oferta pública de adquisición. Por otra parte, trata cuestiones vinculadas a la transparencia y la inclusión financiera.

Otra serie de cambios están vinculados al **rol de la CNV**. De particular relevancia en términos de estabilidad financiera resulta el establecimiento de la evaluación y el dictado de regulaciones tendientes a mitigar situaciones de riesgo sistémico como una de las funciones del organismo regulador. Por otra parte:

- se reintroduce la posibilidad de requerir a mercados y cámaras compensadoras que ejerzan funciones de supervisión, inspección y fiscalización sobre sus miembros participantes, sin que esto implique una delegación de facultades<sup>37</sup>;
- para evitar conflictos de intereses, se elimina a las multas como uno de los recursos propios de la CNV<sup>38</sup>;
- se eliminan ciertas facultades discrecionales, como la posibilidad de actuar sin sumario previo en lo que refiere a la función de declarar irregulares e ineficaces los actos sometidos a su fiscalización cuando sean contrarios a la ley<sup>39</sup>. También se eliminó, entre las facultades correlativas, tanto la posibilidad de designar veedores con facultad de veto en los órganos de administración como la de separar a los órganos de administración en entidades en las que se detectasen irregularidades;
- se le da a la CNV la facultad de crear nuevas categorías de agentes registrados y modificar o eliminar las existentes (posibilitando un mayor dinamismo), además de darle la atribución al regulador de fijar los aranceles máximos que podrán percibir distintos agentes de mercado;
- la CNV pasa a ser la autoridad exclusiva en materia de oferta pública (se elimina la posibilidad de que el BCRA, en ejercicio de sus funciones, pueda limitar la oferta pública de nuevas emisiones).

En síntesis, esta nueva ley, que aborda diversos temas vinculados a los mercados de capitales (con varios aspectos prácticos que serán determinados en la futura reglamentación de la ley), facilitará el avance hacia un sector financiero más profundo. En efecto, esto permitirá un mayor dinamismo del mercado de capitales, complementando a la actividad bancaria, por ejemplo, en lo vinculado al impulso del crédito hipotecario. Adicionalmente, a partir de la vigencia de esta ley la evolución de los mercados de capitales será monitoreada por un regulador que incorpora un enfoque de estabilidad financiera en forma explícita.

<sup>37</sup> En forma complementaria, se modifican las funciones de los mercados y las cámaras compensadoras. Se incorporan además otros cambios vinculados a estos agentes (por ejemplo, vinculados a la forma jurídica de los mercados y a los fondos de garantía).

<sup>38</sup> Los recursos provenientes de las multas que aplique la CNV serán transferidos al Tesoro Nacional. Se introducen además diversas modificaciones vinculadas a cuestiones administrativas y de toma de decisiones en la CNV.

<sup>39</sup> Así, se reintroduce la posibilidad de iniciar sumarios por parte de la CNV.

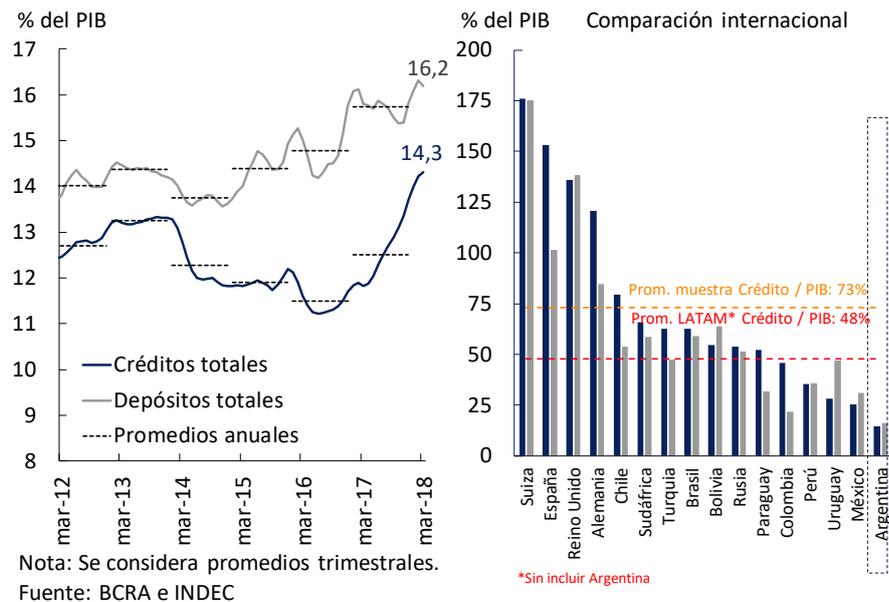
## 2. Situación del sistema financiero

El proceso de expansión de la actividad de intermediación bancaria se consolidó en los últimos meses. En particular, el crédito al sector privado creció 25% interanual en términos reales a marzo, alcanzando un nivel de 14,3% del PIB (aumentó 2,5 p.p. en los últimos 12 meses), máximo valor de los últimos 15 años. Sin embargo, la profundidad del sector aún se mantiene muy baja en una comparación internacional, por lo que el potencial de crecimiento del mismo todavía es muy significativo hacia adelante. Los depósitos del sector privado crecieron relativamente menos que los créditos, observándose fondeo adicional con obligaciones negociables. Se destacó la dinámica del segmento hipotecario, con casi 58.600 nuevos deudores en 2017 y 25.500 en el primer trimestre de 2018, mostrando el segmento UVA un rol casi excluyente. En un marco regulatorio en línea con los estándares recomendados a nivel global, el sistema financiero mantiene elevados niveles de solvencia. Se comienza a observar evidencia de un mayor grado de competencia en el sector, consistente con las medidas implementadas en los últimos dos años a tal efecto. Ante este desarrollo y la presión adicional sobre la rentabilidad derivada del proceso de desinflación, resulta positiva la disminución que se registra en el peso relativo de los gastos de administración. Esta reducción de costos, necesaria para el desarrollo y la estabilidad del sector, resulta de una mayor escala y mejoras de eficiencia.

### ***Se consolida la expansión del crédito al sector privado***

En línea con el contexto de crecimiento económico (ver Capítulo 1), la intermediación financiera del conjunto de bancos continuó aumentando en los últimos meses de 2017 y principios de 2018. En el período se sostuvo el crecimiento del crédito al sector privado —en el que se destacan las líneas hipotecarias—, mientras que el fondeo del sector siguió presentando una dinámica más moderada. En marzo de 2018 se estima que las financiaciones a empresas y familias totalizaron 14,3% del PIB, 1,4 p.p. por encima del nivel de septiembre 2017 —última publicación del IEF— y 2,5 p.p. más que el valor de un año atrás (ver Gráfico 2.1). Los depósitos del sector privado representaron 16,2% del PIB<sup>40</sup>, aumentando 0,7 p.p. con respecto al cierre del tercer trimestre de 2017. Ante el cambio de escenario macroeconómico de los últimos dos años, se observa una creciente sincronización a nivel local entre el ciclo financiero y el ciclo económico.

**Gráfico 2.1 | Intermediación con el sector privado - Como % del PIB**



<sup>40</sup> Si se incluye la tenencia de LEBAC en poder del sector privado no financiero, este ratio ascendería a 20,7% del producto a marzo de 2018, aumentando 1,5 p.p. con respecto al nivel de un año atrás.

Siguiendo las recomendaciones de organismos internacionales y en línea con el proceso adoptado por otros países para que la contabilidad bancaria refleje con mayor precisión la realidad económica, a principios de 2018 las entidades financieras comenzaron a presentar sus balances de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) <sup>41</sup>. En la práctica, la aplicación inicial de las NIIF por parte de los bancos locales se reflejó en un incremento del patrimonio neto del sistema financiero de 14,8% con respecto al contabilizado hasta fines de 2017<sup>42</sup>, principalmente explicado por el revalúo de los inmuebles<sup>43</sup>.

Tabla 2.1 | Situación patrimonial – Sistema financiero

	En % del activo neteado					Variación i.a. real del saldo mar-18
	mar-17	sep-17	mar-18	Variación en p.p.		
				mar-18 vs. sep-17	mar-18 vs. mar-17	
<b>Activo neteado</b>						<b>8,3</b>
Activos líquidos	25	20	17	-2,5	-7,3	-23,9
En pesos	9	9	9	-0,3	-0,1	7,5
En moneda extranjera*	16	11	8	-2,2	-7,3	-44,4
Instrumentos del BCRA**	16	12	14	2,6	-1,1	0,9
Crédito total al sector público	14	10	11	0,2	-3,2	-16,6
Crédito total al sector privado	42	50	49	-1,5	6,6	25,3
Crédito en \$ al sector privado	36	41	40	-1,3	3,9	20,1
Crédito en US\$ al sector privado*	6	9	9	-0,3	2,7	49,0
Otros activos	4	8	9	1,3	5,0	139,0
<b>Pasivo neteado</b>						<b>6,9</b>
Depósitos del sector público	21	15	18	2,6	-3,0	-7,5
Depósitos del sector privado	55	59	55	-4,2	-0,8	6,7
En pesos	43	44	40	-3,8	-2,2	2,7
A la vista	22	24	21	-2,5	-0,3	6,5
A plazo	20	19	18	-1,0	-1,7	-0,8
En moneda extranjera*	13	15	14	-0,5	1,4	14,7
ON, OS y Líneas del exterior	3	4	5	0,9	1,7	62,9
Otros pasivos	9	9	10	0,9	1,1	21,2
<b>Patrimonio neto</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,1</b>	<b>18,5</b>

\*Variación del saldo en moneda de origen. \*\* Incluye tenencia y pases con el BCRA.

Fuente: BCRA

Con relación a la última edición del IEF, dentro de los rubros que integran el activo del sistema financiero se incrementó la importancia relativa de los instrumentos de regulación monetaria (LEBAC y LELIQ) (aumenta 2,6 p.p.), en tanto que se redujeron el resto de los activos líquidos (-2,5 p.p.), principalmente en moneda extranjera (ver Tabla 2.1)<sup>44</sup>. Por el lado del fondeo, en el período aumentó la ponderación de los depósitos del sector público y de las fuentes alternativas de fondeo, como las obligaciones negociables (ver Apartado 3). Como contrapartida, disminuyó la ponderación de las colocaciones del sector privado (-4,2 p.p.) —principalmente en moneda nacional— en el fondeo del sector.

<sup>41</sup> En 2014 el BCRA estableció una hoja de ruta para la convergencia hacia las NIIF (Comunicación “A” 5541). A modo de facilitar la estandarización de las imputaciones contables producto de la aplicación de las NIIF, en el inicio de este año esta Institución elaboró una [Guía Complementaria al Plan de Cuentas – Convergencia a NIIF](#). Para mayor detalle sobre las NIIF, ver [IEF 1-17](#).

<sup>42</sup> El patrimonio neto se incrementó 21,2% en bancos públicos y 11,6% en bancos privados.

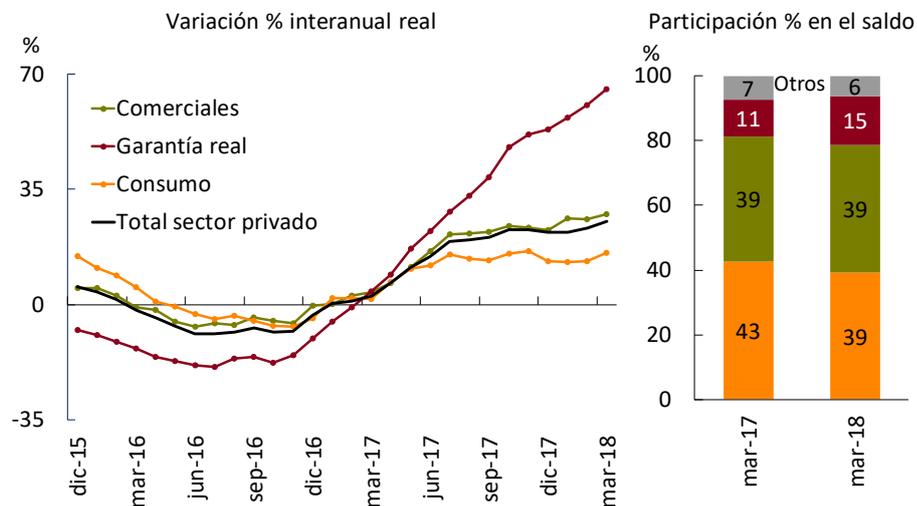
<sup>43</sup> Los bienes inmuebles hasta ahora se consideraban a valores históricos y, a partir de las NIIF, se toman valores que están más en línea con el precio de mercado. En términos de las modificaciones expositivas adicionales que genera la aplicación de NIIF, cabe considerar que las operaciones que implicaban una doble registración contable —como los pases, a término y al contado a liquidar—, ya eran tenidas en cuenta en las publicaciones anteriores del IEF al depurar el activo y pasivo utilizando el concepto neteado. En particular, el activo y el pasivo se neteaban de las duplicaciones contables por las operaciones de pase, a término y al contado a liquidar.

<sup>44</sup> Ver Capítulo 3 para un mayor desarrollo sobre la evolución de la liquidez del sistema financiero.

El crédito bancario total a las empresas y familias siguió expandiéndose: se incrementó 25,3% i.a. real a marzo (ver Gráfico 2.2), dando lugar a un aumento interanual de 6,6 p.p. en los activos totales del sistema (si bien disminuye levemente 1,5 p.p. respecto a septiembre pasado). El desempeño de los préstamos al sector privado resultó generalizado en todos los grupos de entidades financieras, si bien se registró una variación relativa mayor en los bancos públicos. Desagregando por líneas, los créditos con garantía real verificaron el mayor dinamismo interanual relativo, aumentando su participación en el saldo de total.

Como se viene observando desde mediados de 2016, la normalización del mercado cambiario y la mayor apertura de la economía, sumadas a los efectos del Régimen de Sinceramiento Fiscal y al escenario de crecimiento económico, permitieron que las financiaciones del sector privado en moneda extranjera recobraran dinamismo. A marzo de este año el crédito en moneda extranjera se incrementó 49% i.a. —en moneda de origen—, impulsado principalmente por las financiaciones a la exportación. Cabe considerar que el BCRA tomó un amplio conjunto de medidas para fortalecer la aplicación productiva del fondeo en moneda extranjera, sin descuidar su objetivo macroprudencial de evitar potenciales descalces excesivos de moneda directos (balance de bancos) e indirectos (balances de deudores) en el sistema (ver Recuadro 1).

**Gráfico 2.2 | Saldo de crédito total (moneda nacional y extranjera) al sector privado**



Nota: Comerciales incluye: adelantos, documentos, bienes en locación financiera y prefinanciación a la exportación. Garantía real: hipotecarios y prendarios. Consumo: tarjetas y personales.  
Fuente: BCRA

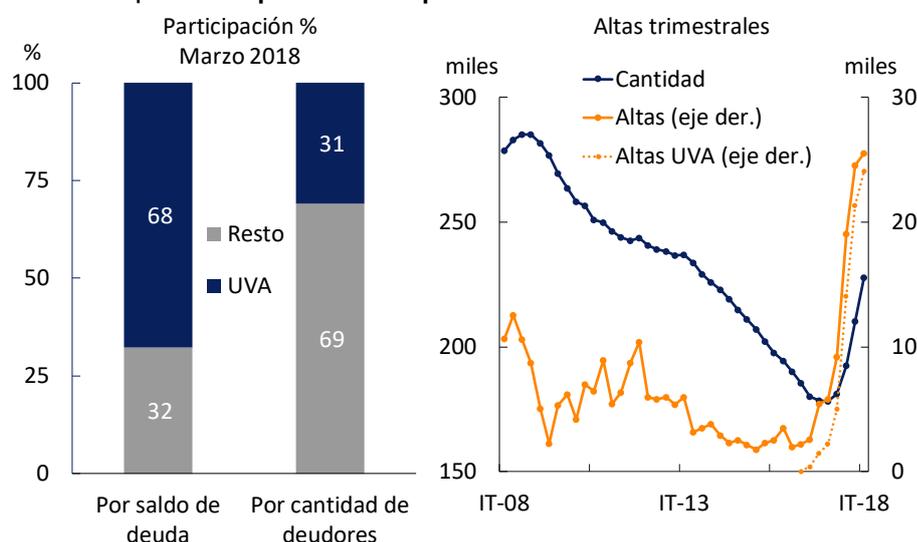
**Recuadro 1. Mitigar el descalce de moneda de los deudores bancarios, uno de los ejes de la política macroprudencial del BCRA**

La crisis financiera local de 2001-2002 dejó un conjunto de lecciones que fueron tenidas en cuenta al ajustar el marco regulatorio del sistema financiero, destacándose la necesidad de abordar normativamente los riesgos relacionados a la excesiva exposición al sector público —en todos sus niveles— y al descalce de moneda. El BCRA enfocó parte de su política macroprudencial sobre esos riesgos. Con aproximadamente 70% de los activos bancarios en dólares en 2001, el colapso del régimen del tipo de cambio fijo a principios de 2002 se tradujo en importantes tensiones sobre la capacidad de pago de los deudores en moneda extranjera, especialmente aquellos del sector no transable. Frente a la depreciación de la moneda a comienzos de 2002 el Gobierno decidió pesificar créditos y depósitos en un intento de controlar los riesgos sistémicos.

Ante esta experiencia, en mayo de 2002 el Poder Ejecutivo estableció que los depósitos en moneda extranjera sólo pueden ser utilizados por los bancos para financiar a deudores con ingresos habituales provenientes, directa o indirectamente, de operaciones de comercio exterior y actividades vinculadas<sup>45</sup>. El BCRA reglamentó oportunamente esta restricción en su marco normativo<sup>46</sup>. Desde principios de 2016 esta institución amplió las alternativas de aplicación de los recursos en moneda extranjera que disponen los bancos<sup>47</sup>. Así, el actual marco prudencial habilita a los bancos a financiar actividades económicas y de infraestructura —por ejemplo, en el marco de Contratos de Participación Público-Privada (ver Recuadro 2)—, mientras busca mitigar su exposición patrimonial al riesgo de descalce de moneda del deudor que demostró tener significativos efectos negativos en la historia económica del país.

Por su parte, las líneas de financiamiento en pesos canalizadas al sector privado acumularon un crecimiento real de 20,1% en los últimos doce meses, destacándose el incremento de los préstamos hipotecarios. En este marco, casi el 82% de los créditos al sector privado son denominados en moneda nacional (con y sin ajuste CER).

**Gráfico 2.3 | Crédito hipotecario a las personas humanas**



Nota: el cálculo de "altas" se realiza computando los CUILs de personas humanas que figuran en la central de deudores de cada mes (t) y que no se encontraban presentes en el mes anterior (t-1). Fuente: BCRA

Los préstamos hipotecarios a las familias acumularon un incremento interanual real de 199% a marzo. Esta evolución estuvo en gran parte explicada por los créditos en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA), que permitieron dinamizar el mercado de crédito para la adquisición de viviendas. A principios de 2018, el 68% del saldo total de financiaciones hipotecarias a las familias —\$133.600 millones— correspondió a créditos en UVA (ver Gráfico 2.3), siendo la banca pública la más dinámica en el otorgamiento de estos créditos. En términos de nuevos deudores hipotecarios (altas), mientras que en 2017 se incorporaron al sistema financiero local casi 58.600 (73% fueron de financiaciones en UVA), en el primer trimestre de 2018 totalizan 25.500 (94% en UVA). En este sentido, el crecimiento observado en el saldo de crédito hipotecario desde fines de 2015 ha sido explicado en su totalidad por nuevos deudores en este tipo de asistencias. No obstante este desempeño particular para la línea de créditos hipotecarios, a nivel de la cartera total de créditos al

<sup>45</sup> Decreto 905/02, texto según art. 63 de la Ley 26.546

<sup>46</sup> Ver "Política de crédito".

<sup>47</sup> Se permitió que las entidades puedan canalizarlos a proveedores de compañías exportadoras, a proyectos de inversión que permitan el incremento de la producción del sector energético, al financiamiento de proyectos de inversión de ganadería bovina y a financiar a los importadores de productos o servicios exportados por argentinos, entre otros. Más aún, se estableció que en la medida en que exista una garantía de un banco privado del exterior (con calificación de grado de inversión) se permite financiar todo tipo de proyectos, vinculados o no con la actividad exportadora. Para un desarrollo detallado de todos los cambios normativos introducidos en este sentido en los últimos 2 años, ver Capítulos y Anexos Normativos de los IEF de 2016 y 2017.

sector privado se observa que la participación de los nuevos deudores (para el sistema) en el incremento del saldo total desde fines de 2015 hasta la actualidad, resulta relativamente acotada (20%) y similar a la ponderación verificada entre fines de 2013 y diciembre de 2015<sup>48</sup>.

### **Recuadro 2. Contratos de participación público-privada: nuevo mecanismo para desarrollar proyectos de infraestructura**

*La Ley de “Contratos de Participación Público-Privada”<sup>49</sup> (PPP) de fines de 2016, estableció un nuevo marco para impulsar en el país proyectos de infraestructura, viviendas, actividades y servicios, inversión productiva, investigación aplicada e innovación tecnológica. A fines de mayo del corriente año se realizará la adjudicación y firmas de contratos de la primera licitación mediante un PPP para una etapa inicial de corredores viales. Adicionalmente, en el corto plazo se proyectan obras para mejorar la transmisión eléctrica, ampliación de redes de ferrocarriles, desarrollo de obras de riego, saneamiento, agua, viviendas, hospitales y complejos penitenciarios y tramos viales adicionales<sup>50</sup>.*

*El sistema financiero local está en condiciones de participar en la canalización de recursos a potenciales contratistas<sup>51</sup>. Además de los depósitos en pesos disponibles para ser prestados, el conjunto de bancos locales administra colocaciones del sector privado en moneda extranjera por aproximadamente US\$26 mil millones. Si bien gran parte de estos recursos ya está canalizada a actividades productivas, una porción podría ser destinada a financiar proyectos PPP. Incluso, el mencionado volumen de depósitos podría expandirse ante incrementos en las remuneraciones a los depositantes, que actualmente se encuentran en niveles de 0,5% nominal anual para las colocaciones a plazo<sup>52</sup>.*

*De esta manera, parte de los proyectos PPP podría ser financiada con recursos provenientes del sistema financiero local, tanto en pesos como en moneda extranjera. Las financiaciones en moneda extranjera podrían canalizarse de acuerdo con el marco normativo vigente<sup>53</sup> a proyectos del sector energético, o a aquellos asociados a servicios utilizados en el proceso de exportación de bienes, como es el caso de los ferrocarriles de carga o de riego en el sector agrícola, entre otros. En la medida en que la operación del contratista se encuentre garantizada por una carta de crédito de un banco del exterior o de bancos multilaterales de desarrollo que cuenten con calificación internacional de grado de inversión, la normativa del BCRA<sup>54</sup> permite financiar todo tipo de proyectos, sean estos vinculados o no con la actividad exportadora. Así, bajo este tipo de garantía todos los proyectos PPP podrían ser elegibles para los bancos locales.*

*También con el objetivo de propiciar el financiamiento PPP, en febrero pasado el BCRA implementó la Comunicación “A” [6449](#) estableciendo que la prenda o cesión por parte de los contratistas de los instrumentos de deuda antes mencionados se consideran garantía preferida “B”. Así, cuando los contratistas PPP tomen financiaciones que sean garantizadas gozarán de un aumento de los límites existentes a las asistencias crediticias<sup>55</sup>, que pasa de 15% a 25% del capital regulatorio de la entidad<sup>56</sup>.*

<sup>48</sup> Estimación considerando aquellos deudores que, en los períodos considerados, no están presentes en el mes inicial (en ninguna línea crediticia) y sí en el mes final (en alguna línea crediticia).

