

Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para el año 2015

Diciembre de 2014



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para el año 2015

Diciembre de 2014



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

1) Consideraciones generales

1. De acuerdo a lo establecido en el artículo tercero de su Carta Orgánica, el Banco Central 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. Dicho mandato se entiende en un sentido balanceado, procurando que se cumplan de manera equilibrada los objetivos planteados.

2. Asimismo, el artículo 42 establece que el Banco Central deberá publicar, antes del inicio de cada ejercicio anual, sus objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria.

3. Durante 2015, la política monetaria del Banco Central administrará la liquidez de acuerdo con las necesidades de la economía, incluyendo el adecuado funcionamiento del sistema de pagos y el fomento del ahorro en pesos por parte del público. Para ello se emplearán los diversos instrumentos disponibles, entre los que se cuentan las operaciones con Letras y Notas del Banco Central, la concertación de pases y/o la modificación de los encajes, y la regulación que sea pertinente dentro de las facultades normativas vigentes. Se prestará particular atención a incentivar la participación de los pequeños ahorristas en el segmento en pesos del sistema financiero local.

4. Se mantendrá el régimen de flotación administrada del tipo de cambio. De este modo, el Banco Central continuará interviniendo en el mercado de cambios para reducir la excesiva volatilidad y evitar sus efectos adversos en términos monetarios, financieros y de actividad económica. Se preserva así la flexibilidad necesaria para amortiguar *shocks* de diversa naturaleza que afecten la economía, así como para aminorar la variabilidad de los precios locales.

5. El Banco Central, a través de su política de crédito, contribuirá a vigorizar la inversión, fortalecer el mercado interno y estimular el comercio exterior. En este sentido, profundizará sus políticas de promoción del financiamiento productivo a mediano y largo plazo, con foco en las micro, pequeñas y medianas empresas, aumentando el volumen y reduciendo el costo del crédito para las mismas. A la vez, procurará que los segmentos subatendidos de la población tengan acceso al crédito en condiciones favorables, limitando el costo del financiamiento para las familias. Tales medidas no sólo tienen un sentido de equidad sino que también al alcanzar a sujetos de crédito previamente excluidos del mercado, pero con alta capacidad productiva y potencial de generación de empleo, propenden a una mayor eficiencia social.

6. La normativa prudencial del Banco Central continuará orientada a la estabilidad financiera, avanzando también en la incorporación de las normas internacionales

consensuadas en el G20, y contemplando las características específicas del sistema financiero argentino. La Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) del Banco Central continuará durante 2015 con las tareas de supervisión integral de bancos, compañías financieras, casas y corredores de cambio desplegadas en el último trimestre del año, de manera coordinada y conjunta con los diversos organismos públicos de regulación del sector financiero, con el objetivo de asegurar el cumplimiento acabado de las normas y regulaciones financieras y cambiarias. La SEFyC seguirá reforzando el esquema de fiscalización de las personas físicas y jurídicas que operen en cambios con vistas a prevenir y sancionar los ilícitos en el marco de las competencias que le asigna el régimen penal cambiario. En este sentido, se profundizarán las tareas ya iniciadas de reorganización y renovación de la estructura orgánica y modernización de los procesos y herramientas informáticas.