<sup>49</sup> [Ley 27.328](#). Mediante esta herramienta el sector privado local e internacional, en su rol de contratista, lleva adelante proyectos que son licitados por el sector público, encargándose aquel de obtener el financiamiento necesario (Para un detalle del marco regulatorio de PPP, ver la [Ley 27.328](#) así como decretos y demás normas reglamentarias que se encuentran a disposición del público en la [Subsecretaría de Participación Público-Privada del Ministerio de Finanzas de la Nación](#)).

<sup>50</sup> Según el Ministerio de Finanzas de la Nación, se estiman un total de 15 programas licitatorios con 60 proyectos individuales, por un monto aproximado de US\$26 mil millones.

<sup>51</sup> En la medida en que el contratista privado requiera préstamos bancarios sin utilizar avales, fianzas ni garantías soberanas, desde el punto de vista de las regulaciones del BCRA estas financiaciones son consideradas exposiciones al sector privado.

<sup>52</sup> A fines de 2015, por ejemplo, la mencionada remuneración se encontraba en niveles anuales cercanos al 3%.

<sup>53</sup> Para mayor detalle, ver Sección 2. del Texto Ordenado del BCRA sobre [“Política de crédito”](#), en el marco de lo establecido en el art. 23 del [Decreto 905/02](#) (texto según artículo 63 de la [Ley 26.546](#)).

<sup>54</sup> Comunicación “A” [6245](#)

<sup>55</sup> Texto Ordenado del BCRA [“Fraccionamiento del riesgo crediticio”](#).

<sup>56</sup> También se estableció que, en el caso en que los contratistas vendan los instrumentos a bancos, éstos no deberán cumplir con el proceso habitual de autorización previa ante el Banco Central “Texto Ordenado del BCRA [“Financiamiento al sector público no financiero”](#)”, facilitando así la inversión en los proyectos de infraestructura lanzados mediante el PPP.

En este marco de mayor dinamismo del crédito, en la segunda parte de 2017 y a principios de 2018 se incrementó el número de deudores que utilizan las distintas líneas de crédito (ver Tabla 2.2), destacándose no sólo el desempeño de los hipotecarios sino también de las tarjetas y de los préstamos personales.

**Tabla 2.2 | Cantidad de deudores en el sistema financiero. Personas humanas**

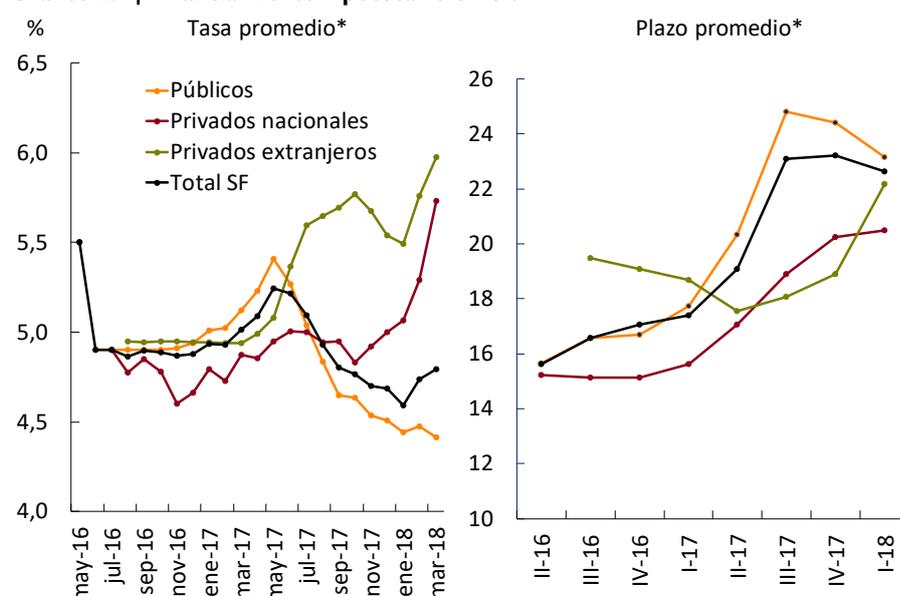
En unidades

Tipo de préstamos	dic-15	mar-16	dic-16	mar-17	dic-17	mar-18	Var. mar-18 / dic-15
<b>Hipotecarios</b>	194.063	189.571	178.094	177.787	210.122	227.706	33.643
<b>Prendarios</b>	430.285	412.530	414.083	436.709	501.327	534.577	104.292
<b>Personales</b>	4.944.323	4.987.847	5.186.233	5.340.376	5.531.678	5.681.464	737.141
<b>Tarjetas</b>	9.436.838	9.502.494	9.935.390	9.978.288	10.365.074	10.459.567	1.022.729
<b>Sistema Financiero</b>	<b>11.350.342</b>	<b>11.453.107</b>	<b>11.914.962</b>	<b>12.062.250</b>	<b>12.425.361</b>	<b>12.593.924</b>	<b>1.243.582</b>

Notas: Se consolida la información a nivel de deudor individual, tanto en una misma entidad financiera (en caso de que el mismo deudor posea varias líneas de financiamiento) como entre entidades (ej. si el individuo es deudor en distintas entidades al mismo tiempo). La información se construye a partir del Régimen de Deudores, el cual contiene un umbral a partir del cual las entidades están obligadas a informar. El mismo estaba en \$500 hasta jun-17 y luego pasó a \$1.000. Para poner un umbral homogéneo, se consideró a los deudores que superaban, en cada período, \$1.000 de mar-18. Se considera a las entidades financieras reguladas y supervisadas por el BCRA (se excluye Proveedores no financieros de crédito y Fideicomisos financieros). Fuente: BCRA

En lo que va del año la tasa de interés nominal activa promedio operada en pesos con el sector privado<sup>57</sup> no mostró variaciones significativas (ubicándose en torno a 33%). Por su parte, las tasas de interés promedio operadas en UVAs tendieron a incrementarse durante los últimos meses en todas las líneas de crédito. En particular, la tasa de interés promedio de los créditos hipotecarios ajustables por UVA se ubicó en 4,8% en marzo, por encima del valor de diciembre, recogiendo en el primer trimestre del año el desempeño de los bancos privados (ver Gráfico 2.4).

**Gráfico 2.4 | Financiamiento hipotecario en UVA**

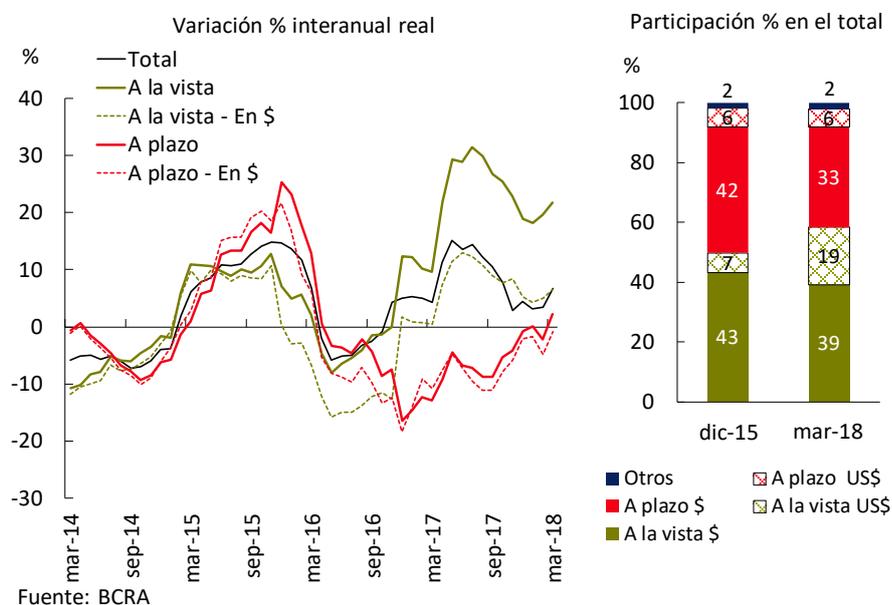


\* Promedio ponderado por monto otorgado. Fuente: BCRA

<sup>57</sup> Comprende tasa de interés fija y repactable.

Los depósitos del sector privado siguieron mostrando un desempeño moderado a fines de 2017 y principio de 2018 (ver Gráfico 2.5), en un marco en donde la liquidez se mantiene en niveles relativamente elevados, influyendo en lo que va de 2018 el mencionado flujo adicional de fondeo proveniente de la colocación de ON. Los depósitos del sector privado acumularon un crecimiento en marzo de 6,7% i.a. al ajustar por inflación, 3,9 p.p. por debajo de la variación a septiembre de 2017. La desaceleración en el ritmo de crecimiento de estas colocaciones se explicó principalmente por el desempeño de las cuentas a la vista. No obstante esta evolución, en el margen estos depósitos siguen siendo relativamente los más dinámicos. Por su parte, los depósitos a plazo de las empresas y familias mostraron una leve recomposición en los últimos seis meses. En este sentido se habría observado hasta abril de 2018 cierto esfuerzo de captación por parte de los bancos, tal como lo había comenzado a reflejar la reducción de la brecha entre las tasas de depósitos (especialmente la BADLAR Bancos Privados) y la tasa de LEBAC (ver Capítulo 1). El BCRA continúa adoptando medidas para impulsar un contexto de expansión de los depósitos, por ejemplo, readecuando los topes regulatorios de tasas de interés del seguro de depósitos y así fomentar la competencia en la captación (ver Recuadro 3), así como reduciendo el plazo mínimo de las colocaciones a plazo fijos en UVA (de 180 a 90 días).

**Gráfico 2.5 | Saldo de depósitos totales del sector privado**



Para adelante se espera que el crédito bancario al sector privado continúe su proceso de expansión a un ritmo superior al del crecimiento de la actividad económica. Este comportamiento se sustenta, en particular, en la favorable configuración macroeconómica, con la inversión (en particular, la construcción) que recupera su rol en el impulso a la actividad, un proceso de desinflación que se espera se profundice, mientras persisten niveles de endeudamientos sectoriales relativamente bajos. En este sentido, en términos del fondeo de las financiaciones, se estima que en el corto plazo persistirá un escenario general de menor crecimiento relativo de los depósitos del sector privado respecto de los créditos. Esto último se sustentaría principalmente en el uso de excedentes de liquidez y al desempeño de otras fuentes de fondeo<sup>58</sup>. La evolución esperada, tanto para el crédito como para las fuentes de fondeo, estará condicionada por la persistencia del escenario actual de mayor volatilidad, que llevó a actuar sobre las tasas de política monetaria con el fin de evitar una dinámica disruptiva en el mercado cambiario y seguir avanzando en el proceso de reducción de los niveles de inflación (ver Capítulo 1).

<sup>58</sup> En línea con el Recuadro 5 del IEF II-17, se procedió a actualizar el ejercicio que busca evaluar el rol de los excedentes actuales de liquidez para sostener el crecimiento esperado del crédito, tratando de identificar el eventual momento de agotamiento de los mismos y consecuente necesidad del sistema de reforzar las fuentes de fondeo existentes. En este sentido, se realizó una proyección de la hoja de balance del sistema financiero para los próximos tres años, utilizando un escenario base para el sector que regularmente elabora el BCRA. Adicionalmente se realizaron proyecciones con supuestos alternativos sobre el crecimiento real para préstamos y depósitos.

### **Recuadro 3. Cambios recientes en el seguro de depósitos**

*Desde su implementación en Argentina en 1995<sup>59</sup>, el seguro de depósitos pasó a ser uno de los componentes de la red de seguridad para proteger los ahorros que familias y empresas canalizan hacia los bancos. Su diseño presentó un amplio conjunto de características, entre las que se encontraba la exclusión de aquellas colocaciones con tasas de interés por encima de cierto margen (2 puntos porcentuales anuales) respecto de una tasa de referencia de mercado<sup>60</sup>. Esto buscaba limitar potenciales estrategias más riesgosas de administración de liquidez y de negocios en general de los bancos.*

*Dado el nuevo contexto de políticas micro y macroprudenciales, el BCRA evaluó la eficiencia de la mencionada limitación y decidió recalibrarla a principios de 2018<sup>61</sup>. En este sentido, se estableció que sólo quedarán fuera de la cobertura: i. los depósitos e inversiones a plazo que superen 1,3 veces la tasa de referencia o la mencionada tasa más 5 p.p. (de ambas la mayor) y ii. los depósitos a la vista que superen la tasa de referencia. En ambos casos la tasa de referencia pasa a ser la misma (antes existían distintas, según tipo de colocación<sup>62</sup>), ubicándose a principios de abril en 20,82% para las imposiciones en pesos, 0,58% para dólares y 2,96% para las denominadas en UVA<sup>63</sup>. Se busca así estimular la competencia en el sector bancario sin descuidar su objetivo prudencial<sup>64</sup>, repercutiendo en una eventual mejora en la remuneración de los ahorros, así como del volumen de recursos a disposición para intermediar.*

En términos de inclusión financiera, en la última parte de 2017 y en el comienzo de 2018 siguieron observándose avances, con una mayor cobertura en términos de puntos de acceso (PDA) (ver Apartado 4). Complementariamente, desde el último IEF el BCRA siguió adoptando medidas tendientes a simplificar el acceso del público a los servicios financieros (ver Anexo Normativo).

### **Los niveles de rentabilidad muestran un nuevo descenso**

Como se detalló en el Capítulo 1, se espera que el proceso de desinflación se retome gradualmente. En línea con lo desarrollado en las últimas ediciones del IEF, la desinflación esperada sigue generando un desafío a las entidades en términos de su potencial efecto sobre su rentabilidad, particularmente dado que implicaría menores beneficios por tomar depósitos a la vista y posteriormente canalizar préstamos con un retorno nominal mayor. Este marco, junto con un mayor grado de competencia, les exige a los bancos avanzar en el logro de ganancias de eficiencia y en la reconfiguración de sus negocios en el corto y mediano plazo.

Luego de cierta estabilización en el nivel de rentabilidad nominal del agregado de entidades durante los primeros trimestres de 2017, sobre el cierre del año el sistema financiero se reencausó en un sendero de gradual disminución de sus ganancias<sup>65</sup>. De esta manera, la rentabilidad acumulada por el sector durante 2017 totalizó 2,7% del activo —ROA— (\$77,7 miles de millones en el año, 4,3% más que en 2016), 0,9 p.p. y 1,3 p.p. menos que en 2016 y 2015, respectivamente (ver Tabla 2.3)<sup>66</sup>. Similares senderos observaron tanto los grupos de bancos públicos como los privados, si bien entre estos últimos los nacionales verificaron un pequeño incremento en su ROA entre 2016 y 2017.

En el primer trimestre de 2018 el ROA del sistema financiero se ubicó en 2,9% anualizado (a.), luego de cerrar el último trimestre de 2017 en 1,8%a., siendo dichos períodos particularmente influenciados por el

<sup>59</sup> Ley [24.485](#) y Decreto reglamentario [540/1995](#).

<sup>60</sup> En función de cálculos del BCRA en base a promedios diarios.

<sup>61</sup> Mediante el Decreto N° [30/2018](#) y su posterior reglamentación mediante las Comunicaciones "A" [6435](#) y [6460](#) del BCRA.

<sup>62</sup> Por ejemplo, hasta fines de 2017 las tasas de referencia eran de 2,25% para las colocaciones a la vista en pesos, 22,50% para plazo a 60 días en pesos y 22,75% para plazo a más de 60 días también en pesos. En todos los casos mencionados se incluyen en el cálculo los 2 puntos porcentuales adicionales que permitía la regulación vigente hasta entonces.

<sup>63</sup> [Comunicación "B" 11.685](#).

<sup>64</sup> De hecho, el ratio de cobertura de depósitos con el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) se mantenía en el cierre de 2017 en el orden de 2,5%, mayor valor de los últimos años.

<sup>65</sup> Esta disminución en las ganancias también se observa al considerar la rentabilidad en términos del patrimonio neto, ajustándola por la evolución del IPC. Esta evolución se verifica tanto a nivel sistema como en los bancos privados.

<sup>66</sup> La rentabilidad en términos del patrimonio neto se ubicó en 23,4% en 2017, 6,3 p.p. y 9 p.p. menos que en 2016 y 2015.

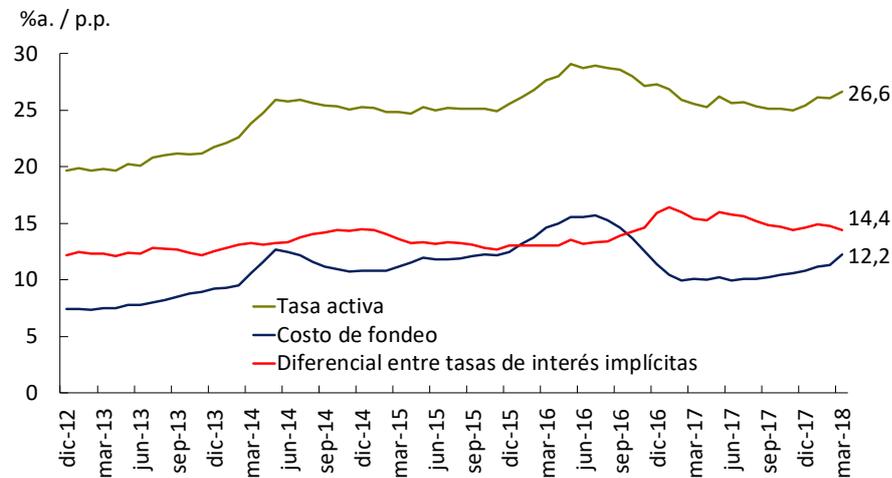
desempeño de la banca pública. De hecho, los bancos privados mantuvieron relativamente sin cambios su rentabilidad en términos de activos desde el primer trimestre de 2017 en adelante.

**Tabla 2.3 | Rentabilidad del sistema financiero**

Anualizado (a.) - En %a. del activo neteado	Anual			Trimestral											
	2015	2016	2017	IVT-15	IT-16	IIT-16	IIIT-16	IVT-16	IT-17	IIT-17	IIIT-17	IVT-17	IT-18		
<b>Margen financiero</b>	<b>11,8</b>	<b>11,4</b>	<b>10,1</b>	<b>12,8</b>	<b>12,1</b>	<b>12,0</b>	<b>11,2</b>	<b>10,6</b>	<b>9,5</b>	<b>11,0</b>	<b>10,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,7</b>		
Ingresos por intereses	12,6	12,5	10,5	12,8	12,8	13,4	12,8	11,2	9,9	10,4	10,6	11,1	10,5		
Ajustes CER y CVS	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,3	0,2	0,5	0,8		
Diferencias de cotización	0,8	0,9	0,8	1,5	1,4	0,7	0,7	0,9	0,4	1,0	0,9	0,9	0,8		
Resultado por títulos valores	5,6	5,5	3,8	5,6	6,0	6,5	5,4	4,4	3,7	4,0	4,3	3,2	4,8		
Primas por pases	0,1	0,2	0,5	0,2	0,1	0,3	0,2	0,1	0,9	0,9	0,2	0,2	0,5		
Egresos por intereses	-7,3	-7,9	-5,7	-7,6	-8,4	-9,1	-8,3	-6,2	-5,4	-5,6	-5,6	-6,0	-6,8		
Otros resultados financieros	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	0,2		
Por op. a término de ME	0,1	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1		
Resto	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	0,1		
<b>Resultado por servicios</b>	<b>3,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>		
Cargos por incobrabilidad	-0,9	-0,8	-1,0	-1,1	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,1	-1,0	-1,1	-1,1		
Gastos de administración	-7,7	-7,7	-7,2	-7,8	-7,4	-8,0	-7,7	-7,6	-7,0	-7,3	-6,9	-7,4	-6,5		
Impuestos y otros	-2,8	-2,5	-2,0	-2,7	-2,8	-2,7	-2,3	-2,5	-1,6	-2,4	-2,0	-1,9	-2,2		
Impuesto a las ganancias	-2,0	-1,7	-1,5	-2,0	-2,0	-1,9	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,3	-1,6	-1,2		
Otros resultados integrales (ORI)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2		
<b>Resultado total (ROA)</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,9</b>		
<b>Resultado total / Patrimonio neto (ROE) - En %</b>	<b>32,4</b>	<b>29,6</b>	<b>23,4</b>	<b>38,5</b>	<b>35,4</b>	<b>30,8</b>	<b>29,0</b>	<b>24,5</b>	<b>27,1</b>	<b>26,0</b>	<b>26,8</b>	<b>15,0</b>	<b>23,3</b>		

Fuente: BCRA

**Gráfico 2.6 | Estimación de la tasa de interés implícita\* y del costo de fondeo implícito por depósitos\* - Partidas en Moneda Nacional - Sistema Financiero Acumulado 3 meses móvil**

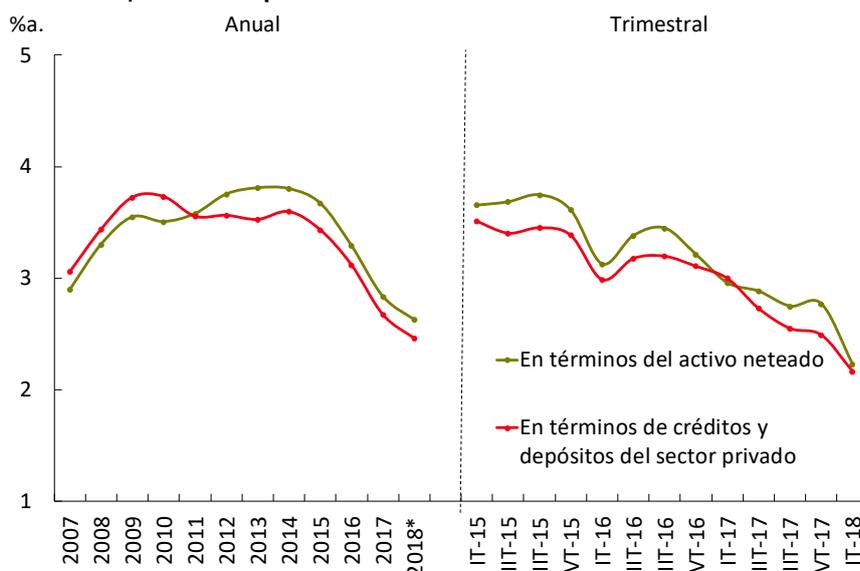


Tasa activa: (Flujos de ingresos por préstamos + Flujos de ajustes por préstamos con CER) / Promedio del saldo regular. Costo de fondeo: (Flujos de egresos por depósitos + Flujos de ajustes por depósitos con CER + Flujos de egresos destinados a SEDESA) / Promedio de depósitos netos de requisitos de encajes. Fuente: BCRA

En los últimos dos trimestres, cierre de 2017 e inicios de 2018, el margen financiero del sistema financiero evidenció ciertos cambios graduales. Por un lado, el conjunto de ingresos por intereses y ajustes CER gradualmente crecen. Si bien los ingresos por intereses se mantuvieron relativamente estables respecto a trimestres anteriores, desde niveles bajos crece la ponderación de los ajustes CER como resultado de la mayor intermediación en UVA. Por su parte, aumentaron los egresos por intereses, en parte impulsados por una recomposición de las colocaciones del sector público de vista a plazo (especialmente en bancos públicos), y de una ligera reducción en las tasas de interés nominales pagadas por depósitos (ver Capítulo 1). Los resultados por títulos valores siguen teniendo un peso importante en el margen financiero de los bancos (en particular entidades públicas), representando 4,8%a. en el inicio de este año, presentando cierta volatilidad.