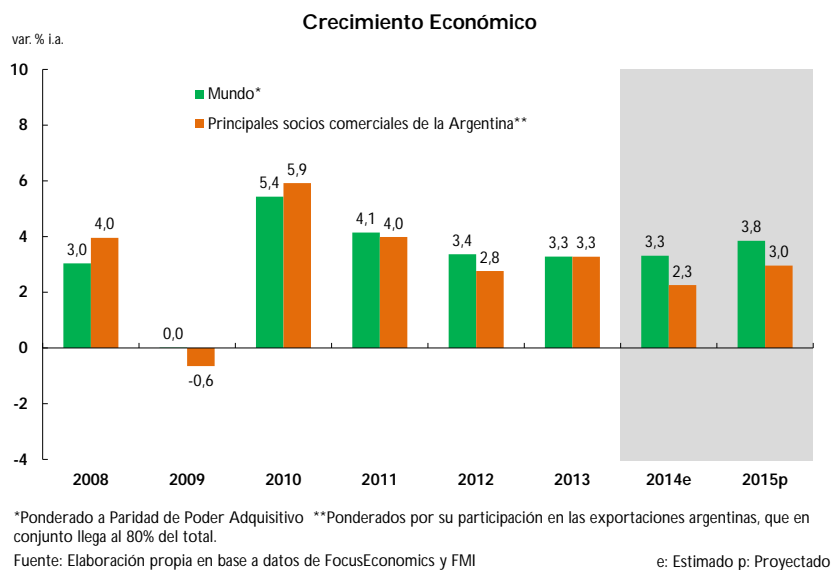
7. El Banco Central continuará promoviendo el ahorro, la mayor bancarización de la población, la ampliación de los servicios financieros en todo nuestro país y el consumo responsable de esos servicios. A través de la educación financiera y la ampliación de derechos a los ciudadanos, se buscará acercar el Banco Central a la comunidad, especialmente en los lugares más relegados económicamente, para generar un sistema bancario y financiero mejor que contribuya al crecimiento con inclusión social. El Banco Central también actuará para mejorar la eficiencia, accesibilidad, confiabilidad y estadísticas de los sistemas de pago.

8. A continuación, este documento incluye una breve descripción del contexto económico internacional y local contemplado para 2015, y a continuación se exponen los objetivos y planes respecto del desarrollo de las políticas financiera, crediticia, cambiaria y monetaria, en el orden enunciado.

2) Contexto macroeconómico internacional y local

9. Para 2015 se estima una expansión del nivel de actividad global de 3,8%, superando en 0,5 puntos porcentuales (p.p.) el crecimiento previsto para 2014. Los países avanzados explicarían en mayor medida la aceleración de la expansión económica. En tanto, los países emergentes continuarán registrando un mayor dinamismo que los desarrollados (5,0%).

¹ Correspondiente a la estimación de octubre pasado del Fondo Monetario Internacional (FMI). Según el organismo, el crecimiento mundial de 2015 podría incluso ser superior dado que calculó que la reducción del precio del petróleo tendría un impacto positivo sobre la expansión económica global de entre 0,3 p.p. y 0,7 p.p.



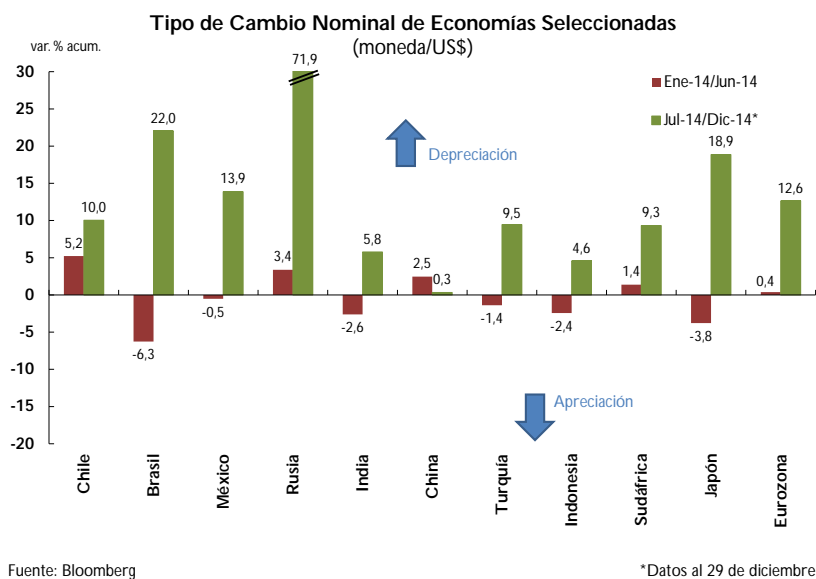
10. Los principales socios comerciales de Argentina crecerían 3,0% en 2015, a un ritmo superior al de 2014. Entre los que más contribuirían a la mayor expansión se encuentran Brasil (+1,4%, luego de registrar en 2014 un nivel de actividad similar al del año previo) y Chile (+3,4%; 1,3 p.p. por sobre el año que cierra), mientras que China se desaceleraría (+7,2% vs. +7,4% en 2014). Los Estados Unidos volverían a evidenciar un mejor desempeño en relación a otros países avanzados al preverse una expansión para esta economía de 3,0%, mientras que para la zona del Euro se proyecta cierta recuperación económica, con el crecimiento manteniéndose acotado en torno a 1%.

11. Frente a la previsión de un mejor desempeño económico relativo de los Estados Unidos en relación a otros países avanzados, se estima que se mantendrán o incluso profundizarán las divergencias en los accionares de los bancos centrales durante 2015. Mientras que de la lectura del mercado surge que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) podría iniciar el ciclo alcista de su tasa de interés de referencia durante 2015, no se descartan nuevas medidas monetarias expansivas por parte del Banco de Japón y del Banco Central Europeo ante el bajo ritmo de crecimiento económico y acotados niveles de inflación en estas regiones. No obstante, aún ante el inicio del ciclo contractivo de la política monetaria de la Fed, se espera que se mantenga el escenario de bajas tasas de interés internacionales a lo largo de 2015².

12. Se calcula que los diferentes sesgos de política monetaria entre las economías avanzadas den lugar a una apreciación generalizada del dólar norteamericano, manteniendo la tendencia observada desde mediados de 2014. Así, de acuerdo con estimaciones del mercado, el real volvería a depreciarse respecto del dólar, luego de una depreciación durante 2014 en torno a 13%, aunque a una tasa menor. Por

² Según proyecciones de mercado, la tasa de interés de referencia de la Fed se ubicaría en torno a 1% a fines de 2015.

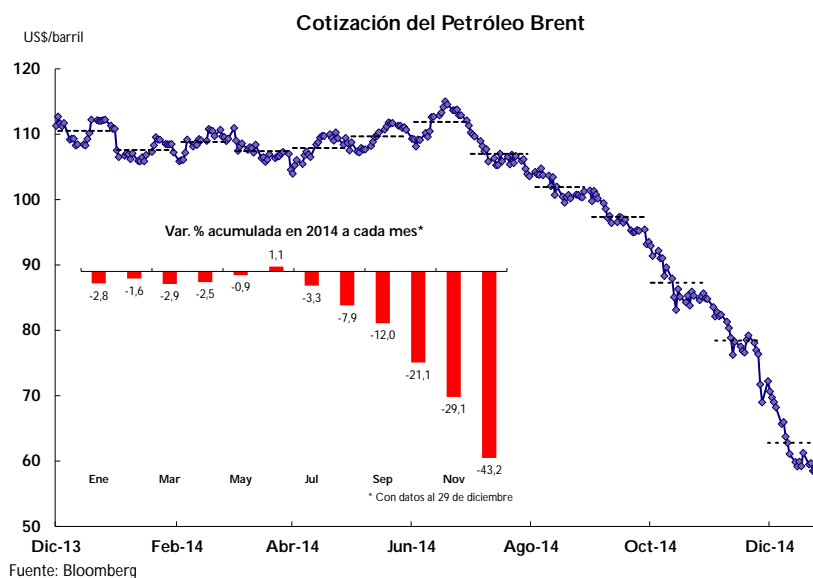
su parte, en 2015 el euro se desvalorizaría aproximadamente 3% respecto del dólar estadounidense.



13. Las cotizaciones internacionales de los productos primarios tenderán a sostenerse en sus valores de cierre de 2014, implicando una baja interanual (i.a.) para el promedio de 2015. Entre los factores que presionarían a la baja, comunes a todos los productos, se destaca la significativa disminución del precio del petróleo que tuvo lugar en los meses recientes y que, por su uso como insumo productivo, imprime un sesgo contractivo sobre la generalidad de los precios. También la apreciación del dólar volverá a influir en la reducción del valor de las materias primas expresado en dicha moneda.