La estimación del diferencial implícito entre las tasas de interés activas y el costo de fondeo por depósitos, ambos en moneda nacional, se redujo en los últimos seis meses hasta un nivel en torno a 14,4% (ver Gráfico 2.6)<sup>67</sup>. Desde septiembre —último dato publicado en el IEF anterior— hasta principios de 2018 la tasa de interés activa implícita y el costo de fondeo por depósitos presentaron incrementos, siendo estos últimos más significativos como resultado de cambios en la composición del fondeo por depósitos de vista a plazo, especialmente en las colocaciones del sector público. Cabe considerar que el valor de este diferencial se ubica por debajo de los observados a fines de 2016 y principios de 2017.

**Gráfico 2.7 | Resultados por servicios – Sistema financiero**



\* acumulado 12 meses a marzo. Fuente: BCRA

Los resultados por servicios obtenidos por los bancos sostuvieron su tendencia decreciente en los últimos trimestres, totalizando 2,2%a. en el primero de 2018 (ver Gráfico 2.7), o 2,6% en el acumulado de los últimos 12 meses (menor valor de los últimos años)<sup>68</sup>. Aquí cabe mencionar que esta trayectoria descendente de este renglón del cuadro de resultados se muestra consistente con un conjunto de políticas implementadas por el BCRA que, en términos más generales, han buscado estimular un ambiente de mayor competencia en el sistema financiero (ver Apartado 5)<sup>69</sup>. Esto se debería reflejar en beneficios para los clientes y una readecuación de las fuentes de ingresos para los bancos. En términos de competencia en la provisión de servicios financieros en general (considerando entidades bancarias y no bancarias), gradualmente las Fin-tech adquieren mayor relevancia, si bien aún desde niveles reducidos (ver Recuadro 4).

<sup>67</sup> Como se mencionó en el IEF anterior, resulta de interés explorar la evolución de este diferencial de tasas a los fines de una más adecuada interpretación de los resultados generados en el proceso de intermediación financiera tradicional. La tasa activa implícita se define como el cociente entre el flujo trimestral anualizado de intereses devengados y el saldo de préstamos promedio del período. El costo de fondeo implícito por depósitos se define como el cociente entre el flujo trimestral anualizado de intereses pagados y el saldo promedio de los depósitos ajustados por encajes. Los datos corresponden al sector no financiero. Las tasas de interés implícitas (ex post) se relacionan a flujos que se originan en operaciones pactadas en el pasado e incorporan información que no se conocía al momento de efectuar la transacción, tal como el nivel de cumplimiento de los deudores o posibles bajas de los créditos, entre otras dimensiones. Por su parte, las tasas de interés operadas (ex ante) reflejan más eficientemente las condiciones del entorno en el momento de la transacción, tales como la competencia de mercado, cambios en variables macroeconómicas, expectativas, etc.

<sup>68</sup> A partir de esta publicación se realiza una reagrupación de partidas entre los rubros resultados por servicios y cargas impositivas, readecuándose las series históricas. Si bien esta reagrupación modifica los niveles de los resultados por servicios, se sostiene la dirección de los cambios observados en el margen.

<sup>69</sup> Recientemente, por ejemplo, el BCRA impulsó a que los clientes puedan dar de baja sus productos financieros tanto por medios electrónicos como concurriendo a cualquier sucursal bancaria, y ya no, necesariamente, a la que se contrataron los productos.

#### **Recuadro 4 - Desarrollos en el ecosistema fintech local**

*En el IEF anterior se realizó un análisis inicial sobre las innovaciones que están ofreciendo las Fintech en la prestación de servicios financieros, situación que mejora la competencia y favorece la inclusión financiera. Profundizando en este ecosistema<sup>70</sup> se observa:*

- *Un crecimiento significativo del sector, que pasa de 60 empresas en 2016 a 135 en 2018<sup>71</sup>. Los segmentos con mayor crecimiento fueron los de Préstamos, Pagos y Remesas y el de Tecnología Empresarial para Instituciones Financieras;*
- *El empleo creció a un ritmo anualizado de 18% entre 2015 y 2017<sup>72</sup>. Los puestos de trabajo en diciembre de 2015 rondaban 850, 1.000 a fines de 2016 y 1.180 en diciembre del 2017;*
- *El financiamiento bancario a las Fintech creció, aunque siguen siendo relativamente bajo. Desde inicios de 2015 a fines de 2017, un total de 68 Fintech han tenido financiamiento del sistema financiero. Partiendo de saldos adeudados de \$5 millones promedio durante 2015, \$28 millones a fines de 2016 y \$128 millones al cierre del año 2017<sup>73</sup>;*
- *A fines de 2017 comenzaron a observarse las primeras interrelaciones entre las Fintech y el mercado de capitales. Algunas Fintech han securitizado parte de su cartera de préstamos o se encuentran en proceso de hacerlo. Los programas alcanzaron alrededor de \$210 millones, permitiéndoles disponer de fondos para originar nuevos préstamos y ampliar su participación en el mercado;*
- *La rentabilidad de las empresas de Préstamos fondeadas con capital propio superó a las de Financiamiento Colectivo ("Crowdlending"). Esto podría obedecer a falta de madurez del mercado para operar en plataformas innovadoras y su dependencia directa de un gran número de ahorristas<sup>74</sup>.*
- *La rentabilidad de las Fintech es inferior a la de los bancos. Diversos motivos pueden explicar este fenómeno, entre ellos, menor apalancamiento, gastos relativamente elevados en publicidad y en tecnología por cada peso otorgado en préstamos, y una cartera general de clientes con menor calificación crediticia promedio (en algunos casos la morosidad llega a casi 16% de la cartera).*

En un contexto de mayores niveles de intermediación, los gastos de administración del sistema financiero continuaron disminuyendo en 2017 y en el comienzo de 2018 (ver Gráfico 2.8). Estos gastos se ubicaron en 6,5%a. en el primer trimestre de 2018. Si bien supera los registros de otras economías emergentes y desarrolladas, es el menor valor observado localmente en los últimos 6 años. Esta evolución es acompañada tanto por los bancos públicos como privados. Cabe considerar que esta institución acompaña a las entidades en este proceso de reducción de los costos operativos, fomentando el uso de nuevas tecnologías que se reflejan en mejoras de eficiencia en el proceso de intermediación financiera, entre otras iniciativas<sup>75</sup>.

La reciente caída en los gastos de administración del sector vino acompañada por cierta mejora de la productividad y mayor aprovechamiento de la infraestructura bancaria. Impulsado por mayores niveles de intermediación financiera, el ratio entre el conjunto de préstamos y depósitos (a precios constantes) de dicho sector y el número de empleados bancarios se incrementó a lo largo de 2017<sup>76</sup> (ver Gráfico 2.9), desempeño que resultó generalizado entre todos los grupos de entidades financieras. El valor alcanzando a fines del año pasado es el más alto de los últimos 16 años. Esta evolución positiva impulsa el crecimiento de la productividad por empleado del sector financiero agregado de la economía, que verifica una de las mayores expansiones entre los distintos sectores de la actividad económica<sup>77</sup>.

<sup>70</sup> A los efectos de no distorsionar el análisis de los datos de empleo y fondeo con el sistema financiero, no fueron consideradas determinadas empresas cuya actividad principal no está centrada en el segmento Fintech, tales como plataformas de comercio electrónico que, complementariamente, brindan servicios de pago o de crédito; o el caso de empresas de cobranza extrabancaria que brindan servicios de pago a través de billeteras electrónicas.

<sup>71</sup> Datos de acuerdo con Finnovista (2016 y 2018), una aceleradora de startup Fintech de la región, y relevamientos propios.

<sup>72</sup> Realizado sobre la nómina de empleados de 59 Fintech. La fuente es el Régimen Informativo Contable Mensual de Pago de Remuneraciones Mediante Acreditación en Cuenta Bancaria (BCRA).

<sup>73</sup> Fuente: Régimen Informativo de Deudores del Sistema Financiero (BCRA).

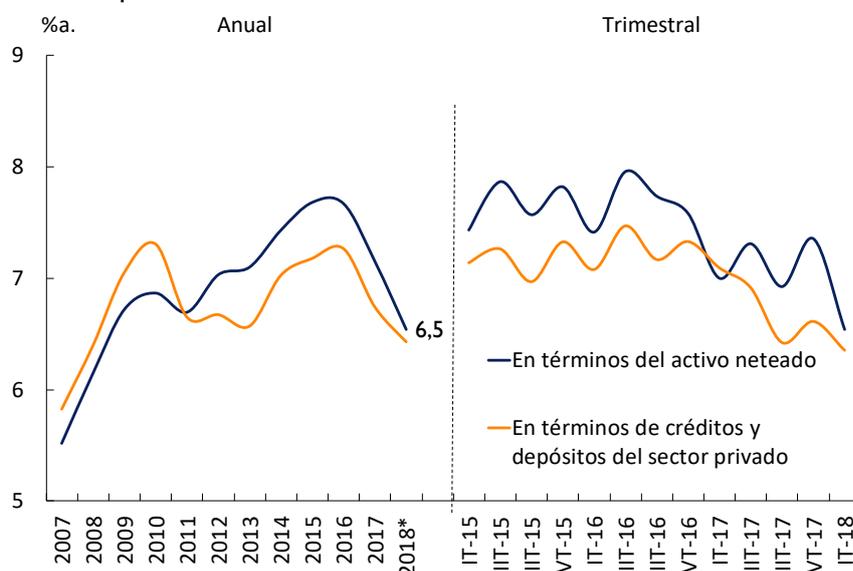
<sup>74</sup> Información elaborada a partir de balances contables, calificaciones de riesgos y suplementos de emisión de prospecto de emisión de fideicomisos financieros disponibles en el sitio web de la Comisión Nacional de Valores y Mercado Abierto Electrónico.

<sup>75</sup> Para un mayor detalle, ver Anexo Normativo y Capítulo 4 de Sistema de Pagos.

<sup>76</sup> Estos resultados se dan en un escenario de crecimiento, en los últimos años, de la cantidad de asistencias crediticias en términos del total de empleados en el sistema financiero.

<sup>77</sup> Para un mayor desarrollo, ver Capítulo 3 del [Informe de Política Monetaria de Abril de 2018](#).

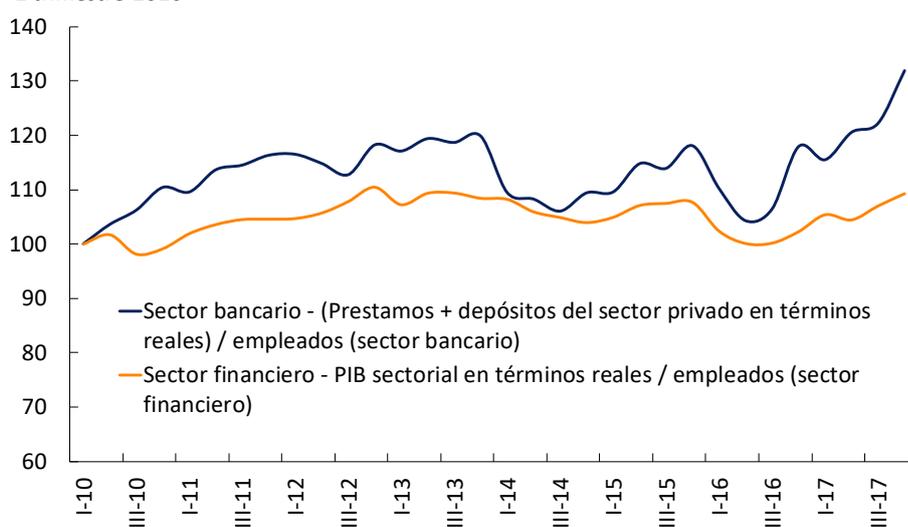
**Gráfico 2.8 | Gastos de administración – Sistema financiero**



\* a marzo. Fuente: BCRA

**Gráfico 2.9 | Productividad**

índice base 100 =  
1 trimestre 2010



Fuente: BCRA e INDEC

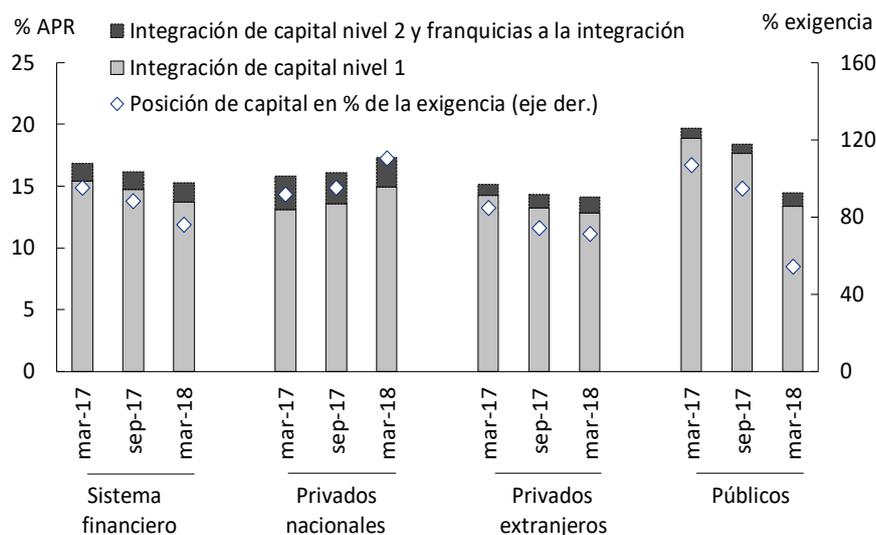
### ***El sector financiero mantiene elevados niveles de solvencia***

En los últimos meses de 2017 y en lo que va de 2018, los ratios de solvencia del sistema financiero agregado permanecieron en niveles elevados. Esta situación se refleja en un significativo grado de resistencia del sector ante eventuales eventos extremos de materialización de riesgos de crédito (ver Capítulo 3). La integración de capital de las entidades representó 15,3% de los activos ponderados por riesgo (APR) en marzo, levemente por debajo de 6 meses atrás (-0,9 p.p. respecto a septiembre) y del valor de un año atrás (-1,6

p.p.) (ver Gráfico 2.10). Esto estuvo originado tanto por el crecimiento de los APR del sistema ante el desempeño del crédito al sector privado, como por la reducción del capital de una entidad pública de magnitud<sup>78</sup> que, en parte, originó una disminución de la integración de capital del grupo de bancos públicos.

En el período el capital de Nivel 1<sup>79</sup> del sistema financiero representó 90% del capital total, manteniéndose en valores similares a los observados en el último IEF y muy por encima de otras economías emergentes y desarrolladas<sup>80</sup>. En el marco de la normativa prudencial vigente, el exceso de integración de capital regulatorio con relación a la exigencia regulatoria se ubicó en casi 76% para el sistema financiero, indicador que también es holgado al analizar los distintos grupos de entidades financieras<sup>81</sup>.

**Gráfico 2.10 | 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

Contemplando los colchones o márgenes de capital regulatorios vigentes<sup>82</sup>, el agregado del sistema financiero registra un exceso de integración de capital Nivel 1 núcleo<sup>83</sup> equivalente a 3,6% de los APR a marzo, levemente por debajo del nivel evidenciado en el último IEF y del valor de un año atrás. En particular, diez (10) entidades financieras de las 77<sup>84</sup> que se encuentran activas actualmente no llegaban a cubrir completamente todos los márgenes en el cierre del primer trimestre de 2018 (ver Gráfico 2.11) —siete (7) menos que en el cierre del tercer trimestre del año anterior—, equivalentes a 15% de los activos totales del sistema —18 p.p. menos que en septiembre pasado—.

<sup>78</sup> Ley 27.431

<sup>79</sup> Capital Nivel 1 definido como el patrimonio neto básico (capital ordinario y adicional, neto de cuentas deducibles). Com. "A" 5369.

<sup>80</sup> Ver Capítulo 2 del IEF II-17.

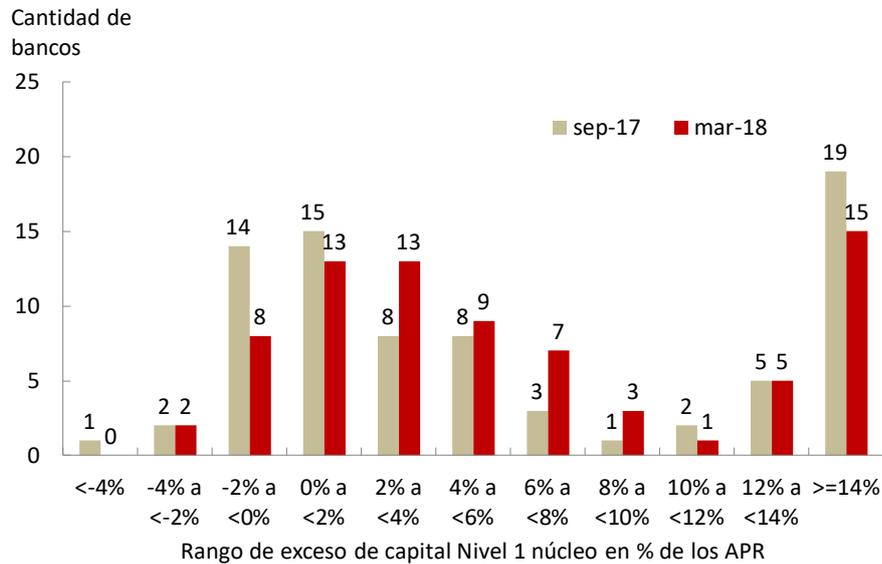
<sup>81</sup> En los últimos meses se registró un conjunto de capitalizaciones tanto de bancos privados como de públicos. Para un mayor desarrollo sobre el cambio en las estrategias de capitalización de las entidades en los últimos años, ver Recuadro 9 del IEF II-17.

<sup>82</sup> Conservación de capital de 2,5% de los activos ponderador por riesgo (APR), que se incrementa a 1 p.p. en el caso de los bancos definidos como de importancia sistémica. Cabe considerar que, de acuerdo con la normativa prudencial del BCRA, los mencionados márgenes no constituyen un mínimo exigible regulatorio, sino que su incumplimiento impone restricciones al momento de distribuir dividendos de las entidades (para mayor detalle, ver [Texto Ordenado de Distribución de Resultados](#)). En el ejercicio teórico aquí presentado, se asimilan los márgenes antes mencionados a exigencias regulatorias tradicionales.

<sup>83</sup> Acciones ordinarias y ganancias retenidas.

<sup>84</sup> Hasta febrero de 2018 el sistema financiero contaba con 77 entidades financieras, que se reducen a 76 a partir de marzo ante la revocación de la autorización para funcionar del Banco Finansur (Com. "B" 11675).

**Gráfico 2.11 | Ejercicio de estimación del exceso de capital Nivel I (Núcleo), Incluyendo los Márgenes de Capital**



Fuente: BCRA

Sobre el cierre de 2017 el Coeficiente de Apalancamiento<sup>85</sup> para el conjunto de entidades financieras se ubicó en 10,1%, levemente superior al valor de un año atrás (9,8%) y apenas por debajo del registro de fines de 2015. De esta manera este indicador sigue superando ampliamente las recomendaciones de Basilea (el cual establece un ratio mínimo de 3%).

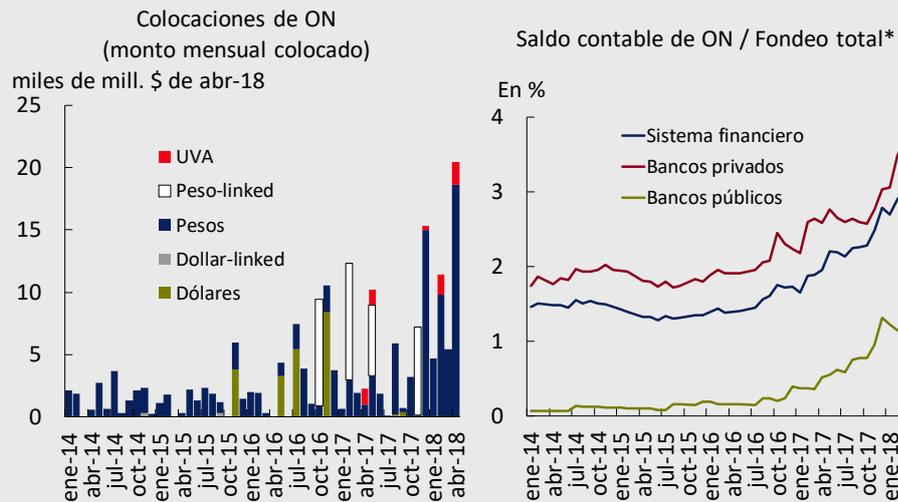
<sup>85</sup> Cociente entre el capital con mayor capacidad para absorber pérdidas y una medida amplia de exposiciones.

## Apartado 3 / Obligaciones negociables (ON) como fuente de fondos para los bancos

Las colocaciones de ON por parte de bancos comenzaron a acelerarse desde mediados de 2016<sup>86</sup> (ver Gráfico A.3.1). En la primera mitad de 2017 varias operaciones fueron en mercados del exterior, mientras que desde la segunda mitad del año pasado la mayor parte fueron colocaciones en el mercado doméstico y en pesos. Esto se dio en un contexto en que los depósitos en moneda local del sector privado crecieron en menor medida que los préstamos en pesos al sector, dadas mayores alternativas de canalización del ahorro privado y una mayor demanda de crédito, incluyendo las líneas en UVA.