14. Entre los determinantes propios de cada mercado, los precios de las materias primas industriales se mantendrían en niveles similares a los de fines de 2014, luego de la caída en lo que va del año (con datos a noviembre), de 7% para los metales y minerales, y de 26% para los energéticos. Esta trayectoria se fundamenta en la sobreoferta originada en un aumento en la producción, y en la débil demanda por estos productos debido a la desaceleración económica de grandes países consumidores (como Japón, China o India). Dentro del grupo de los productos primarios energéticos, la cotización de la variedad Brent de petróleo crudo se redujo en lo que va del año un 40%, ubicándose a fines de diciembre en torno a US\$60/barril, el mínimo desde 2009. Las bajas tasa de interés internacionales, la apreciación del dólar y la llamada “financiarización” (inversión en materias primas con fines especulativos) son determinantes claves del precio del petróleo al igual que de otros *commodities*. En el caso particular del crudo se sumó la creciente producción en los Estados Unidos de hidrocarburos no convencionales y la normalización de la actividad en algunos países, como Libia e Irán, tras las interrupciones en el suministro originadas en conflictos geopolíticos. La tendencia decreciente en la cotización del petróleo iniciada en junio se

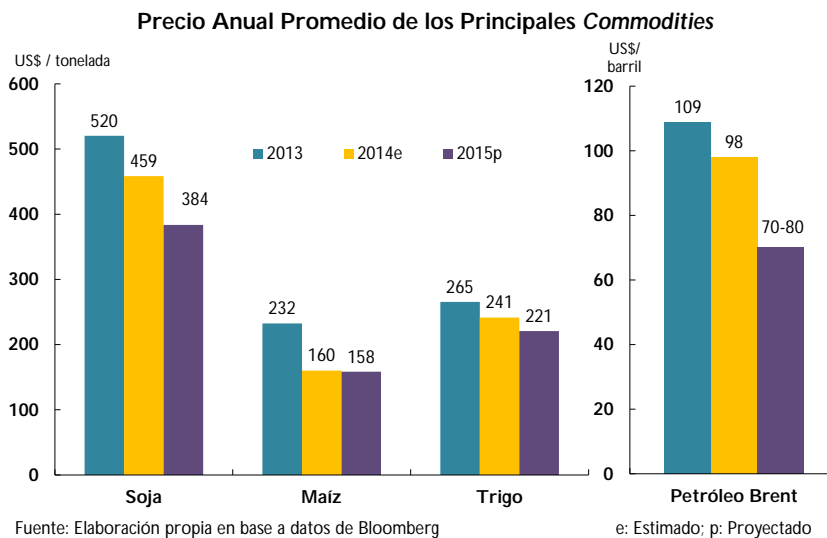
profundizó aún más luego de la reunión de los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) del 27 noviembre, en la que no se decidió recortar la producción³.



15. En cuanto a los precios internacionales de los principales productos agrícolas de exportación de Argentina, se prevé una disminución interanual en los valores promedio de 2015 en relación a los registros del año previo. Se estima que esta reducción sea de aproximadamente 16% i.a. en el caso de la soja, valor equivalente a US\$384 por tonelada (tn.), y de 9% i.a. en el precio del trigo, previéndose un precio promedio de US\$221 por tn. En tanto, la cotización del maíz resultaría similar a la de 2014 (US\$158 por tn.)⁴. Esta trayectoria para los precios internacionales se fundamenta en la abundante oferta prevista de granos para la cosecha 2014/2015 dadas las favorables condiciones climáticas para el desarrollo de los cultivos que se registraron en las principales zonas de producción mundial. De todas maneras, debido a que la siembra gruesa sudamericana está aún en desarrollo, y considerando la participación de Brasil y Argentina en la oferta global de soja y maíz, no se descarta una modificación en el escenario ante eventuales cambios climáticos que pudieran alterar los rindes de producción de la región. Si esto sucediera, las cotizaciones internacionales de estos productos se verían afectadas, generando un efecto similar sobre el precio del trigo debido a la elevada correlación que mantiene con el valor del maíz.

³ Los miembros del cartel exportador de crudo privilegiaron no ceder cuotas de mercado frente al avance de la producción norteamericana y sostuvieron que el precio se estabilizará por los mecanismos de mercado, en tanto que estimaron que una reducción eventual de la producción podría resultar ineficaz para afectar el precio de ser compensada por otros productores de países no miembros de la OPEP.