Considerando el sistema financiero agregado, a marzo de 2018 el saldo de ON representó 3% del fondeo total (pasivo más patrimonio neto)<sup>87</sup>, aumentando 1,1 p.p. en una comparación interanual. Además de representar un origen de recursos capaz de canalizarse hacia el otorgamiento de créditos, la colocación de ON por parte de las entidades financieras resulta relevante en términos de diversificación de instrumentos de fondeo y de administración de algunos desfases patrimoniales derivados de la actividad de intermediación, como el descalce de plazos, de tasa de interés y de UVA.

**Gráfico A.3.1 | Colocaciones de obligaciones negociables de entidades financieras**



Nota: ON denominadas en dólares y pagaderas en pesos (dollar-linked). ON denominadas en pesos y pagaderas en dólares (peso-linked)

\* Pasivo neteado + Patrimonio neto.

Fuente: BCRA, BCBA y CNV

Considerando sólo los bancos<sup>88</sup> que registran ON en sus balances, sobre el cierre del primer trimestre del año el saldo contabilizado de este tipo de pasivo sumaba unos \$94.500 millones<sup>89</sup>, equivalente a 4,5% del fondeo total de este grupo ó 5,1% de su pasivo. La mayor parte de los bancos que registraban ON en su balance, han realizado colocaciones desde octubre del año pasado. De los principales 15 bancos que prestan al sector privado en moneda local (concentran más del 82% del segmento), 11 colocaron deuda en ON en el período. Este grupo de bancos colocadores tienen una mayor proporción de créditos hipotecarios y prendarios respecto al saldo total de préstamos al sector privado.

<sup>86</sup> Especialmente las realizadas en dólares en mercados internacionales, orientadas a mejorar el perfil de vencimientos de ON.

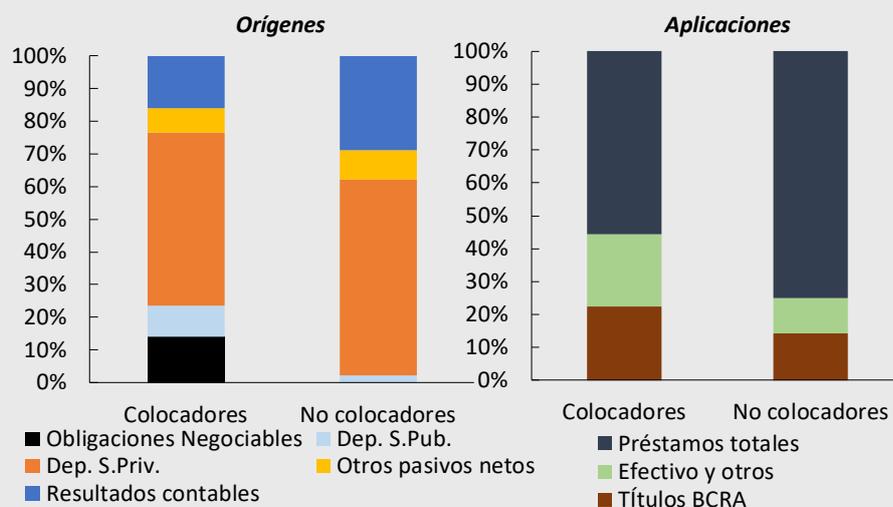
<sup>87</sup> Las ON representaron 3,5% del pasivo total del conjunto de bancos a marzo de 2018, aumentando 1,3 p.p. i.a.

<sup>88</sup> No se consideran Entidades Financieras No Bancarias.

<sup>89</sup> El saldo total incluyendo las obligaciones negociables subordinadas se aproxima a \$115.000 millones, de los cuales el 74% corresponde a deuda en pesos, 23% en dólares y el resto en UVA.

Trabajando con información contable, entre fines de septiembre de 2017 y marzo de 2018, se observa que el grupo de bancos colocadores de ON incrementaron más su liquidez (ver Gráfico A.3.2) producto, en parte, de los fondos ingresados por las colocaciones. En cambio, el grupo de colocadores y el de no colocadores no se diferenciaron, de manera relevante, en función del ritmo de otorgamiento de préstamos (por el lado de las aplicaciones) y de la captación de depósitos (por el lado de los orígenes). Los bancos que no colocaron ON suplementaron proporcionalmente, y en parte, el origen de fondeo con resultados contables y otros movimientos entre activos y pasivos. La evolución de las tasas de captación de depósitos a plazo tampoco observó diferencias significativas entre los grupos.

**Gráfico A.3.2 | Estimación de los orígenes y aplicaciones de fondos por grupo de bancos. Últimos seis meses a Mar-18**

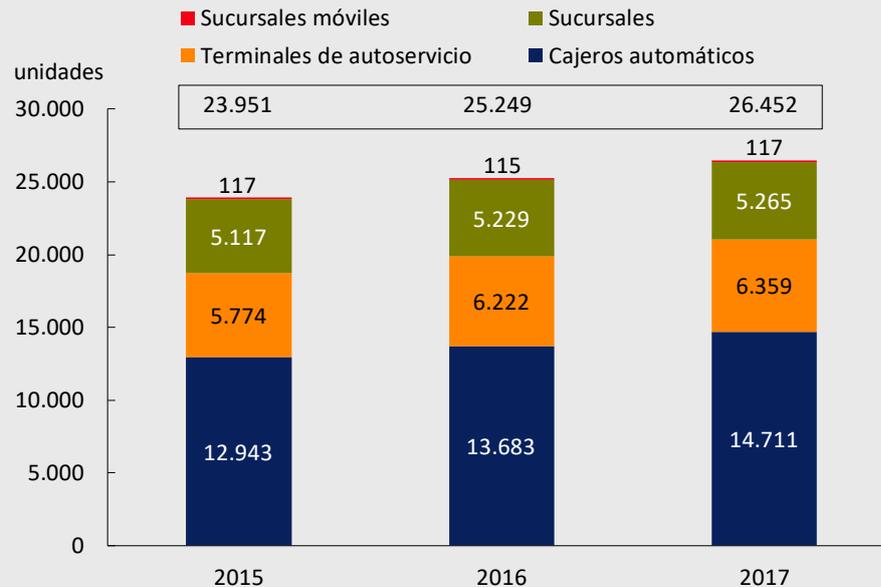


(\*) Estimación en base a datos de balance. "Colocadores" corresponde a entidades que realizaron por lo menos alguna colocación de ON en el periodo. "No colocadores" excluye a BNA. Fuente: BCRA.

## Apartado 4 / Acceso a Servicios Financieros

El acceso a servicios financieros se presenta como una dimensión clave en materia de inclusión financiera, dado que la cobertura de los puntos de acceso<sup>90</sup> —PDA— definen las posibilidades de los usuarios de hacer uso de mencionados servicios. En diciembre de 2017 el sistema financiero argentino poseía 26.452 PDA a nivel nacional, mostrando una evolución creciente en los últimos dos años: en 2016 el total de PDA creció 5,4% (1.298 unidades) y en 2017 aumentó 4,8% (1.203)<sup>91</sup> (Ver Gráfico A.4.1).

Gráfico A.4.1 | PDA por tipo



Fuente: BCRA

A fines de 2017 aproximadamente 56% del total de PDA correspondía a cajeros automáticos, mientras que las terminales de autoservicio alcanzaban a 24% del total<sup>92</sup>. Por su parte, las sucursales tradicionales representaban 20%, mientras que aquellas que son móviles sumaban sólo 0,4% del total. Una composición similar se observa en los dos años anteriores. La evolución por tipo de PDA muestra que en 2016 las terminales de autoservicio fueron las que mostraron una mayor expansión (7,8%), crecimiento que se desaceleró en 2017 (aumento del 2,2%). En este último período se destacó la ampliación de los cajeros automáticos (+7,5%).

En base a la información provista por las entidades financieras y el INDEC, Argentina presenta 8 PDA cada 10.000 habitantes adultos, de los cuales 4,5 son cajeros automáticos, 1,9 terminales de autoservicio y 1,6 sucursales. El aumento de los PDA a una tasa superior al crecimiento poblacional se vio reflejado en mejoras de este indicador, que se ubicó en 7,3 y 7,7 en 2015 y 2016, respectivamente.

Según la [Alianza para la Inclusión Financiera](#), Argentina presenta valores similares a otros países de la región en lo que respecta a cantidad de sucursales y cajeros cada 10.000 adultos. Sin embargo, el rendimiento de nuestro país en términos del total de PDA queda rezagado. Esto se explica principalmente por la presencia de corresponsales bancarios en los países analizados. En este sentido, si bien localmente no se cuenta con la figura de los corresponsales, existen puntos de extracción de efectivo localizados en comercios (supermercados, estaciones de servicio y farmacias, entre otros) y sucursales de redes de cobranzas no bancarias (tales como RapiPago)<sup>93</sup>, que proveen el servicio de extracción de efectivo. Las redes de cobranza no

<sup>90</sup> Esta definición considera, de forma agregada, sucursales, sucursales móviles, cajeros automáticos y terminales de autoservicio.

<sup>91</sup> El crecimiento representa el número de nuevos PDA habilitados neto de aquellos PDA que fueron eliminados.

<sup>92</sup> En el caso de los cajeros automáticos, el 74% de los dispositivos se encuentra ubicado dentro de sucursales bancarias, mientras sólo el 26% se ubica fuera de estos establecimientos (por ejemplo, en supermercados o estaciones de servicio). Este fenómeno se profundiza en el caso de las terminales de autoservicio: 99% de los dispositivos habilitados se localizan dentro de sucursales y sólo 1% fuera.

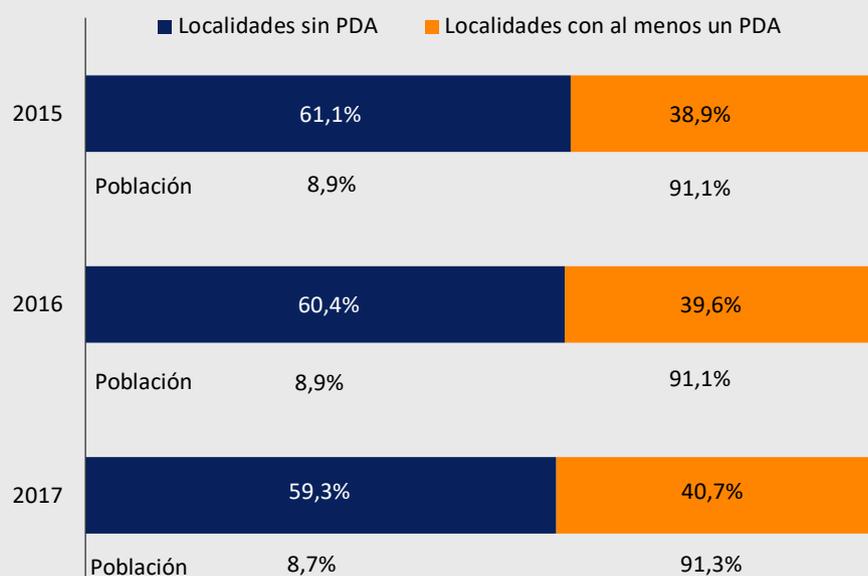
<sup>93</sup> [Decreto 983/2017](#)

bancarias también tienen habilitada la alternativa de recibir depósitos de efectivo del público, realizando el crédito a cuentas bancarias de los clientes.

Según los datos relevados, a abril de 2018 había cerca de 5.300 de puntos de extracción de efectivo, de los cuales un 67% se encontraba en la región Centro y Buenos Aires, 11,8% en la Patagonia, 10,8% en el Noroeste, 7,1% en Nuevo Cuyo y 3,2% en el Noreste. Los principales proveedores son ExtraCash de Visa (45,7% del total), RapiPago (28,6%), Más Efectivo de Cabal (18,3%) y Cash Back de Maestro (7,3%)<sup>94</sup>. La regulación del BCRA promueve también la instalación de cajeros automáticos no operados por entidades financieras. Estos puntos generan nuevas alternativas para extraer dinero de cuentas bancarias, mejorando así el acceso en nuestro país, tendiendo a reducir la brecha con otros países de la región. Sin embargo, cabe remarcar que los corresponsales bancarios presentes en otras economías se encuentran habilitados para realizar más operaciones financieras que la extracción y el depósito de efectivo.

Debe considerarse que los 26.452 PDA existentes en 2017 se encontraban ubicados en 1.440 localidades (40,7%) donde habita el 91,3% de la población adulta del país<sup>95</sup>, dejando un total de 2.098 localidades (59,3%) sin puntos de acceso (ver Gráfico A.4.2)<sup>96</sup>, donde reside el 8,7% restante. El 97% de las localidades sin PDA tienen una población de menos de 2.000 adultos. La evolución de la cantidad de PDA demuestra que sólo 68 localidades que en 2015 no tenían ningún punto de acceso (sobre 2.163 localidades), pasaron a contar con un PDA en diciembre de 2017. De esta manera, si bien se observa un aumento en la cantidad de PDA, los nuevos tienden a concentrarse en localidades más habitadas en las que ya existe al menos otro, en comparación con aquellas localidades que aún no cuentan con ningún punto de acceso a servicios financieros.

Gráfico A.4.2 | Localidades con al menos un PDA



Fuente: BCRA e INDEC

<sup>94</sup> Este relevamiento, no exhaustivo, contabiliza unitariamente los comercios y sucursales de redes de cobranza, independientemente de que puedan contener múltiples puntos de extracción. Sin considerar este efecto, y teniendo en cuenta que un mismo comercio podría operar con más de una red, un cálculo conservador arrojaría que existen al menos alrededor de 4.000 puntos de acceso no bancarios adicionales, 15% del número total de PDA.

<sup>95</sup> La cantidad de adultos por localidad se calculó aplicando a los resultados de población por localidad del censo 2010, el ratio de crecimiento implícito en las proyecciones y estimaciones de población por departamento del INDEC.

<sup>96</sup> El cálculo se realizó tomando en cuenta la cantidad de localidades identificadas por INDEC en el censo 2010. Los resultados del último censo indican la existencia de un total de 3.538 localidades y 490 zonas rurales.

## Apartado 5 / Competencia en el Sistema Financiero Argentino

Si bien existe cierto debate en sistemas financieros más desarrollados y profundos sobre la interacción de condiciones de competencia, eficiencia y estabilidad<sup>97</sup>, en principio mayor competencia permite generar mejores condiciones de acceso y utilización de servicios financieros para los consumidores. Por ende, generar un ambiente más competitivo debería ser un objetivo de política. Siguiendo este principio, a partir de diciembre de 2015, y en el marco de un proceso de cambios más generales en la organización económica, el BCRA ha tomado medidas para estimular la competencia en el sistema financiero argentino<sup>98</sup>. El objetivo de este apartado es medir el grado de competencia en el sector y, particularmente, proveer cierta evaluación general de la efectividad de las mencionadas medidas.

No existe una manera única de medir el grado de competencia en el sector bancario<sup>99</sup>. Aquí se evaluará el grado de competencia prevaleciente en la industria bancaria en Argentina utilizando el índice [Panzar-Rosse \(1987\)](#). Los resultados indican que el grado de competencia en el sistema bancario argentino se incrementó en el último bienio. Al final del Apartado se provee una hoja de ruta para posibles líneas futuras de mejora en este tipo de análisis.

La metodología de Panzar-Rosse permite realizar una estimación cuantitativa del grado de competencia del sistema, suponiendo que el mercado se encuentra en un equilibrio de largo plazo. En este enfoque el poder de mercado se mide por el grado en que un cambio en los precios de los factores se refleja en los ingresos (de equilibrio). Se define como medida de competencia al “Estadístico H”, siendo la suma de las elasticidades de los ingresos con respecto a los precios de los factores. En base al trabajo de [Bikker y Haaf \(2002\)](#), se estima la siguiente ecuación de ingresos:

$$\ln II_{it} = \alpha + \beta \ln TPF_{it} + \gamma \ln PMO_{it} + \delta \ln PCA_{it} + \sum_j \theta_j FEB_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde la variable dependiente  $II$  son los ingresos por intereses (reales),  $TPF$  es la tasa de interés promedio de fondeo (cociente entre el monto de intereses pagados y la suma de depósitos totales y otras obligaciones diversas),  $PMO$  es el precio del trabajo (cociente entre las remuneraciones y la dotación de personal) y  $PCA$  es el precio del capital físico (cociente entre gastos operativos y los activos fijos). Se incorpora además un conjunto de factores específicos  $j$  de los bancos ( $FEB$ ) como variables de control, reflejando diferencias en el comportamiento, riesgo y costos. A partir de aquí, el Estadístico H se define como:

$$H = \beta + \gamma + \delta \quad (2)$$

Un valor de H menor o igual a 0 indica monopolio, entre 0 y 1 competencia monopolística y si es igual a 1 estaría señalando condiciones de competencia perfecta<sup>100</sup>.

Por su parte, [Nathan y Neave \(1989\)](#) proponen una prueba empírica para verificar la condición de equilibrio de largo plazo, partiendo del supuesto de que en dicho estado las tasas de retorno ajustadas por riesgo son iguales entre los bancos y no están correlacionados con el precio de los factores. Con este fin, se estimaron adicionalmente las mismas especificaciones que en la ecuación de ingresos pero reemplazando

<sup>97</sup> Un enfoque señala que la mayor competencia bancaria incrementa la fragilidad del sistema dado que disminuye el poder de mercado, los márgenes de beneficio y, con ello, en valor de la “franquicia” bancaria alentando a la toma de riesgos por parte de los bancos ([Berger y otros 2008](#)). Alternativamente, la mayor competencia bancaria incrementaría la estabilidad del sistema al evitar que el mayor poder de mercado incremente el riesgo bancario a medida que tasas de interés cobradas a los clientes de préstamos más elevadas hacen más difícil repagar los préstamos y exacerba los problemas de selección adversa y riesgo moral ([Akins y otros 2014](#)).

<sup>98</sup> Para un detalle ver el Anexo Normativo de esta edición y de la anterior del IEF. Además ver Capítulo 5 del [IEF I-16](#), [IEF II-16](#). Cabe destacar aquí, entre otras medidas: (i) eliminación de límites máximos sobre las tasas de interés activas y del límite mínimo para la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo en pesos; (ii) liberación de los precios de las comisiones, con la obligación de informar los valores a sus clientes junto con los de la competencia cada vez que se modifiquen; (iii) transparencia en la información del Costo Financiero Total de los créditos (en publicidades y contratos); (iv) movilidad de clientes entre entidades (traspaso de la cuenta sueldo, gratuidad de las cajas de ahorro y de las transferencias inmediatas, facilidades para apertura y cierre de cuentas en forma remota).

<sup>99</sup> Por ejemplo, ver [Demirguc-Kunt y Martínez Pería \(2010\)](#) en donde se propone un enfoque multifacético para analizar competencia del sistema financiero aplicado a un país en particular. Por su parte, en [Banco Mundial \(2013\)](#) y [de-Ramon y Straughan \(2017\)](#) se realizan revisiones de las distintas medidas utilizadas en la literatura.

<sup>100</sup> Intuitivamente, bajo determinados supuestos, en el caso de un monopolio un aumento en el precio de los factores incrementa el costo marginal, para volver al equilibrio debe subir el ingreso marginal reduciendo las cantidades (aumentando el precio), si la elasticidad de la demanda es mayor a 1 el ingreso total cae. En el caso de la competencia, un aumento en el precio de los factores incrementa el costo marginal y los ingresos en la misma proporción para asegurar la condición de beneficios igual a 0.

la variable dependiente por el ROE<sup>101</sup> de cada entidad. El test de equilibrio en el largo plazo consiste en verificar que el “Estadístico E”, definido como la suma de las elasticidades, es igual a 0.

Para estimar la ecuación (1) para el sistema financiero de Argentina se utilizan datos mensuales provenientes del balance y estados de resultados de las entidades para el período 2005-2017. A fin de trabajar con un grupo homogéneo de entidades se seleccionó una muestra de 45 bancos universales, es decir, se eliminaron aquellos con nichos específicos como los mayoristas y las entidades financieras no bancarias<sup>102</sup>. El interés particular del apartado radica en identificar si se observa algún impacto de las medidas adoptadas por el BCRA durante el año 2016 sobre el grado de competencia del sistema bancario argentino. Por ende, la estrategia de estimación consiste en dividir al período total en 2 sub-períodos: i) 2005-2015 y ii) 2016-2017, y comparar si se incrementa, de una manera estadísticamente significativa, el valor del Estadístico H<sup>103</sup>.

Los resultados de las estimaciones, diferenciando por períodos, se presentan en la Tabla A.5.1<sup>104</sup>. En la primera columna de cada segmento se observa que la ecuación de ingresos permite rechazar ambas hipótesis nulas ( $H_0: H = 0$  y  $H_0: H = 1$ ), implicando que el valor del Estadístico H efectivamente se ubica en el intervalo (0, 1). Como se mencionó, este resultado señala que el sistema bancario argentino operaría con una estructura de mercado consistente con competencia monopolística. Adicionalmente, para verificar la validez del resultado anterior la segunda columna muestra la estimación de las condiciones de equilibrio. En los 2 sub-períodos el resultado del test no permite rechazar la hipótesis nula de que las tasas de retorno no están correlacionadas con el precio de los factores ( $H_0: E = 0$ ), señalando que no habría evidencia en este marco de que la industria bancaria argentina se apartaría de las condiciones de equilibrio.

En términos de las diferencias respecto de las condiciones de competencia entre el último bienio y los 10 años anteriores, se verifica un incremento en el Estadístico H desde 0,39 hasta 0,74 (una variación del 90%). Esto aporta cierta evidencia de que el grado de competencia en el sistema bancario argentino se habría incrementado en los últimos dos años, posiblemente, en parte, como consecuencia de las medidas adoptadas con ese fin por el BCRA.

**Tabla A.5.1 | Resultados de estimación**

Variable dependiente	Período 2005 - 2015		Período 2016 - 2017	
	Ingresos por intereses	ROE	Ingresos por intereses	ROE
Tasa promedio de fondeo	0.325***	-0.0298***	0.314***	-0.0177*
Precio del trabajo	0.0668	-0.0699***	0.396***	0.00420
Precio del capital físico	-0.00542	0.0677***	0.0269	0.0384***
Observaciones	5.633	5.560	1.077	1.048
Número de entidades	45	45	45	45
<b>Estadístico H</b>	<b>0,39</b>		<b>0,74</b>	
<i>p-value</i> ( $H_0: H = 0$ )	0,000		0,000	
<i>p-value</i> ( $H_0: H = 1$ )	0,000		0,012	
<b>Estadístico E</b>		<b>-0,032</b>		<b>0,025</b>
<i>p-value</i> ( $H_0: E = 0$ )		0,104		0,680

\* Significativo al 10%; \*\* significativo al 5%; \*\*\* significativo al 1%

Finalmente, es necesario señalar algunas limitaciones del análisis presentado aquí y, consecuentemente, posibles líneas de trabajo futuro en este tema. En la aplicación de esta metodología de análisis se tomó al sistema financiero como un todo, asumiendo que la definición de mercado corresponde a todo el país. Para adelante, en función de la disponibilidad de información relevante, se podría profundizar el análisis, definiendo al mercado de crédito, por ejemplo, en términos de provincias o localidades. Por otro lado, aquí se está asumiendo que la industria opera con un solo producto. En este sentido, se debería evaluar si es posible ampliar el análisis distinguiendo más de una línea de negocios.

<sup>101</sup> Estrictamente se utiliza:  $\ln(1+ROE)$ .

<sup>102</sup> Además, se eliminaron los bancos que no estuvieron activos durante el bienio completo 2016-2017 y aquellos con valores extremos en el precio de los factores.

<sup>103</sup> La metodología de estimación es de efectos fijos individuales y temporales (*two way fixed effects*) con errores estándar corregidos por el método de Driscoll-Kraay que utiliza un estimador de matriz de covarianza no paramétrico que produce errores estándar consistentes frente a la heterocedasticidad y son robustos a formas generales de dependencia espacial y temporal.

<sup>104</sup> Por cuestiones de disponibilidad de espacio se muestran solo los coeficientes relacionados a los precios de los factores, pero todas las especificaciones presentan controles completos. Los resultados están disponibles para el lector interesado.

### 3. Análisis de estabilidad

En líneas generales, el sistema financiero mantiene los rasgos de solidez identificados en las ediciones previas del IEF, conjugando altos niveles de liquidez, provisiones y capital, con bajas a moderadas exposiciones a riesgos (individuales y de carácter sistémico). En particular, en el marco de los factores de riesgo señalados en la evaluación del contexto (Capítulo 1) y los cambios de la hoja de balance del sistema que definen sus vulnerabilidades (Capítulo 2), el conjunto de entidades conservaría un importante grado de resistencia ante cambios adversos extremos en las condiciones económicas. Cabe considerar que, en la actual fase del ciclo financiero, las entidades están aumentando su exposición a riesgos. En este sentido, en un contexto económico favorable, diversos estimadores de la probabilidad de impago continuaron mostrando comportamientos consistentes con un escenario de bajo riesgo de crédito. Ante el sostenido crecimiento de los créditos en UVA (en particular los hipotecarios), continuaron aumentando los descalces patrimoniales, fundamentalmente en esa denominación y el de tasas de interés. A mediano plazo, hay margen para que continúe el proceso de profundización del sistema financiero y, con ello, aumenten las exposiciones a riesgos, que seguirán siendo monitoreadas.

#### ***La exposición a riesgos de carácter sistémico se mantiene en niveles reducidos, si bien con sesgo al incremento***

La exposición de las entidades financieras a fuentes de riesgo sistémico se mantiene baja, sin mostrar cambios significativos respecto de lo mencionado en el IEF del semestre anterior. En un marco general de muy baja profundidad del sector y preponderancia de actividades transaccionales, las vulnerabilidades relacionadas al nivel de concentración, interconexión y situación de las entidades con importancia sistémica se conservan relativamente acotadas. Por el contrario, en la actual fase del ciclo financiero está aumentando en el margen la exposición del sistema al riesgo de crédito, con la contracara en leves incrementos en los niveles de apalancamiento sectoriales (familias y empresas). No obstante, se considera que la dinámica actual del crédito al sector privado no muestra aún señales claras y convincentes que lleven a caracterizarla como un proceso de crecimiento “excesivo” del nivel de financiamiento (que sigue bajo en términos del PIB), es decir una situación que deje al sistema y a la economía muy vulnerables a la ocurrencia de eventos externos adversos (ver Capítulo 2).

En particular, dados los resultados de los ejercicios de tensión basados en escenarios que se llevan a cabo anualmente (ver Recuadro 5) y de sensibilidad al riesgo de crédito encarados con mayor frecuencia (ver más adelante), se estima que el sistema financiero detentaría un alto grado de resistencia a eventos extremos (y poco probables) de materialización de riesgos. Esta evaluación se mantiene similar a la realizada en el IEF anterior. Una combinación de bajos niveles de exposición a riesgos y altos márgenes de cobertura (activos líquidos, provisiones y capital), en un entorno de regulación y supervisión adecuados, se conjugan para generar los resultados mencionados.

#### ***Recuadro 5. Sobre las pruebas de estrés del BCRA. Últimos resultados generales y avances para 2018***

*El BCRA realiza anualmente ejercicios de estrés de tipo “top-down” para todas las entidades financieras que actúan localmente. Los mismos se llevan a cabo evaluando la solvencia (ratios de adecuación de capital —RAC—<sup>105</sup>) y la liquidez (casos de faltantes y necesidades de asistencias) de cada banco en un horizonte de 2 años, a partir de escenarios adversos extremos, y con supuestos y modelos definidos y calibrados por esta institución. En los últimos ejercicios finalizados con datos de 2017, se utilizaron dos escenarios diferentes originados en shocks externos con distintos grados de persistencia. Mientras en el primer escenario se presentó un shock de corto plazo seguido por una recuperación, en el segundo la tensión financiera fue persistente en todo el horizonte analizado. Si bien no se incluyeron medidas de gestión*

<sup>105</sup> Responsabilidad Patrimonial Computable —RPC— / Activos Ponderados por Riesgo —APR—.

*activas por parte de las entidades (respuestas al escenario de estrés planteado), se consideraron medidas de mitigación específicas, como la existencia de provisionamiento en exceso. Además, se incorporó el efecto de la vigencia de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) a partir de 2018.*

*En términos del impacto sobre el RAC de la ocurrencia de los escenarios extremos supuestos (de baja probabilidad), los principales resultados obtenidos en el último ejercicio muestran un importante grado de resistencia del sistema. Un grupo acotado de entidades de tamaño relativamente reducido hubiera presentado un RAC menor al 8% en alguno de los dos años de cada escenario: 14 entidades (sobre 77) para el primer escenario de shock de corto plazo y posterior recuperación; sólo 9 para el segundo escenario de tensión persistente. El faltante de capital necesario para llevarlo hasta 8% de los APR hubiera sido, en el año de mayor impacto, inferior a los \$1.400 millones (0,7% del exceso de RPC del sistema).*

*El ejercicio de estrés que se está comenzando a realizar en 2018 se adaptará al nuevo marco de cuentas NIIF. Adicionalmente, como en períodos anteriores, se seguirán incorporando mejoras en la calibración de los modelos utilizados, así como también en los supuestos. Por ejemplo, mayor grado de detalle para algunos ingresos y egresos recurrentes para entidades puntuales a los que actualmente se le daba un tratamiento general para todo el sistema.*

*Asimismo, por primera vez a nivel local, en 2018 se está realizando un ejercicio de pruebas de estrés de tipo bottom-up con la participación de 4 entidades privadas clasificadas como localmente sistémicas (representaban 31% de los activos del sistema al cierre de 2017). Con este objetivo, a las entidades participantes se les proporcionó dos escenarios (uno base y otro de tensión) y una guía que detalla el marco metodológico del ejercicio. Se espera que las entidades usen sus propios modelos de evaluación y medición de riesgos. Una vez finalizado este ejercicio y analizados los resultados, el BCRA considerará extenderlo a una mayor cantidad de entidades (a todas las grandes o, incluso, a todo el sistema financiero).*

Atento a la actual fase del ciclo financiero, las perspectivas son de un incremento relativo —moderado— del riesgo sistémico. Esto devendría de mayores exposiciones a riesgo (en particular de crédito y plazo) y apalancamiento y menores márgenes de liquidez, producto del crecimiento de los niveles de intermediación, con un rol importante de hipotecarios y financiamiento a plazo a empresas. Así, se prevé que el saldo de préstamos aumente por el otorgamiento de nuevos fondos no sólo a los deudores actuales sino también a nuevos clientes (sobre quienes se necesita información crediticia relevante). Esto requerirá de un adecuado monitoreo, con foco en las prácticas y estándares crediticios que vayan aplicando las entidades. En este punto es necesario remarcar la importancia de estas últimas para determinar la calidad de los créditos generados en cada momento, dado que condicionan la evolución de su probabilidad de pago ante eventuales cambios en las condiciones macroeconómicas (ver Apartado 6). En consistencia con las evaluaciones hasta aquí mencionadas, el BCRA viene manteniendo en 0% la tasa para el Margen de Capital Contracíclico<sup>106</sup>.

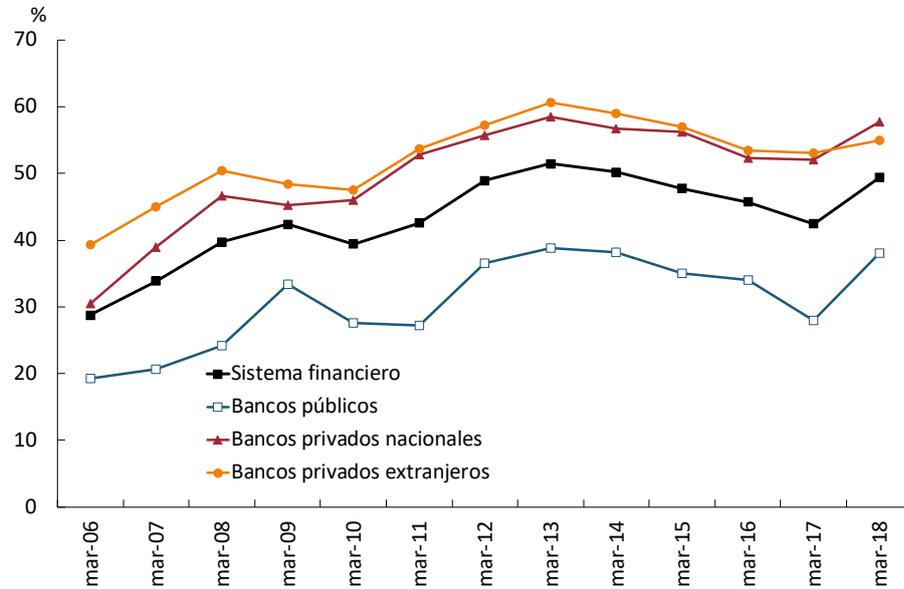
### **Aumenta la exposición al riesgo de crédito, mientras indicadores de probabilidad de impago se mantienen en niveles bajos**

La exposición bruta del sistema financiero al sector privado se incrementó de forma marcada a principios de 2018, acompañando el desempeño de la economía (ver Capítulo 2 y Gráfico 3.1). El aumento interanual se explicó mayormente por el desempeño de los bancos públicos y de los privados nacionales, y se reflejó tanto en el financiamiento a las familias (que pasó a representar 23% del activo, con un incremento de 3,3 p.p. i.a.) y a las empresas (26,2%, variación de 3,6 p.p. i.a.). A pesar de ello, estos valores resultan inferiores al máximo alcanzado luego de la crisis 2001-2002 —a mediados de 2013—, dando espacio para que se mantenga el actual dinamismo de la demanda y oferta crediticia.

<sup>106</sup> Respecto de este punto ver Recuadro 10 del [IEF del semestre anterior](#) en donde se comunica la decisión sobre la tasa para el Margen de Capital Contracíclico. En la metodología local se pondera la evolución de la brecha del ratio crédito/PIB respecto de su tendencia de largo plazo (en el marco del estándar a nivel internacional), el crecimiento del PIB y su ciclo, e indicadores cuantitativos y cualitativos referidos a la fortaleza relativa de los oferentes y demandantes de crédito.

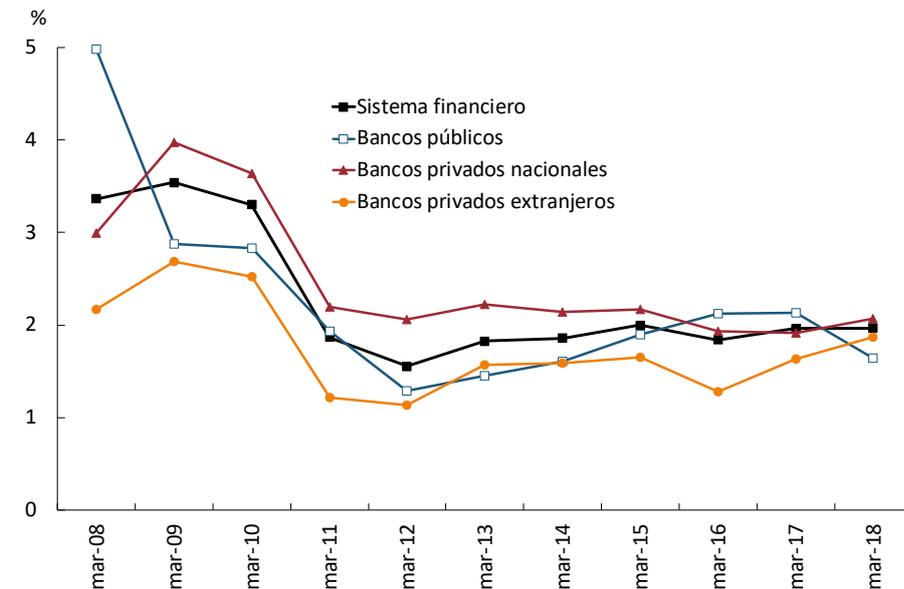
Este aumento en la exposición de los bancos al sector privado se vio acompañado por una reducción en el nivel de concentración del crédito entre los deudores<sup>107</sup>, atemperando la acumulación de riesgo sistémico.

**Gráfico 3.1 | Exposición bruta al sector privado no financiero**  
Financiamientos al sector privado en % del activo neteado – Por grupo de bancos



Fuente: BCRA

**Gráfico 3.2 | Irregularidad del crédito al sector privado**  
Cartera irregular / Financiamientos (%) – Por grupo de bancos



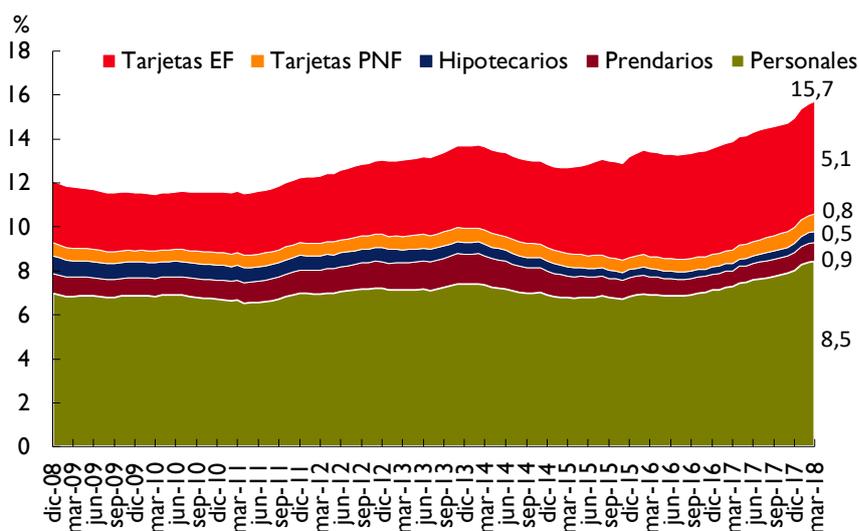
Fuente: BCRA

<sup>107</sup> En el comienzo de 2018 el financiamiento a los 100 deudores más grandes del sector privado en el sistema financiero fue equivalente a 14,6% del crédito a este sector, cayendo levemente con respecto a lo evidenciado a mediados de 2017.

En la actual fase positiva del ciclo financiero la probabilidad de impago del sector privado se estaría conservando en niveles bajos y acotados. La irregularidad de la cartera se ubicó en torno a 2% del crédito de este sector en el inicio de 2018, manteniéndose próximo al valor observado al momento de la publicación del IEF anterior y al promedio de los últimos 7 años ( ver Gráfico 3.2)<sup>108</sup>. Por su parte, el provisionamiento contabilizado para las entidades supera el monto de la cartera en situación irregular<sup>109</sup>. Estos números estarían mostrando, en parte, la prudencia de las entidades bancarias al administrar el riesgo crediticio.

**Gráfico 3.3 | Indicador de carga financiera de las familias**

Como % de la masa salarial



Nota: En el cálculo se consideran los servicios mensuales estimados por préstamos (capital, intereses y ajustes CER), en términos de la masa salarial mensual estimada. EF: entidades financieras; PNF: proveedores no financieros. Fuente: BCRA

Un análisis más detallado resalta algunas diferencias entre el segmento de familias y de empresas. Por un lado, el mayor endeudamiento de las familias se refleja en una mayor carga financiera (ver Gráfico 3.3). Se estima que el peso relativo agregado de los servicios de la deuda para este sector estaría actualmente en su nivel máximo desde fines de 2008 (período disponible del indicador). En este contexto, se registra un leve incremento en su morosidad (+0,1 p.p. respecto del valor de un año atrás), alcanzando un nivel de 3%<sup>110</sup>. Desagregando por segmentos, mientras aumentó la morosidad en los préstamos al consumo (+0,5 p.p. i.a.) se registró una disminución en el ratio de irregularidad de los préstamos hipotecarios (-0,3 p.p. i.a., alcanzado un nivel de 0,2%), fundamentalmente por el dinamismo del segmento UVA (ver Capítulo 2). Los préstamos hipotecarios en UVA tienen una cláusula normativa que permite, bajo ciertas condiciones, la ampliación de su plazo. Este habilita una mejor administración de riesgos asumidos por las partes (ver Recuadro 6).

### **Recuadro 6. Créditos UVA: Posibilidad de Extensión de Plazo**

*Desde su implementación en abril de 2016, los créditos denominados en UVA han observado una significativa y sostenida expansión. Este desempeño está siendo principalmente impulsado por los créditos hipotecarios para adquirir viviendas familiares, que han alcanzado plazos contractuales cercanos a los 25 años, situación prácticamente inexistente a nivel local hasta fines de 2015.*

<sup>108</sup> Aún si se considera el denominador “rezagado” para este indicador, a fin de moderar el efecto del importante crecimiento de las financiaciones en los últimos meses, el nuevo ratio sigue mostrando un incremento relativamente bajo en una comparación interanual (con rezagos de 3, 6 y 12 meses, el valor del indicador sólo se incrementa 0,1 p.p., 0,2 p.p. y 0,5 p.p. con respecto a marzo de 2017).

<sup>109</sup> Si se excluyen las provisiones mínimas regulatorias correspondientes al crédito al sector privado en situación regular, el nivel de provisionamiento alcanza 83% de las financiaciones al sector privado en situación irregular.

<sup>110</sup> Teniendo en cuenta el indicador con el denominador “rezagado” el incremento interanual sería levemente superior (si se rezaga 3, 6 y 12 meses, el valor del indicador aumenta 0,3 p.p., 0,4 p.p. y 0,8 p.p.).

Los préstamos UVA presentan un conjunto de características que responden al marco normativo del BCRA. Este tipo de líneas:

- a. tiene un plazo mínimo de 1 año;
- b. su tasa de interés es convenida libremente entre las partes;
- c. sus cuotas de repago tienen frecuencia mensual, pudiéndose adoptar distintos tipos de amortización;
- d. tienen una cláusula que obliga a los bancos a dar a los clientes la opción de extender la cantidad de cuotas originalmente previstas. La cláusula se gatilla si la cuota a pagar supera en 10% el valor de la cuota que resultaría de haber aplicado un ajuste de capital por el Coeficiente de Variación de Salarios (“CVS”), desde el desembolso del crédito UVA.

Este último requerimiento normativo prudencial (punto d.) busca mitigar los efectos de potenciales situaciones en las que la evolución de la inflación supere el desempeño de los ingresos de los deudores y genere tensiones sobre su capacidad de pago. La mencionada cláusula presente en los contratos UVA incluye las siguientes características:

- queda a elección del cliente —tomador del crédito— ejercerla o no;
- en caso de optar por ejercerla, el banco deberá extender en hasta 25% el plazo originalmente previsto para el préstamo;

La normativa prudencial del BCRA da un paso más, estableciendo que en el momento del otorgamiento de financiaciones a las personas humanas los bancos deben tener especial atención a la relación cuota/ingreso, de manera que el deudor pueda afrontar posibles incrementos en el importe de las cuotas sin afectar su capacidad de pago. Esto es así ya que los ingresos del cliente pueden no seguir la evolución de la inflación de la economía, ni la del CVS, es decir, la variación salarial promedio.

Por otro lado, la morosidad del financiamiento a las empresas se ubicó en torno a 1%, cayendo levemente en comparación con el primer trimestre de 2017 (-0,1 p.p. i.a.)<sup>111</sup>, en un contexto en donde sus niveles de endeudamiento tampoco presentaron grandes cambios. En este marco, cabe considerar que el BCRA recientemente propició una mayor utilización de las coberturas para cambios climáticos, contribuyendo a hacer más sólida la calificación crediticia de los deudores del sector agropecuario (Recuadro 7).

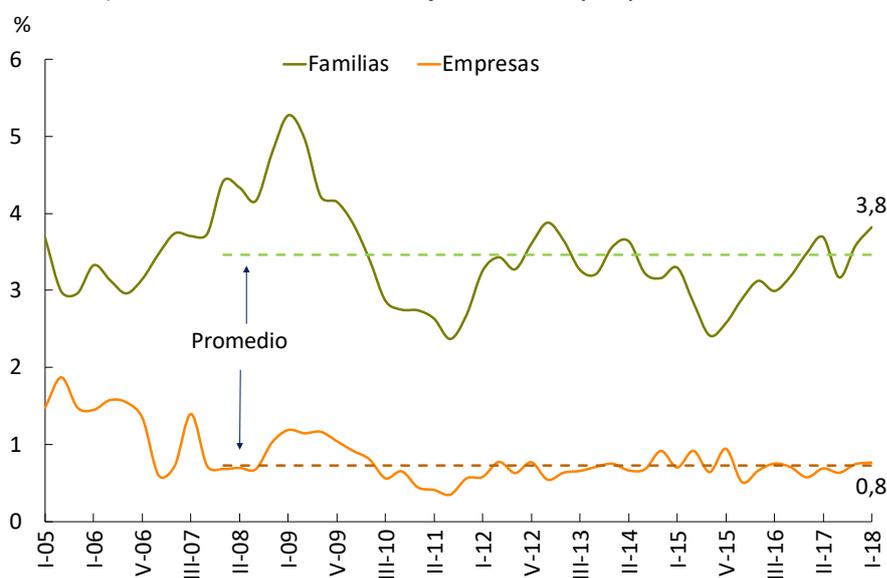
### **Recuadro 7. Créditos al agro y coberturas de riesgos climáticos**

En los últimos años se han desarrollado internacionalmente distintos mecanismos de cobertura frente a riesgos climáticos, que van más allá de los seguros agropecuarios tradicionales. Así surgieron las coberturas paramétricas, cuyo pago depende de variables objetivas cuantificables que tienen una alta correlación con el riesgo a cubrir, tales como los niveles de lluvia (inundaciones) o sequías en una determinada región<sup>112</sup>. En abril el BCRA resolvió incentivar la utilización de coberturas climáticas, reconociendo en la regulación vigente en materia de solvencia la mitigación del riesgo que implica su contratación de este tipo de coberturas. Mediante la Comunicación “A” [6489](#) se redujeron los requisitos de provisiones por riesgo de incobrabilidad para las financiaciones que contemplen citada cobertura, mientras que en materia de capitales mínimos se redujo en casi un 25% la exigencia por riesgo de crédito para las líneas de hasta al equivalente en pesos de €1 millón otorgadas a MiPyMEs agropecuarias cubiertas. De esta manera, se establecen herramientas que fortalecen la administración del riesgo de crédito por parte de las entidades financieras, ante eventuales situaciones climáticas o meteorológicas extremas, como sequías o inundaciones, al tiempo que les permite a los productores del sector agropecuario acceder a préstamos con condiciones financieras más favorables mediante la contratación de este tipo de coberturas.