⁴ Las cotizaciones de soja y maíz corresponden al mercado de Chicago, mientras que la del trigo al mercado de Kansas.

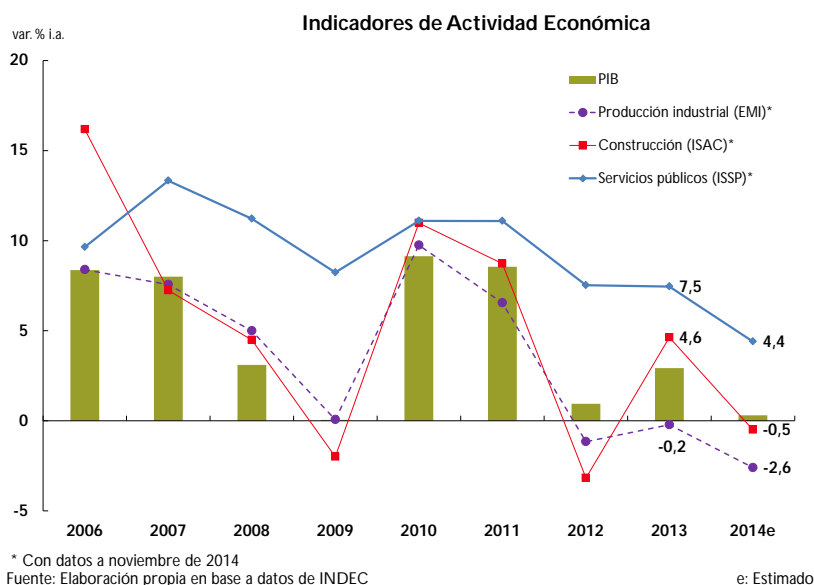


16. Detrás de este escenario internacional prevalecen tres factores principales que podrían afectar el crecimiento previsto. Por un lado, la posibilidad de que se registre un menor nivel de actividad en los países de la región. Por otro lado, las divergentes trayectorias de las políticas monetarias aplicadas en las principales naciones podrían generar ciertos focos de tensión financiera a nivel global; y la velocidad de reversión del sesgo de la política monetaria estadounidense que, si implicase un aumento en la tasa de interés, podría afectar la recuperación de las aún debilitadas economías avanzadas, así como el desenvolvimiento de los países en desarrollo. El efecto resultaría mayor si se toma en consideración la posible desaceleración de economías emergentes de gran porte. Finalmente, si bien la reducción del precio del petróleo tendría un efecto neto positivo sobre la actividad económica global, factores puntuales que afecten de manera importante a dicha cotización, como decisiones de los países miembros de la OPEP o conflictos geopolíticos, tenderían a aumentar la volatilidad financiera internacional.

17. El escenario macroeconómico local de 2015 se relaciona con: el contexto internacional antes descrito; las estimaciones contempladas en el mensaje de elevación del Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2015; y la trayectoria de las principales variables económicas conocidas al momento de la elaboración del presente documento. Sobre esta base se realizan supuestos adicionales, entre los que se puede mencionar la estimación de la producción agrícola del ciclo 2014/15, de la que se dispone de información parcial difundida por el Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca (MinAGyP).

18. En 2014 la producción de bienes y servicios cerraría en niveles similares a los de 2013. El menor dinamismo de la actividad económica se explicó por la caída de la demanda externa —principalmente la proveniente de Brasil— y el desempeño del gasto interno. Por el lado de la oferta, tanto la industria como la construcción disminuyeron sus niveles de actividad, al tiempo que los servicios mostraron un

impulso positivo pero decreciente, en línea con la evolución de la producción de bienes.

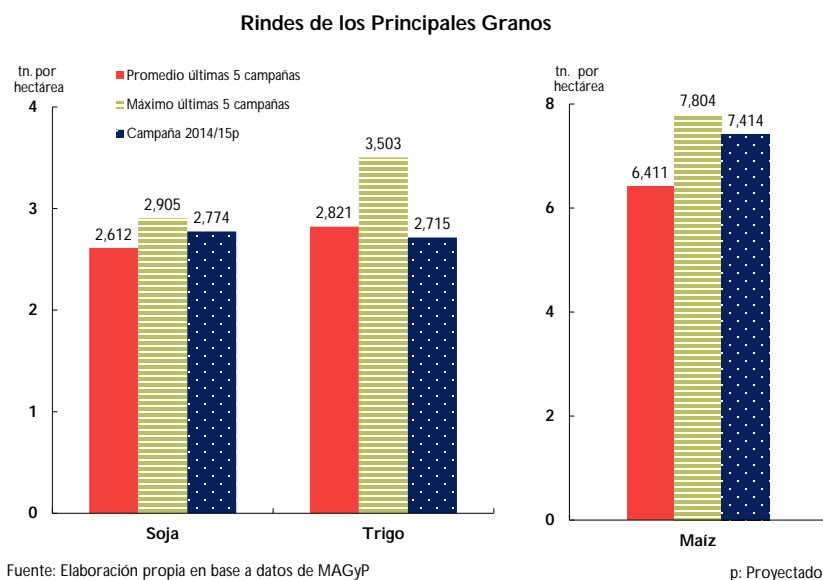
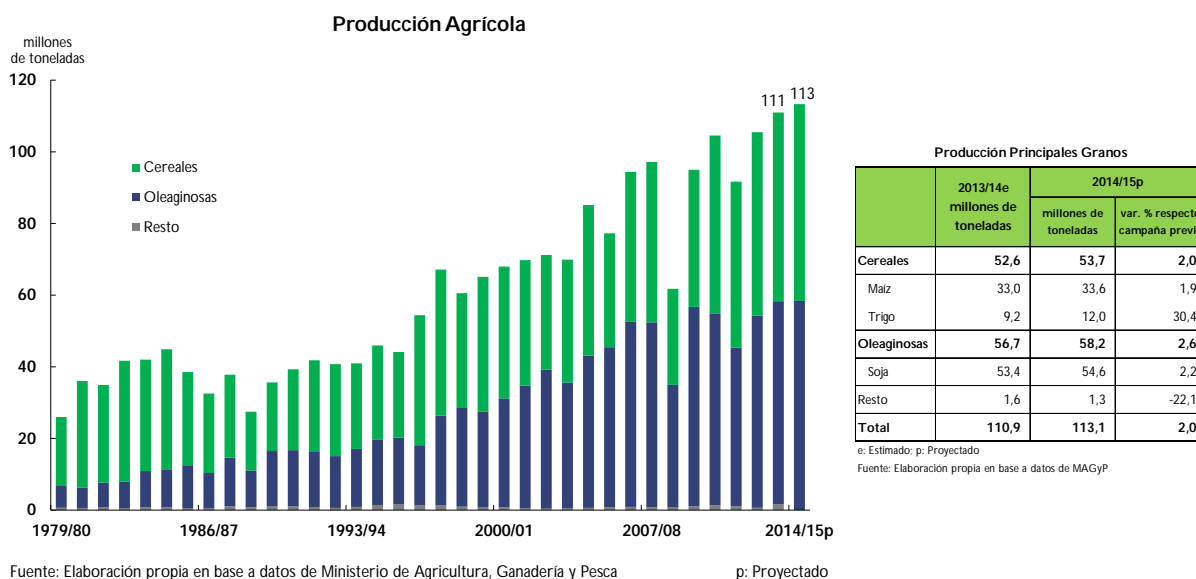


19. Para elaborar los planes y objetivos de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria de 2015 se trabajó con un escenario consistente con el del Presupuesto Nacional 2015. El mismo prevé una recuperación en la producción de bienes y servicios, en la que confluirían: un mayor dinamismo del gasto interno basado en políticas públicas tendientes a alentar la inversión y mejorar la distribución del ingreso, una recuperación del consumo privado y la mejora de la actividad económica de nuestros socios comerciales.