<sup>111</sup> Salvo en el indicador con el denominador rezagado 12 meses (+0,1 p.p. en una comparación interanual del indicador), considerando rezagos de 3 o 6 meses se evidencian leves reducciones en el indicador.

<sup>112</sup> La tecnología ha permitido generar índices sobre dichos fenómenos climáticos, los cuales están definidos por zona geográfica, campaña, tipo de cultivo, entre otros y se cuantifican mediante observación satelital de las regiones.

Gráfico 3.4 | Frecuencia trimestral de empeoramiento (IPM) de situación deudora



Nota: Información de entidades financieras. Fuente: BCRA.

Indicadores que tratan de aproximar la probabilidad de impago basados en micro datos también muestran comportamientos consistentes con un contexto de riesgo de crédito acotado. El IPM<sup>113</sup> (estimación de la probabilidad de que un deudor migre de una situación crediticia a otra peor en un período de tiempo —en este caso tres meses), tanto en el segmento de familias como de las empresas, registró un incremento leve en el primer trimestre de 2018 y en una comparación interanual. Los niveles de los IPM no difieren sustancialmente del promedio de los últimos años para sus respectivos segmentos (ver Gráfico 3.4). El IPM de familias, con cierta tendencia ascendente desde 2016, sigue superando al del sector corporativo.

### **Los ejercicios de sensibilidad muestran importante resistencia del sistema a eventos extremos de materialización de riesgo de crédito**

Los ejercicios de sensibilidad realizados por el BCRA muestran que el conjunto de bancos conservaría un elevado grado de resistencia frente a escenarios adversos severos<sup>114</sup> de materialización del riesgo de crédito (de baja probabilidad de ocurrencia). Estos ejercicios suponen la falta de repago de cierto conjunto de deudores y se estima su impacto sobre el capital de cada entidad financiera. La finalidad de estos ejercicios es aportar un enfoque adicional al análisis de fortalezas y vulnerabilidades del sector, por lo que el BCRA los realiza de forma periódica (semestralmente), complementando las pruebas de tensión efectuadas una vez al año en las que se utiliza diferentes escenarios macroeconómicos (ver Recuadro 5).

En general, los ejercicios de sensibilidad efectuados con datos a febrero de 2018 arrojan resultados similares a los de la edición anterior del IEF. El ejercicio severo más extremo<sup>115</sup> genera pérdidas cercanas a 2 p.p. (-1,8 p.p. en el IEF anterior) en el ratio de integración de capital en términos de los activos ponderados por riesgo (APR) del sistema financiero, llevando este indicador a 14,4% (ver Gráfico 3.5). Esta pérdida a nivel agregada es algo inferior a las exigencias del margen de conservación de capital (2,5%). No obstante, bajo las condiciones extremas impuestas en este ejercicio, 20 entidades (19 en el IEF anterior), que representan

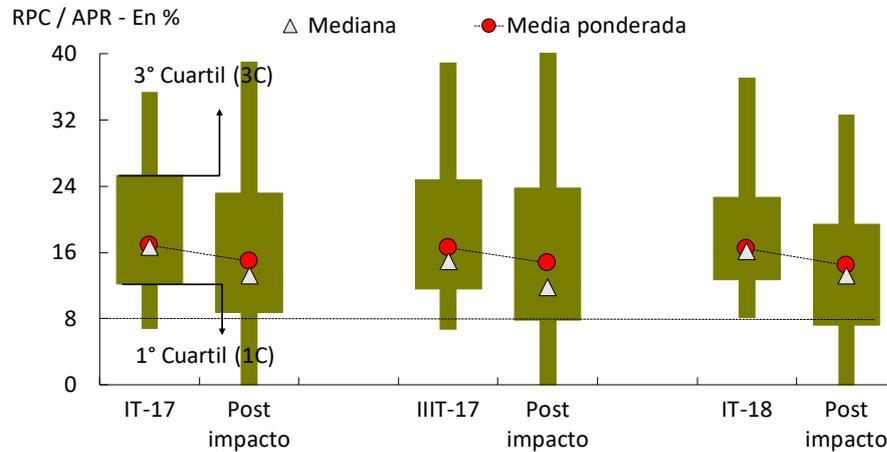
<sup>113</sup> Para mayor detalle sobre la construcción del IPM ver página 38 del [Informe de Estabilidad Financiera del Primer Semestre de 2017](#). El comportamiento del IPM fue similar al de la Probabilidad de Default Estimada (PDE) y al del indicador computado como el saldo en situación irregular en términos del saldo total de un trimestre atrás (expresado todo en pesos del mismo poder adquisitivo). Por su parte, la PDE es la relación entre los créditos que pasan desde situación crediticia 1 y 2 (regulares) a la situación 3, 4, 5 y 6 (irregulares), en términos de los créditos iniciales en situación 1 y 2 (regulares).

<sup>114</sup> Para mayor detalle de los ejercicios de sensibilidad, ver [Informe de Estabilidad Financiera del Primer Semestre de 2016](#).

<sup>115</sup> En esta versión del ejercicio se sume que el ratio de irregularidad de la cartera de créditos de cada entidad aumenta desde el nivel actual hasta el nivel máximo alcanzado durante el pico de la crisis financiera internacional de 2008-2009, para luego proceder a dar de baja del balance esos activos no cubiertos con provisiones.

sólo el 14% del capital normativo del sistema (11% en el IEF anterior), pasarían de mostrar un exceso de capital regulatorio<sup>116</sup> a tener una posición de capital menor o igual a 0%.

**Gráfico 3.5 | Ejercicio de sensibilidad sobre el capital regulatorio**



Nota: el ejercicio supone el aumento del ratio de irregularidad hasta el máximo alcanzado en la crisis financiera internacional (entre IIS-07 y IS-10), y luego el impago de tales préstamos. Para el IT-17 se considera el dato de feb-17, para el IIIT-17 el de ago-17 (último IEF) y para el IT-18 el de feb-18. Fuente: BCRA.

### ***El descalse de tasa de interés se mantiene acotado***

La duración estimada de la cartera de inversión (activos netos de pasivos en pesos—con y sin ajuste CER) del sistema financiero aumentó en relación a lo comentado en el último IEF, ubicándose a fines de 2017 en torno a 2,2 años (incremento de 56%). Esta duración se triplicó en términos interanuales fundamentalmente por el sostenido crecimiento de las financiaci3nes en UVA. A pesar del incremento reciente del crédito a largo plazo, el conjunto de bancos continúa focalizándose mayormente en actividades que involucran una acotada transformaci3n de plazos. Cabe destacar que de forma incipiente los bancos comenzaron a recurrir a fuentes de fondeo alternativas de mayor plazo relativo, como las ON (ver Apartado 3), siendo instrumentos que podrían atemperar el descalse de plazos.

A partir de mediados de 2018, la normativa para la evaluaci3n de este riesgo se modifica y con ello es de prever que las necesidades de capital est3n m3s asociadas al perfil de riesgo de cada entidad. En este sentido, a fines de 2017 el BCRA dispuso modificaciones a los lineamientos para la gesti3n de riesgos en las entidades financieras<sup>117</sup> que estar3n operativos a partir de la segunda mitad de este a3o. La estimaci3n interna de la necesidad de capital que realicen los bancos (ICAAP —*Internal Capital Adequacy and Assessment Process*—) deber3 incorporar espec3ficamente el riesgo de tasa de inter3s de la cartera de inversi3n (*banking book*), seg3n su propio apetito al riesgo. Tal como otros aspectos considerados en el ICAAP, el BCRA puede exigir un aumento de capital o una reducci3n de su exposici3n si lo creyera necesario.

### ***Aumento del descalse en UVA, si bien se mantiene en un nivel relativamente bajo***

Desde la creaci3n de la UVA en 2016, el otorgamiento de financiaci3nes en esta denominaci3n se caracteriz3 por ser a largo plazo y con tasa de inter3s fija —como los hipotecarios—. Por su parte, los recursos para fondear dichas l3neas resultan ser, en general, de menor plazo relativo, en moneda nacional y a tasa de inter3s fija —como el que utilizan principalmente los bancos—. Esta combinaci3n hace que las entidades

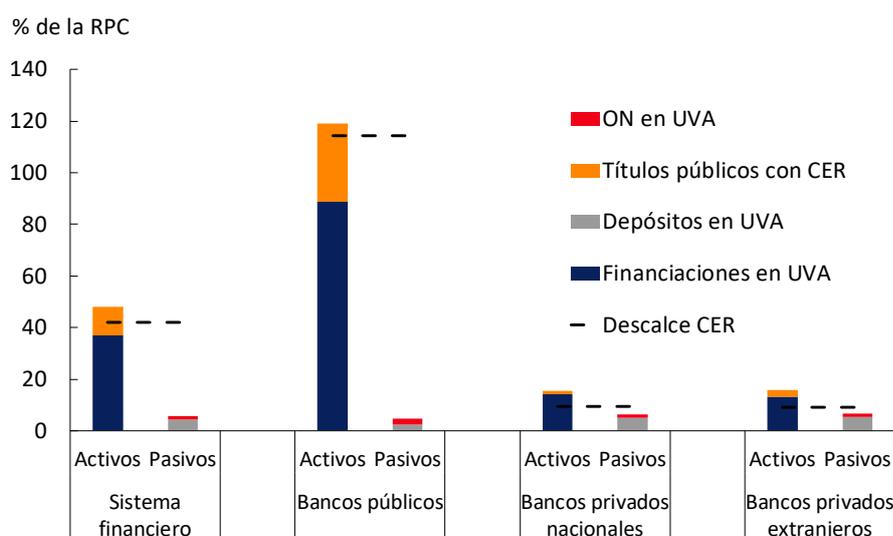
<sup>116</sup> Sin considerar M3rgenes Adicionales de Capital (conservaci3n, importancia sist3mica, ni contracci3n).

<sup>117</sup> Comunicaci3n "A" 6397.

asuman, además del riesgo de descalce de plazo o tasa de interés, un riesgo por descalce de moneda — créditos en UVA con fondeo en pesos<sup>118</sup>—.

Hasta la fecha, este descalce de moneda UVA/pesos resulta incipiente y moderado si se lo compara con los valores evidenciados hace 10 años<sup>119</sup> o con los registrados actualmente en otras economías latinoamericanas<sup>120</sup>. Este descalce está basado en un crecimiento sustancialmente mayor de los créditos bancarios en UVA respecto de la expansión del fondeo en dicha denominación. Como se detalló en el Capítulo 2, entre los préstamos en UVA se destacaron las líneas hipotecarias, caracterizadas por un plazo mayor a 15 años.

**Gráfico 3.6 | Descalce CER estimado y sus componentes por grupo de bancos**  
Última información disponible\*



\* La última información disponible para las financiaciones, depósitos y ON es a abr-18. El resto de los conceptos presenta datos a mar-18. Fuente: BCRA y CNV

En este marco, el descalce del sistema financiero agregado en partidas denominadas en UVA totalizó 31,3% de la RPC a abril de 2018, nivel que asciende a 42,1% de la RPC si se consideran el total de partidas cuyo capital ajusta por CER<sup>121</sup>. Estos registros se ubicaron 20,5 p.p. y 26,7 p.p. de la RPC, contando sólo UVA o todos los instrumentos ajustables por CER respectivamente, por encima de lo evidenciado en el último IEF. Esta evolución estuvo explicada fundamentalmente por los bancos públicos (ver Gráfico 3.6).

Desde fines de 2017 las entidades gradualmente comenzaron a incrementar su fondeo en UVA, pero a un ritmo relativamente más moderado que los créditos. Los depósitos en UVA aumentan desde el último trimestre del año pasado, llegando a contabilizar un saldo cercano a \$17.000 millones a abril (0,5% del fondeo total). En los últimos meses, 5 entidades financieras emitieron deuda en esta moneda por un valor nominal agregado equivalente a \$3.900 millones (ver Capítulo 1), que se sumaron a las 2 emisiones de deuda efectuadas durante la primera parte de 2017. De este modo el valor nominal de todas las obligaciones negociables en UVA emitidas por los bancos ascendió a \$6.300 millones a fines del primer cuatrimestre de 2018 (0,2% del fondeo total —para mayor detalle de las colocaciones de ON ver Apartado 3). Estos valores representan una parte marginal de los \$150.000 millones de financiamiento en dicha moneda (4% del activo).

Con respecto a la dinámica esperada para este descalce debe considerarse que en la actualidad existen mecanismos que colaborarían con la administración de los riesgos asociados. Por una parte, el BCRA autorizó a las entidades financieras a ofrecer plazos fijos en UVA a un plazo menor (el mínimo pasa de 180 a 90

<sup>118</sup> Para mayor detalle conceptual sobre este tipo de riesgos, ver capítulo 3 del IEF I-17 y del IEF II-17.

<sup>119</sup> Ver pág. 64 del BEF II-07. Cabe recordar que el descalce CER que se evidenciaba sobre la salida de la crisis 2001-2002 estaba principalmente explicado por la exposición al sector público.

<sup>120</sup> Ver Apartado 5 del IEF II-17.

<sup>121</sup> Principalmente por la tenencia de títulos públicos con CER.

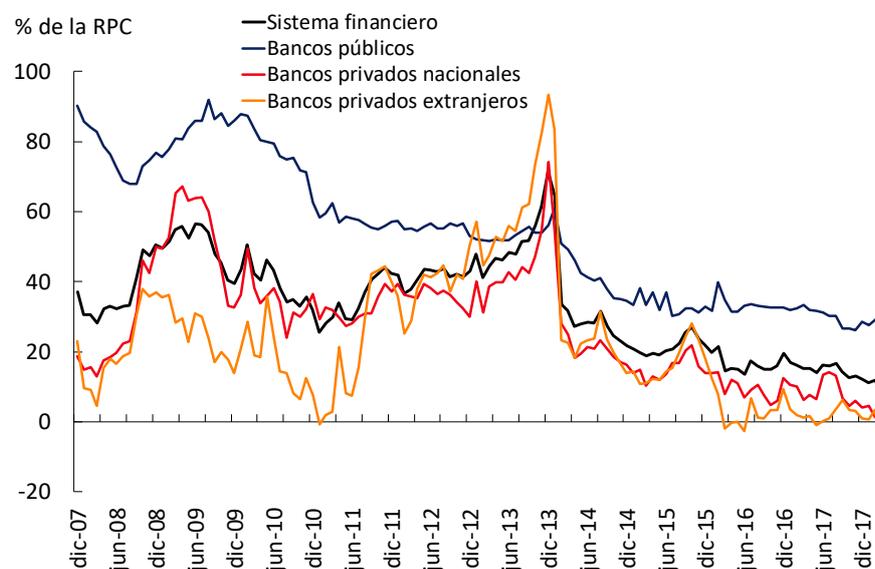
días), al igual que los fondos depositados en la Alcancía UVA (cuenta de ahorro en UVA). Por su parte, existen entidades que están analizando la posibilidad de titularizar parte de su cartera en UVA<sup>122</sup>.

### ***El descalce activo de moneda extranjera se mantiene en un entorno moderado***

El descalce en moneda extranjera se redujo en comparación con el nivel de la publicación del IEF anterior, representando una posición comprada equivalente a 7,4% de la RPC a marzo de 2018 (ver Gráfico 3.7). Esta variable se ubica en un rango de niveles mínimos desde la salida de la crisis 2001-2002. En un régimen de tipo de cambio flotante como el vigente en Argentina desde fines de 2015, los bancos incorporan la posibilidad de que exista volatilidad del tipo de cambio al momento de definir sus exposiciones.

**Gráfico 3.7 | Descalce de moneda extranjera por grupo de bancos**

Posición en balance más compras netas a término



Fuente: BCRA

En el contexto del aumento del tipo de cambio nominal en el período, y dado el acotado descalce de moneda extranjera, el requisito regulatorio de capital por este concepto representó sólo 2,5% de la exigencia total de capital (1,5% de la RPC) a marzo, levemente por debajo de los niveles observados en el último IEF.

### ***Las condiciones globales de liquidez en el sistema continúan siendo holgadas***

Los indicadores de exposición del sistema financiero al riesgo de liquidez no registraron cambios significativos en los últimos meses. A fines de 2017, el nivel de concentración de los depósitos así como la importancia relativa de los pasivos de corto plazo en el fondeo total se mantuvieron en niveles similares a los verificados al momento de la publicación del último IEF.

En términos de la cobertura del riesgo de liquidez, los indicadores disponibles muestran mejoras respecto a los valores del último IEF. El ratio entre los activos líquidos en sentido amplio —considerando partidas en moneda nacional y extranjera, incluyendo la cuenta corriente de los bancos en el BCRA, las disponibilidades, los pasos con el BCRA, LEBAC y LELIQ— y los depósitos totales representó 43,6% a marzo de 2018, aumentando en los últimos seis meses<sup>123</sup> (ver Gráfico 3.8). El nivel de este indicador se ubicó levemente por

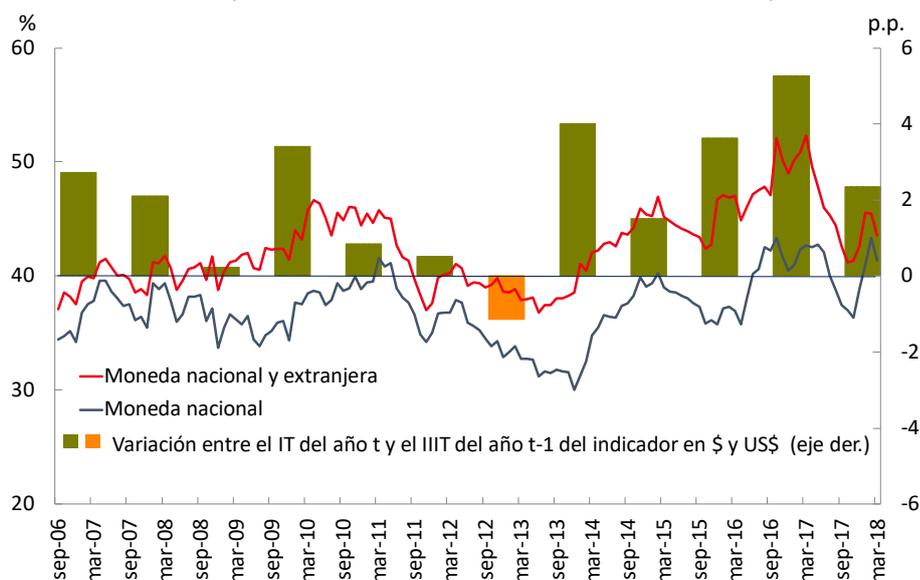
<sup>122</sup> Por ejemplo, en abril un banco privado nacional emitió un fideicomiso financiero por \$440 millones con cartera hipotecaria en UVA como activo subyacente.

<sup>123</sup> Un comportamiento similar presentó el ratio que considera sólo partidas en moneda nacional.

encima del promedio de los últimos 10 años, situación que también se verificó en el grupo de bancos públicos y en los privados. Por su parte, el denominado Ratio de Cobertura de Liquidez<sup>124</sup> (LCR, por sus siglas en inglés) —que intenta medir la disponibilidad de fondos líquidos de alta calidad para enfrentar un escenario de estrés individual y sistémico en un período de 30 días—, alcanzó a 2,1 en diciembre de 2017. Este nivel es similar al observado en la última edición del IEF<sup>125</sup> y superior al mínimo recomendado internacionalmente y a los requisitos locales.

**Gráfico 3.8 | Liquidez amplia del sistema financiero**

Cta cte en BCRA + Disponibilidades + Pases + LEBAC + NOBAC + LELIQ / Depósitos



Fuente: BCRA

El incremento de la liquidez en el margen, en un marco de crecimiento del crédito, se explica fundamentalmente por la fuerte expansión de las imposiciones del sector público y por la dinámica de las ON (ver Apartado 3). Esto lleva a que el impacto en los indicadores de liquidez sea más significativo en la banca pública.

<sup>124</sup> Para mayor detalle, ver [Ratio de Cobertura de Liquidez](#). Solo están obligados a cumplir con este requisito mínimo las entidades pertenecientes al Grupo "A", cuyos activos son mayores o iguales al 1% del total del sistema. Comunicación "A" 6475.

<sup>125</sup> En relación a la distribución de este indicador entre bancos de este grupo, el primer decil alcanza 1,5 y el noveno decil 3,3.

## Apartado 6 / Un Análisis de Cosechas de Créditos Hipotecarios Destinados a las Familias

En los últimos años el BCRA ha desarrollado un conjunto de herramientas para monitorear y analizar distintos riesgos que enfrenta el sistema financiero y que, de materializarse, podrían impactar en el normal funcionamiento del mismo y de la economía en su conjunto. En el caso particular del riesgo de crédito, actualmente se dispone de indicadores que evalúan la situación financiera de los hogares y de las empresas, probabilidades de caer en situaciones de impago de sus deudas, exposiciones asumidas por las entidades, y ejercicios de resistencia del sistema a *shocks* de esta fuente de riesgo. Parte de los resultados de este monitoreo se publica a través de distintos canales, entre los que se encuentra el [Informe de Estabilidad Financiera](#). Más aún, desde fines de 2009 esta institución lleva adelante la [Encuesta de Condiciones Crediticias](#) (ECC), que permite disponer de información sobre cambios de las entidades en sus políticas de exposición al riesgo de crédito. Ahora bien, en un escenario de sostenida expansión crediticia como el actual, es necesario continuar mejorando la capacidad de monitorear (prospectivamente) la calidad de los activos y la exposición patrimonial que generan. En este marco, se presenta aquí las primeras estimaciones para el sistema financiero local del denominado “análisis de cosechas” (“*vintage analysis*”).

El “análisis de cosechas” permite monitorear la evolución de la calidad de los préstamos desagregando en función del período de otorgamiento de los mismos<sup>126</sup>. Como se verá, esta herramienta se complementa con la información producida en el marco de la ECC. La importancia de esta herramienta radica en que la evolución de la morosidad de los créditos en general está ligada no sólo a la evolución de factores generales que influyen en la capacidad de pago de los deudores (actividad económica, ingresos, empleo, etc.), sino también a la forma en que las entidades los fueron generando en cada momento del tiempo. Es decir, cuán flexibles o estrictas fueron las entidades en cada período de tiempo en seleccionar deudores y evaluar su situación financiera. Así, conocer cómo se fueron generando los créditos permite, por ejemplo, evaluar con anticipación si el sistema está acumulando alguna vulnerabilidad, que recién se manifestaría patrimonialmente de producirse una reversión en las condiciones económicas macro o sectoriales.

Dado el marcado crecimiento del crédito hipotecario a familias de los últimos dos años<sup>127</sup> -impulsado por un escenario macroeconómico más favorable y por el lanzamiento del instrumento UVA—, el análisis de cosechas se focalizará en esta instancia en este tipo de líneas. Para esta estimación se recurrió al Régimen de Deudores del Sistema Financiero, que brinda información sobre los créditos que cada individuo mantiene con las entidades financieras. A partir del mismo se construyó un proceso para individualizar y codificar a cada financiación mediante distintos atributos, y monitorear su desempeño en el transcurso del tiempo<sup>128</sup>. A través de esta metodología se conformaron agrupaciones de créditos o cosechas por trimestres. Luego, en los trimestres subsiguientes se calculó un indicador de morosidad, considerando en el numerador aquellos casos en que presenta más de 90 días de mora y en el denominador el saldo total de las financiaciones de cada cosecha<sup>129</sup>. Por ejemplo, si tomamos los créditos hipotecarios generados en los últimos dos años se observa un desempeño crediticio de moderada a baja mora (ver Gráfico A.6.1). Estos créditos fueron otorgados en un contexto de caída del PIB en 2016 (-2,2% en términos reales) y de recuperación en 2017 (2,9% real), a lo que se sumó un sesgo de los bancos a flexibilizar sus criterios y condiciones para el otorgamiento de estas financiaciones en ambos períodos<sup>130</sup>.

<sup>126</sup> Es decir, por ejemplo, para las financiaciones originadas en cierto período “t” se evalúa la marcha de su irregularidad o mora en “t+1”, “t+2” y así, sucesivamente, hasta alcanzar el momento de finalización de los mismos. Cabe considerar que hasta la completa madurez de las financiaciones se pueden observar distintas situaciones como atrasos o incumplimientos por parte de los deudores (con incluso posteriores normalizaciones de los compromisos), pagos o cancelaciones de capital de forma anticipada, ventas a fideicomisos financieros, o incluso su transferencia a otra entidad financiera por eventos de fusiones o de ventas de cartera, entre otras circunstancias.

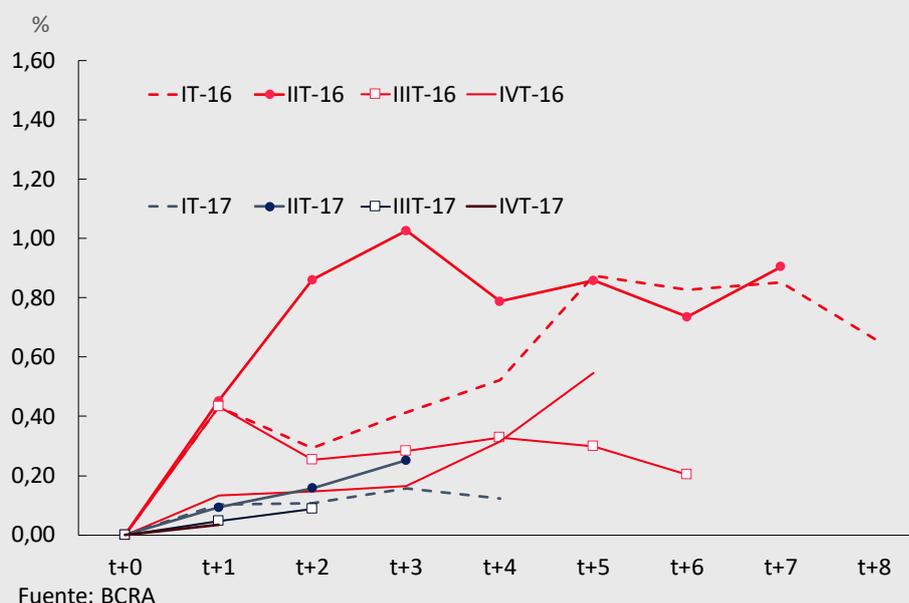
<sup>127</sup> Ver Capítulo 2 para un mayor análisis.

<sup>128</sup> Cabe destacar que el mencionado Régimen de Deudores (que nutre la denominada “Central de Deudores”) no se encuentra preparado específicamente para la realización de este tipo de análisis. Por lo tanto, es necesario realizar algunos supuestos e implementar ciertos procesos estadísticos para abordar algunas limitaciones de información.

<sup>129</sup> El saldo es neto de las amortizaciones que se van realizando.

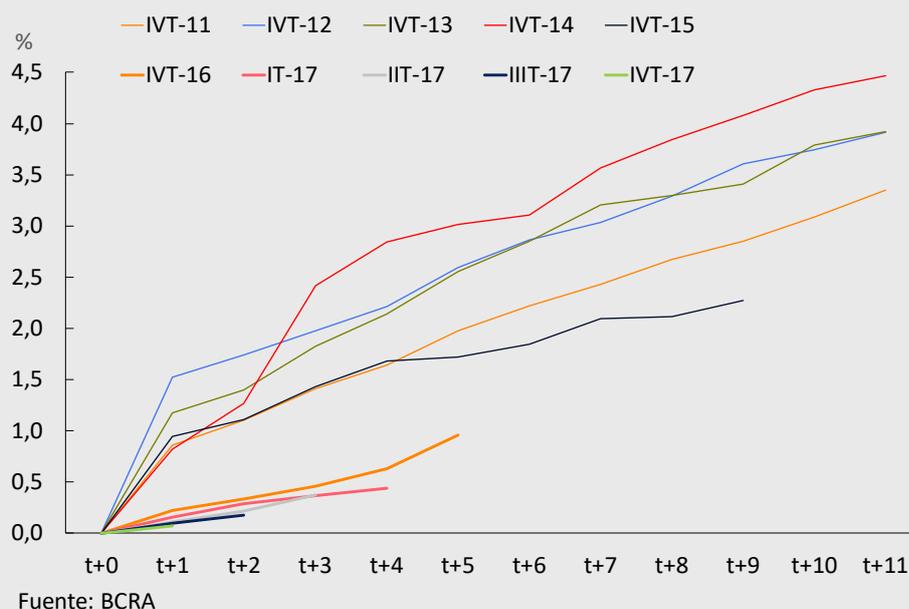
<sup>130</sup> Ver Capítulo 2 y resultados de la ECC publicados en el sitio web del BCRA.

**Gráfico A.6.1 | Evolución de la irregularidad del crédito hipotecario a personas humanas. Cosechas 2016 y 2017**



Si se considera un período temporal más amplio tomando la irregularidad acumulada por cosechas (ver Gráfico A.6.2), se puede observar que la morosidad de los créditos cosecha 2017 durante sus primeros trimestres de vida (6-9 meses), presenta niveles históricamente bajos, inclusive menores a los observados en otros períodos de crecimiento de la actividad económica (ver Capítulo 1). Para adelante, esta nueva herramienta implementada por el BCRA permitirá monitorear el desempeño de los créditos generados en los últimos períodos, especialmente el caso de las líneas UVA que, en general, se vienen generando con una relación cuota/ingreso del deudor más baja en comparación con las líneas tradicionales.

**Gráfico A.6.2 | Evolución de la irregularidad acumulada del crédito hipotecario a personas humanas. Cosechas 2011 y 2017**



## 4. Sistema de pagos

En los últimos meses el BCRA siguió impulsando medidas destinadas a incentivar un mayor uso y difusión de los medios electrónicos de pago. Se busca así contribuir al logro de un marco de transacciones más seguras, rápidas y menos costosas para todos los agentes de la economía, promoviendo al mismo tiempo un contexto para alcanzar mayores niveles de inclusión financiera. Paulatinamente se consolida el logro de resultados de esta estrategia. Diversos indicadores muestran que desde el último IEF se sostuvo la tendencia hacia un mayor uso de los medios electrónicos, en particular, de las transferencias inmediatas y de los distintos tipos de tarjetas. De hecho, los medios electrónicos de pago —transferencias inmediatas, débitos directos y, tarjetas de crédito y débito— registraron en el primer trimestre de 2018 una suba interanual de casi 3,9 p.p. en términos del PIB (variación i.a. real de 15,9%), hasta alcanzar un nivel de 32,4%. No obstante este desempeño reciente, aún queda un amplio camino por recorrer para lograr una significativa expansión e integración de la utilización de estos medios de pagos alternativos al efectivo. Será relevante continuar mejorando su eficiencia y fomentar la competencia entre los oferentes, conjuntamente con mayores niveles de educación financiera en todas las regiones del país.

### **Modernización del Sistema Nacional de Pagos**

A principios de 2018 el BCRA dispuso un conjunto de mejoras en el funcionamiento del sistema DEBIN, herramienta introducida a lo largo de 2017. Cabe recordar que el DEBIN está basado en el intercambio de mensajería desde un “cobrador” hacia un “pagador”, enviando una solicitud de débito. Una vez aceptado el pedido, se realiza el débito o transferencia (gratuita) de fondos entre sus cuentas en forma inmediata<sup>131</sup>. Recientemente se dispuso que las empresas<sup>132</sup> originantes de DEBINes podrán solicitar autorización de forma anticipada y, una vez obtenida, la misma no tendrá vencimiento<sup>133</sup>. De esta forma se podrán sistematizar pagos periódicos sin necesidad de realizar una autorización en cada oportunidad. Además, se incorporaron nuevas responsabilidades a la Cámara Electrónica de Bajo Valor (administrador del sistema), como efectuar controles sistémicos y *scoring* de transacciones, entre otras modificaciones planteadas. En este marco, y buscando propiciar un mayor impulso a las operaciones efectuadas mediante el mecanismo DEBIN así como por medio de Pagos Electrónicos Inmediatos (PEI), esta institución dispuso que en determinados casos las entidades financieras debitadas (origen de los fondos) podrán cobrarle a las acreditadas (destinatarias de los fondos) una tasa de intercambio de hasta 0,3% sobre el monto total involucrado<sup>134</sup>. Para realizar transacciones, la operatoria tanto con PEI como con DEBIN presentan ciertas ventajas respecto del uso directo de la tarjeta de débito (ver Tabla 4.1).

En los últimos meses el BCRA propició un importante paso hacia la interoperabilidad de billeteras y plataformas, con el objetivo que los usuarios no se vean obligados a instalar y utilizar distintas aplicaciones móviles para los pagos que realizan en diferentes comercios. En este sentido, esta Institución determinó las especificaciones técnicas que deben utilizar los sistemas locales que funcionan bajo la modalidad de “código de respuesta rápida” (denominado QR, por su sigla en inglés “*Quick Response Code*”) <sup>135</sup>. Este instrumento, que tiene una amplia difusión tanto en economías desarrolladas como emergentes para la realización de pagos electrónicos, almacena eficientemente datos sobre los productos destinados a comercializarse y específicamente, sobre la cuenta receptora de los fondos. Para operar, el usuario que quiere hacer un pago utiliza la aplicación de billetera electrónica que tenga en su teléfono celular (en la que ya tenga asociada sus cuentas bancarias y tarjetas), elige uno de los medios de pago<sup>136</sup> y luego escanean el código QR del producto. En línea con el protagonismo que está adquiriendo el uso de la telefonía móvil en el acceso a los servicios financieros en general, y de pagos en particular, a principios de 2018 se autorizó a las entidades a utilizar

<sup>131</sup> Para un mayor detalle sobre las características de este instrumento introducido por el BCRA, ver Recuadro 12 del [IEF II-17](#).

<sup>132</sup> Denominadas no usuarios de servicios financieros en la normativa respectiva.

<sup>133</sup> Comunicación “A” [6423](#).

<sup>134</sup> Comunicación “A” [6420](#).

<sup>135</sup> Comunicación “A” [6425](#). Cabe mencionar que actualmente algunos emprendimientos individuales permiten utilizar este sistema de pago. Por ejemplo, YPF con Todo Pago, Axion con Mercado Pago, y en Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires con Yacaré.

<sup>136</sup> Tarjetas de débito, crédito, billeteras virtuales o transferencias.

dispositivos de telefonía móvil para promocionar, instalar y/o explicar a sus clientes la forma de emplear las aplicaciones de banca móvil y/o plataforma de pagos móviles que estén a su disposición<sup>137</sup>.

**Tabla 4.1 | Comparación PEI, DEBIN y Tarjeta de Débito**

Característica	PEI	DEBIN	Tarjeta de Débito
Moneda	Moneda local	Moneda local / Moneda extranjera	Moneda local / Moneda extranjera
Medio de pago	Transferencia inmediata	Transferencia inmediata	Débito en cuenta (acreditación en 48hs)
Vehículo y modalidad de pago	Banca por internet / Banca móvil (Billetera electrónica, punto de venta móvil o botón de pago)	Banca por internet / Banca móvil	Banca móvil (Billetera electrónica, punto de venta móvil o botón de pago) / Punto de venta (POS)
Costos para el cobrador	Sí (0 a 0,6%)	Sí	Sí (1,1%)
Costos para el pagador	No	No	No
Posibilidad de preautorizaciones	No	Sí	No
Notificaciones	No	Sí. Por SMS, correo o aplicativo móvil	No
Posibilidad de reversión	No	Sí	Sí

Fuente: BCRA

Considerando la importancia de la expansión de la red de cajeros automáticos en el marco de las políticas de inclusión financiera promovidas por el BCRA, recientemente se clarificaron ciertos roles de los participantes del mercado de cajeros operados por empresas no financieras, con el fin de propiciar un funcionamiento más competitivo y transparente. Además de detallar las responsabilidades mínimas de la entidad financiera administradora para el caso en que una empresa no financiera llegue a un acuerdo con la misma, se estableció que la empresa no financiera debe participar de las redes de cajeros automáticos en igualdad de condiciones que el resto de participantes<sup>138</sup>.

En otro orden, en el contexto planteado por el BCRA de fomentar la competencia, el mercado de los proveedores de servicios de pago ha intensificado, recientemente, tanto las propuestas como los oferentes. Estos servicios de pago no están vinculados directamente a una cuenta bancaria nominada a nombre de los clientes, sino que funcionan a través de cuentas bancarias mayoristas a nombre del proveedor de servicios de pago. Las tarjetas prepagas y las billeteras digitales son ejemplos de dichos servicios de pago.

En el marco del proceso de modernización del sistema nacional de pagos, la difusión de estos servicios de pago gradualmente está adquiriendo un mayor alcance, ya que presentan beneficios de acceso y de uso especialmente para el segmento de la población que aún no se encuentra bancarizado. Estos servicios facilitan la acreditación de beneficios sociales en algunos casos, al tiempo que gradualmente han incluido nuevas funciones y herramientas que las llevan a competir con los medios de pago electrónicos tradicionales. Entre los mencionados servicios de pago se encuentran las tarjetas prepagas, que gradualmente logran una mayor profundidad en la población (ver Recuadro 8).

**Tabla 4.2 | Comparación Tarjetas Prepagas, de Crédito y de Débito**

Característica	Tarjeta Prepaga	Tarjeta de Crédito	Tarjeta de Débito
Compras en comercios	Sí	Sí	Sí
Posibilidad de extracción en cajeros	Sí	Sí	Sí
Provee financiamiento	No	Sí	No
Cuenta bancaria asociada	No	No	Sí

Fuente: BCRA

<sup>137</sup> Comunicación "A" [6432](#) y Comunicación "A" [6488](#).

<sup>138</sup> Comunicación "A" [6483](#).

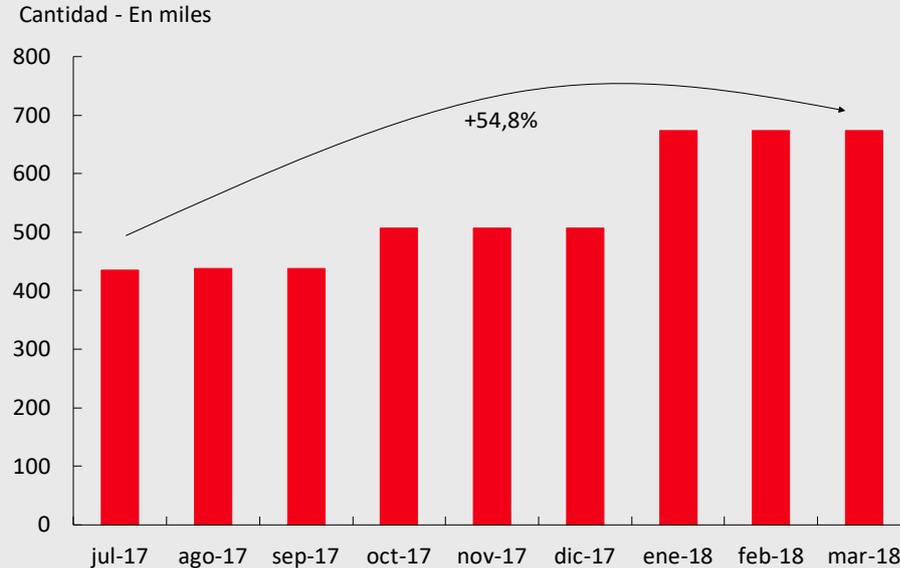
### Recuadro 8. El impulso de las fintech al mercado local de tarjetas prepagas

Con las tarjetas prepagas se pueden realizar compras en las terminales de puntos de venta y extracciones de los fondos mediante cajeros automáticos, redes de cobranza extra-bancaria<sup>139</sup>, entre otras operaciones. Si bien este tipo de tarjetas posee funcionalidades similares a las de una tarjeta de débito, con las tarjetas prepagas el usuario no necesita poseer cuenta bancaria (ver Tabla 4.2).

La aparición de nuevos participantes en el mercado, la expansión de las operaciones en plataformas de comercio electrónico y la creciente penetración de teléfonos inteligentes, son factores que están impulsando a las Fintech a dinamizar esta clase de tarjetas “no bancarias”, brindando funcionalidades innovadoras. Entre estas últimas se destacan: i. nuevas herramientas para la administración de los fondos, ii. integración con otros perfiles del usuario y así utilizar los saldos disponibles que, por ejemplo, fueron originados en ventas<sup>140</sup> y iii. solicitar préstamos a través de las aplicaciones móviles o sitios web vinculados con la tarjeta. Otra ventaja de las tarjetas prepagas es que se han introducido amplias facilidades para su obtención (tramitar vía web o mediante una aplicación móvil).

Otro elemento que hace más atractivo este tipo de instrumento de pago es que poseen menores costos (no tienen, por ejemplo, costos de mantenimiento de los fondos). Asimismo, estas tarjetas prepagas son “abiertas”<sup>141</sup>, lo que permite realizar compras o extracciones de efectivo en las terminales que aceptan la marca de tarjetas con las que se encuentran asociadas. Más aún, además de poder utilizarse para realizar pagos de forma presencial en comercios y transportar de manera eficiente valores a distintos puntos geográficos, pueden usarse para adquirir ciertos servicios de manera virtual (tales como servicios de streaming) en los que resulta esencial contar con una tarjeta para realizar el pago. De este modo, las Fintech que ofrecen este servicio de tarjetas prepagas están contribuyendo a mejorar la dimensión de usabilidad en materia de inclusión financiera. La recarga de estas tarjetas se puede realizar mediante una transferencia bancaria o en efectivo en puntos de cobranza extra-bancaria.

Gráfico 4.1 | Tarjetas prepagas emitidas por proveedores de servicios de pago



Fuente: BCRA

En cuanto al nivel de adopción, en un contexto donde la cantidad de tarjetas de débito crecieron 4 millones de unidades en 2017 (alcanzando 45 millones a fines de ese año), las tarjetas prepagas alcanzaron apro-

<sup>139</sup> Como Rapipago o Pago Fácil.

<sup>140</sup> Por ejemplo, un vendedor de una plataforma de comercio electrónico, podría utilizar los fondos producto de sus ventas mediante una tarjeta prepaga. En el mismo sentido, si la plataforma de comercios electrónicos concede préstamos, el usuario podría disponer de los mismos a través de este tipo de tarjetas.

<sup>141</sup> En general, aun cuando las tarjetas se emitan bajo la marca de la empresa que las comercializa (Ualá, Pago24 o MercadoPago, entre otras), se encuentran asociadas a las marcas de medios de pagos (tales como Cabal, Mastercard o Visa) y a una red de procesadores conocida (Prisma, First Data, entre otras).

ximadamente 3.050.000 unidades a marzo de 2018, incrementándose 17,4% i.a. Específicamente, las tarjetas prepagas emitidas por proveedores de servicios de pago, que representan el 22,1% del total, han aumentado 54,8% entre julio de 2017 y marzo de 2018, tendencia que se aceleró durante el último trimestre (ver Gráfico 4.1). En tanto, las tarjetas prepagas emitidas por entidades financieras presentan un crecimiento de 5% en el mismo período. Si bien la adaptación de este tipo de tarjetas presenta un escenario favorable, el uso promedio en los últimos 12 meses fue de menos de una operación por tarjeta al mes, indicando que las condiciones de usabilidad deberían continuar profundizándose.

En términos de las mejoras en la organización del sistema nacional de pagos, el BCRA viene avanzando no sólo en su modernización tecnológica sino también en el logro de una gestión más adecuada de los billetes en circulación en la economía<sup>142</sup>. Esto es importante dada la necesidad de realizar de forma más eficiente las transacciones habituales del sector privado, reduciendo los gastos operativos que enfrenta la sociedad. En este marco el BCRA continúa mejorando la composición del circulante de la economía (ver Recuadro 9).

### **Recuadro 9. Mejoras en la composición del efectivo de la economía**

Hacia fines de 2015 la denominación máxima de billetes era de \$100, representando el 70% de la cantidad en circulación y casi la totalidad de su valor (93% en diciembre de 2015, frente a 80% en 2005). Esto significó un problema para la realización de transacciones, imponiendo importantes costos a la sociedad. Cabe mencionar que el incremento del nivel general de precios observado entre 2005 y 2015 redujo el poder de compra del billete de \$100 a casi una décima parte del que tenía a principios del período.

Frente a este escenario, desde 2016 el BCRA avanzó en la reconfiguración del circulante, comenzando la emisión de una nueva familia de billetes que incluyó mayores denominaciones —\$200, \$500 y \$1.000—, así como un renovado diseño, incorporando las líneas “Animales Autóctonos de la República Argentina” para los billetes y “Árboles de la República Argentina” para las monedas. Próximamente se lanzarán monedas de \$10, siendo hasta el momento de \$5 las de mayor denominación. Esta reconfiguración del circulante ha implicado una significativa reducción de costos para el BCRA. Se estima que el ahorro para esta Institución —por satisfacer la necesidad de numerario con emisión de billetes de mayor denominación, en vez de abastecer sólo con billetes de \$100— habría alcanzado casi \$1.500 millones en todo 2017, y unos \$200 millones en el primer cuatrimestre de 2018<sup>143</sup>.