20. Por el lado de la oferta, se estima que la construcción y la industria incrementarán su nivel de actividad: la primera, dado el mayor gasto de capital público y privado —este último a partir de la continuidad del Programa de Crédito Argentino (PRO.CRE.AR)—; y la segunda, será apuntalada fundamentalmente por la mayor demanda interna, en un marco en el que la demanda del resto del mundo dejaría de caer. Se prevé además un crecimiento del sector agropecuario, principalmente a partir del incremento de la cosecha. Los sectores proveedores de servicios acompañarían la mayor producción de bienes, previéndose un repunte del comercio, el transporte, las comunicaciones, la intermediación financiera y las actividades relacionadas con el turismo.

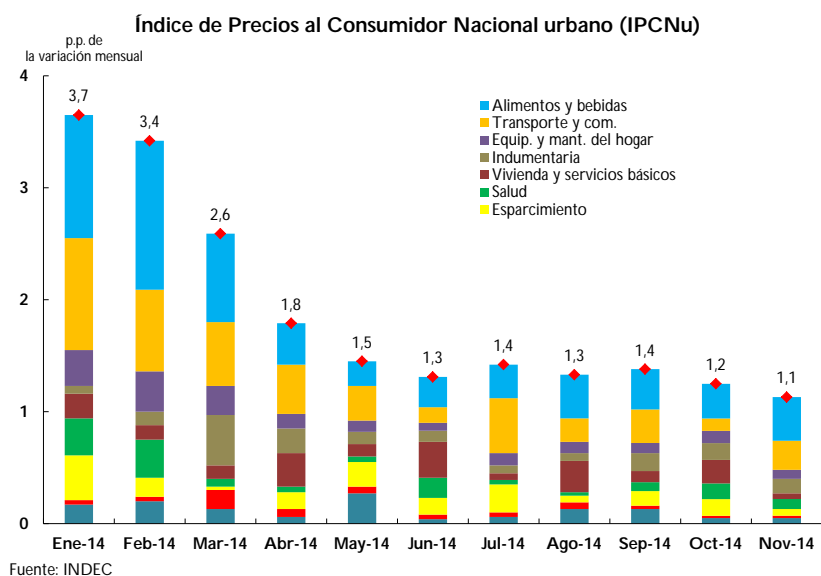
21. En cuanto a la producción agrícola, partiendo de la información parcial difundida por el MinAGyP, se calcula un crecimiento de 2% de la cosecha 2014/15 en comparación con el ciclo previo hasta alcanzar un récord histórico de 113,1 millones de tn. La producción de trigo se estima en 12 millones de tn., lo que implica un incremento del 30,4% en relación a los niveles recolectados en la campaña 2013/14. Este volumen es producto de un aumento del 26% de la superficie cultivada con el cereal, a 4,6 millones de hectáreas —tras ubicarse en

mínimos históricos—, y de una suba de los rindes en torno al 3%. La cosecha de soja se proyecta en 54,6 millones de tn. (+2,2%), producto de un área sembrada de 20,13 millones de hectáreas (+2,1%), según lo informado por el MinAGyP, y rindes previstos en 2,8 tn. por hectárea, similares a los obtenidos en campañas recientes con condiciones climáticas favorables. Finalmente, para el maíz la cosecha se proyecta en 33,6 millones de tn. (+1,9%), con una superficie implantada con el cereal prevista en 5,6 millones de hectáreas (-9,2%), y rindes cercanos a 7,4 tn. por hectárea, superiores a los de la campaña anterior.



22. En lo que respecta a la inflación, el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU) registró a lo largo del año una persistente disminución en la tasa de aumento mensual. Entre los factores que incidieron en la desaceleración se encuentran la política macroeconómica y los acuerdos de precios. En los primeros once meses del año, el IPCNU arrojó una variación de 22,7%, mayormente debido a la suba de los precios de los Alimentos y bebidas y de Transporte y

comunicaciones. Cabe mencionar que para el IPCNu, la tasa mensual anualizada del promedio móvil de 6 meses se ubicó en torno a 17% a noviembre de 2014. Por su parte, el Índice de Precios Implícitos del Producto (IPI) se elevó 27,6% i.a. entre enero y septiembre de 2014, +9 p.p. i.a. en relación al mismo período de 2013, influenciado por el efecto del tipo de cambio nominal sobre el valor en pesos de los bienes comercializados con el exterior.