A fines del primer trimestre de 2018 los nuevos billetes de \$200, \$500 y \$1.000 alcanzaron una participación de casi 11% en la cantidad de billetes en circulación, cifra que se extiende a casi 42% al considerar su ponderación en el valor total del numerario en circulación. El BCRA busca que la proporción de los billetes de mayor denominación se aproxime a dos terceras partes del valor total a fin de 2018, optimizando así la logística y adecuándose a las necesidades del público y de los bancos.

### **Evolución reciente del Sistema Nacional de Pagos**

En línea con los cambios normativos impulsados por esta Institución y por el Poder Ejecutivo, en los últimos meses se siguió observando una tendencia hacia un mayor uso de los medios electrónicos de pago en la economía. En términos interanuales, el monto de las transferencias inmediatas en términos del PIB creció 2,2 p.p. en el primer trimestre de 2018 (hasta alcanzar un nivel de 16%), si bien un conjunto de factores estacionales y operativos influyó para observar un leve descenso (-1,9 p.p.) respecto trimestre inmediato anterior (ver Gráfico 4.2). Tanto el volumen de compras con tarjetas de débito como de crédito<sup>144</sup> aumentaron gradualmente en los últimos trimestres, hasta 4,7% y 9,4% del PIB respectivamente, tendencia positiva que también comparten los débitos directos. Más aún, en los últimos meses se observa un incremento en la proporción de compras con tarjetas de débito en relación a las extracciones por cajero, siendo esto un indicador de una tendencia a la sustitución del efectivo por medios de pago electrónico. Por su parte, y en línea con lo que se viene observando en los últimos años, sigue descendiendo el valor de la compensación

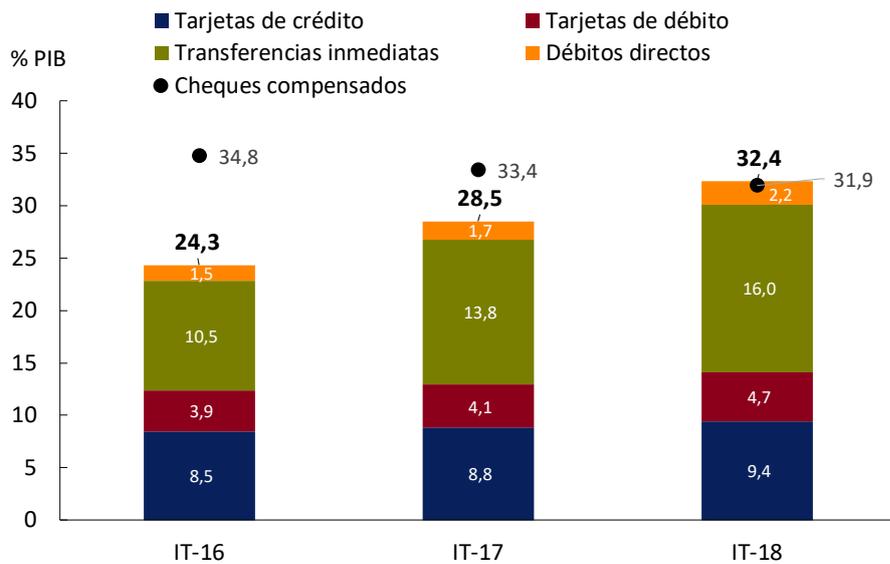
<sup>142</sup> <sup>142</sup> Ver Apartado 5 del IEF I-17 para una discusión inicial sobre la gestión del efectivo.

<sup>143</sup> Cabe destacar que éste es sólo el ahorro por producción directa. Una cuenta más global debería incluir también la reducción en los costos de logística y manejo en general de menores montos físicos de papel moneda.

<sup>144</sup> Tomando a estas en su función de medio de pago.

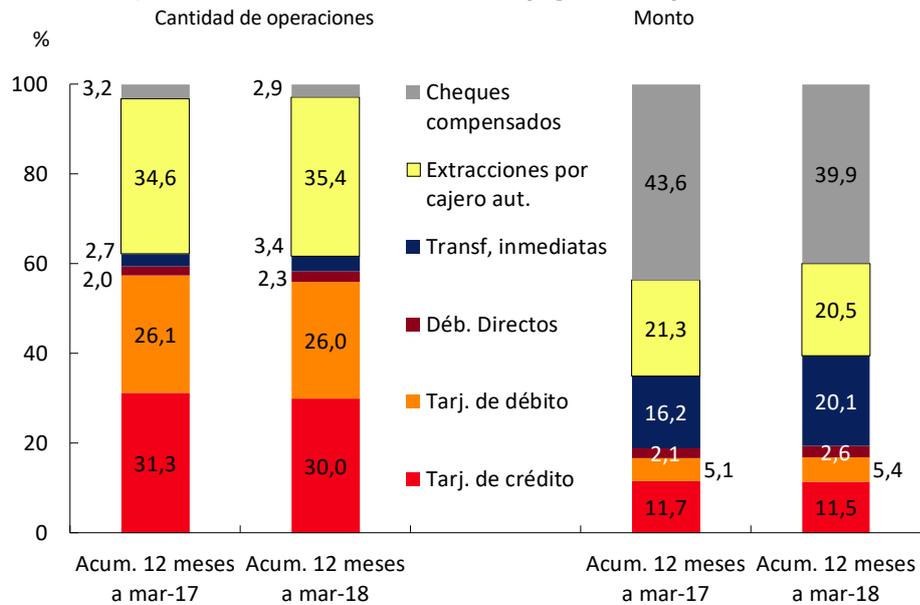
de cheques en términos del PIB, aunque todavía muestra un nivel relativamente alto (casi 31,9% del PIB en el inicio de 2018), patrón que también se observa en la extracción de efectivo desde los cajeros automáticos (15,8% del PIB en el primer trimestre de 2018, con una caída interanual de 0,4 p.p.). Como resultado, los medios electrónicos de pago (transferencias inmediatas, débitos directos y tarjetas de crédito y débito) registran una suba interanual de casi 3,9 p.p. del PIB (variación i.a. real de 15,9%) hasta un nivel de 32,4%. Este incremento en el uso de medios electrónicos de pago sería aún superior si se incluyesen las operaciones mediante las tarjetas prepagas, atento al alza que se observa en la cantidad de tarjetas emitidas<sup>145</sup>.

**Gráfico 4.2 | Medios de pago alternativos al efectivo**  
Trimestral anualizado en % del PIB



Fuente: BCRA e INDEC

**Gráfico 4.3 | Utilización de distintos medios de pago - Participación**



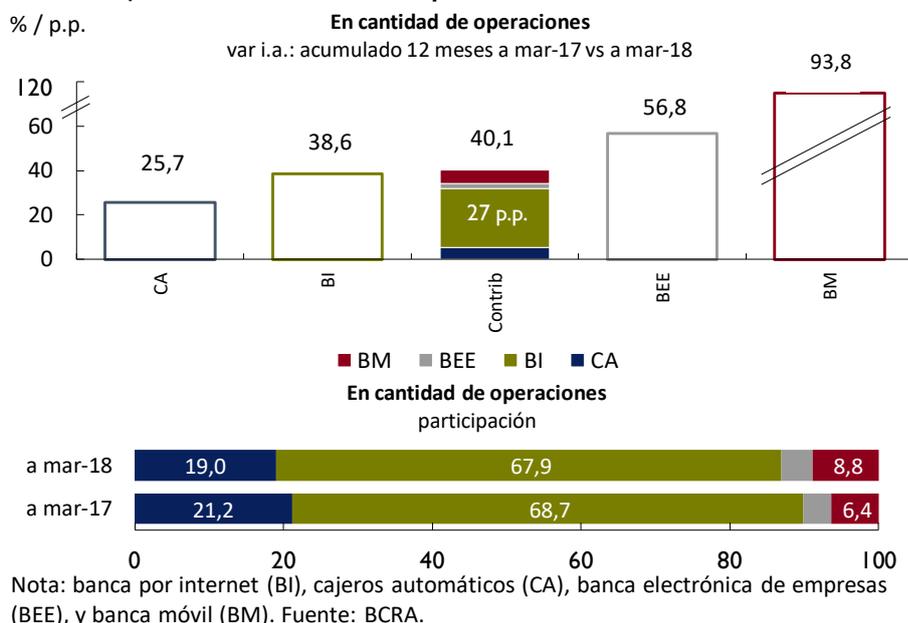
Fuente: BCRA

<sup>145</sup> No se dispone aún de estadísticas completas referidas al volumen de transacciones asociado a dichas tarjetas.

En los últimos 12 meses aumentó el peso relativo de las transferencias inmediatas entre los principales medios de pago (ver Gráfico 4.3), en términos de cantidad de operaciones (pasando de 2,7% a 3,4% del total) y, especialmente, en valor (de 16,2% a 20,1% del total). La participación de las tarjetas de débito y crédito se mantuvieron relativamente estables en valor (5,4% y 11,5% del total, respectivamente), si bien verificaron una leve merma en su participación en cantidades. Por su parte, los débitos directos continuaron creciendo, mientras que el valor de la compensación de cheques y las extracciones de dinero por cajero automático cayeron hasta 39,9% (casi -4 p.p. i.a.) y 20,5% (-0,8% i.a.), respectivamente.

La cantidad de operaciones mediante transferencias inmediatas observó un destacado aumento de 40,1% de forma interanual (acumulada), impulsada principalmente por los canales de banca móvil (93,8% i.a., que incrementa su participación hasta 8,8% del total de transferencias) y banca electrónica de empresas (56,8% i.a., hasta abarcar 4,2% del total). Los canales de cajeros automáticos y la banca por internet evolucionaron a un ritmo más lento, dando lugar a una leve reducción en su ponderación, aunque todavía explican el 19% y 67,9% de las transacciones respectivamente (ver Gráfico 4.4).

**Gráfico 4.4 | Transferencias inmediatas por canal**



Como se mencionó, el BCRA continúa fomentando la plataforma de pagos móviles PEI. En este marco, a febrero de este año se habían realizado 364 mil transacciones, repartidas entre POS móvil PEI (59%), Billetera Electrónica PEI (40%) y Botón de Pago PEI (1%). Cabe destacar que la opción POS móvil del PEI, tiene un amplio conjunto de beneficios, entre los que se destacan sus menores costos para todas las partes que llevan adelante las transacciones, así como que su utilización permite cumplimentar las normas sobre obligatoriedad de recepción de los medios electrónicos de pago en las transacciones (ver Recuadro 10).

#### **Recuadro 10. Obligatoriedad de aceptar medios electrónicos de pago. Ventajas de usar PEI**

Con el objetivo central de continuar avanzando en la formalización de los pagos, en febrero de 2017 la AFIP difundió la [Resolución General N 3997/17](#), reglamentando la obligatoriedad para los vendedores de bienes o servicios de aceptar medios electrónicos de pago para sus transacciones con clientes introducida mediante la [Ley N 27.253](#) de mediados de 2016<sup>146</sup>. Los vendedores deben aceptar como medios de pago a las transferencias instrumentadas mediante tarjetas de débito, tarjetas prepagas no bancarias para la acreditación exclusiva de beneficios asistenciales o de la seguridad social, y otros medios equivalentes<sup>147</sup>.

<sup>146</sup> El cronograma para cumplir mencionada obligación, que abarcó desde abril de ese año hasta marzo de 2018, estaba en función del rubro específico de actividad económica, así como del monto de facturación anual del vendedor de bienes o servicios, incluyendo el caso de los monotributistas.

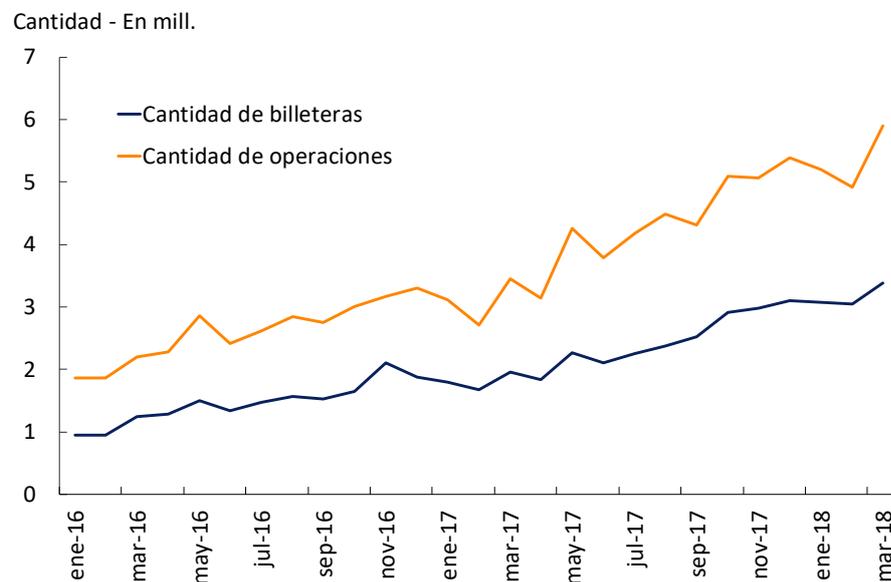
<sup>147</sup> [Decreto 858/2016](#)

En el marco de este mayor impulso a la utilización de los medios electrónicos de pago, es oportuno destacar la modalidad de Pago Electrónico Inmediato (PEI) introducida oportunamente por el BCRA<sup>148</sup>, basada en las transferencias inmediatas de fondos. Entre los instrumentos PEI se encuentra la posibilidad de utilizar la modalidad denominada Punto de venta móvil o POS móvil. Ésta, al conectarse a un teléfono celular o tableta, permite realizar cobros con las mismas tarjetas de débito mediante la utilización de un dispositivo de seguridad para validar transacciones (“dongle”)<sup>149</sup>. Esta modalidad de PEI permite cumplir con la obligación establecida en las normas antes citadas.

Mientras que para el consumidor es indiferente usar cualquiera de ambas alternativas, para el comercio, la operatoria con PEI tiene varias ventajas respecto de la operatoria tradicional, entre ellas, el menor costo y la más rápida disponibilidad de fondos. Estas operaciones tienen una comisión que varía desde 0% (para operaciones de bajo monto) hasta aproximadamente 0,6% (de acuerdo a fuentes del mercado), prácticamente la mitad de la comisión que se cobra por la operatoria tradicional con débito (1,1%<sup>150</sup>). Adicionalmente, el único costo del “dongle” es el de su adquisición inicial, que es más económico que el alquiler del POS tradicional. Más aún, el PEI origina una transferencia de acreditación inmediata y permite al vendedor hacerse rápidamente de la liquidez, mientras que en la operatoria tradicional con tarjeta de débito el comercio debe esperar entre uno y dos días hábiles para su cobro. Finalmente, las operaciones PEI en algunas jurisdicciones no están sujetas a retenciones impositivas, a diferencia de las tradicionales.

Por su parte, las billeteras digitales presentan una marcada tendencia creciente en su acceso. En efecto, la cantidad de billeteras digitales creció un poco más de 73% entre marzo de 2017 y marzo de 2018, alcanzando un total de 3.385.896 unidades (ver Gráfico 4.5). En lo que respecta a su uso, se aprecia una situación similar a la descrita para las tarjetas prepagas, sin embargo, los guarismos para éstas son levemente más favorables, promediando 1,7 operaciones por billetera en forma mensual.

**Gráfico 4.5 | Billeteras digitales**



<sup>148</sup> Comunicaciones “A” [5982](#) y [6043](#). Para más información, ver ediciones de 2016 y 2017 de este [Informe](#).

<sup>149</sup> Los POS móviles no son exclusivos para su utilización en el marco del PEI (transferencias inmediatas mediante tarjetas de débito como tarjetas de acceso), ya que también algunos pueden trabajar como un POS tradicional para recibir pagos con tarjetas. Contemplando a los proveedores de las distintas compañías, ya habría alrededor de 321.000 dispositivos de estas características.

<sup>150</sup> A principios de 2017 el Poder Ejecutivo Nacional propició una gradual reducción de los aranceles máximos en las operaciones mediante tarjetas de débito y crédito. Se suscribió un acuerdo entre los representantes de las tarjetas de crédito y las cámaras que reúnen a los comerciantes, con el objetivo de reducir comisiones (ver [Nota de Prensa de marzo de 2017 del Ministerio de Producción de la Nación](#)). Desde abril de 2017 disminuyó la comisión que se cobra a los comercios por cada transacción, pasando de 1,5% a 1,2% en el caso del débito y de 3% a 2,5% para los pagos con tarjeta de crédito, y a principios de 2018 se ubicaron en 1,1% y 2,35% respectivamente. Según el cronograma establecido, ambas tasas pasarán a 0,8% y 1,8% respectivamente desde 2021.

## Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro	<b>IPMP:</b> Índice de Precios de las Materias Primas
a.: anualizado	<b>IPOM:</b> Informe de Política Monetaria
<b>AFIP:</b> Administración Federal de Ingresos Públicos	<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado
<b>ANSeS:</b> Administración Nacional de la Seguridad Social	<b>LCR:</b> Ratio de Cobertura de Liquidez (siglas en inglés)
<b>APR:</b> activos ponderados por riesgo	<b>LEBAC:</b> Letras del Banco Central (Argentina)
<b>ATM:</b> <i>Automated Teller Machine</i>	<b>LETES:</b> Letras del Tesoro en dólares estadounidenses
<b>BADLAR:</b> <i>Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate</i> (Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días, más de un millón de \$, promedio de entidades)	<b>LFPIF:</b> Línea de Financiamiento para la Producción y la Inclusión Financiera
<b>BCE:</b> Banco Central Europeo	<b>LR:</b> Ratio de Apalancamiento
<b>BCBA:</b> Bolsa de Comercio de Buenos Aires	<b>MAE:</b> Mercado Abierto Electrónico
<b>BCBS:</b> <i>Basel Committee on Banking Supervision</i>	<b>MERCOSUR:</b> Mercado Común del Sur
<b>BCRA:</b> Banco Central de la República Argentina	<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires (índice bursátil de referencia)
<b>BID:</b> Banco Interamericano de Desarrollo	<b>MF:</b> Ministerio de Finanzas
<b>BIS:</b> <i>Bank for International Settlements</i>	<b>MH:</b> Ministerio de Hacienda
<b>BoE:</b> <i>Bank of England</i>	<b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International</i>
<b>BONAD:</b> Bono de la Nación Argentina vinculado al Dólar	<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios
<b>BONAR:</b> Bono de la Nación Argentina en pesos.	<b>OCDE:</b> Organización de Cooperación y Desarrollo Ec.
<b>BONCER:</b> Bonos del Tesoro en pesos con ajuste por CER	<b>ON:</b> Obligaciones negociables
<b>BONTES:</b> Bonos del Tesoro en pesos a tasa fija	<b>OPEP:</b> Organización de Países Exportadores de Petróleo
<b>CABA:</b> Ciudad Autónoma de Buenos Aires	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>CAFCI:</b> Cámara Argentina de FCI	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>Call:</b> Tasa de interés de las operaciones del mercado interfinanciero no garantizado	<b>PEN:</b> Poder Ejecutivo Nacional
<b>CCP:</b> <i>Central Counterparty</i> (Contraparte Central)	<b>PGNME:</b> Posición Global Neta de Moneda Extranjera
<b>CDS:</b> <i>Credit Default Swaps</i>	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>CEMBI:</b> <i>Corporate Emerging Markets Bond Index</i>	<b>PN:</b> Patrimonio Neto
<b>CER:</b> Coeficiente de Estabilización de Referencia	<b>PPM:</b> Plataforma de Pagos Móviles
<b>CNV:</b> Comisión Nacional de Valores	<b>PyMEs:</b> Pequeñas y Medianas Empresas
<b>DEBIN:</b> Medio de pago Débito Inmediato	<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas del Mercado
<b>DPN:</b> Deuda Pública Nacional	<b>ROA:</b> Rentabilidad en términos de los activos
<b>DSIB:</b> <i>Domestic Systemically Important Banks</i>	<b>ROE:</b> Rentabilidad en términos del patrimonio neto
<b>ECAI:</b> <i>External Credit Assessment Institution</i>	<b>ROFEX:</b> <i>Rosario Futures Exchange</i> (Mercado a término de Rosario)
<b>ECB:</b> <i>European Central Bank</i>	<b>RPC:</b> Responsabilidad Patrimonial Computable
<b>ECC:</b> Encuesta de Condiciones Crediticias	<b>S&amp;P:</b> <i>Standard and Poors</i> (Índice de las principales acciones en EEUU por capitalización bursátil)
<b>EEUU:</b> Estados Unidos	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
<b>EFNB:</b> Entidades Financieras No Bancarias	<b>SEFyC:</b> Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias
<b>EMAE:</b> Estimador Mensual de Actividad Económica	<b>SPNF:</b> Sector Público Nacional no Financiero
<b>EMBI+:</b> <i>Emerging Markets Bond Index</i>	<b>TCR:</b> Tipo de cambio real
<b>EPH:</b> Encuesta Permanente de Hogares	<b>TN:</b> Tesoro Nacional
<b>FCI:</b> Fondos Comunes de Inversión	<b>TNA:</b> Tasa Nominal Anual
<b>Fed:</b> Reserva Federal de EEUU	<b>Trim.:</b> Trimestral / Trimestre
<b>Fed Funds:</b> Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EEUU	<b>UCI:</b> Utilización de la Capacidad Instalada
<b>FGS:</b> Fondo de Garantía de Sustentabilidad	<b>UE:</b> Unión Europea
<b>FMI:</b> Fondo Monetario Internacional	<b>US\$:</b> Dólares Americanos
<b>FSB:</b> <i>Financial Stability Board</i>	<b>UVA:</b> Unidad de Valor Adquisitivo
<b>GBA:</b> Gran Buenos Aires (incluye los 24 partidos)	<b>UVI:</b> Unidad de Vivienda
<b>i.a.:</b> Interanual	<b>UVP:</b> Unidades Vinculadas al PIB
<b>IAMC:</b> Instituto Argentino de Mercado de Capitales	<b>Var.:</b> variación
<b>IBIF:</b> Inversión Bruta Interna Fija	<b>VIX:</b> volatilidad del <i>S&amp;P 500</i>
<b>IEF:</b> Informe de Estabilidad Financiera	<b>WTI:</b> <i>West Texas Intermediate</i> .
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	
<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al por Mayor	

Reconquista 266  
(C1003ABF) Buenos Aires  
República Argentina  
[www.bcra.gob.ar](http://www.bcra.gob.ar)



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA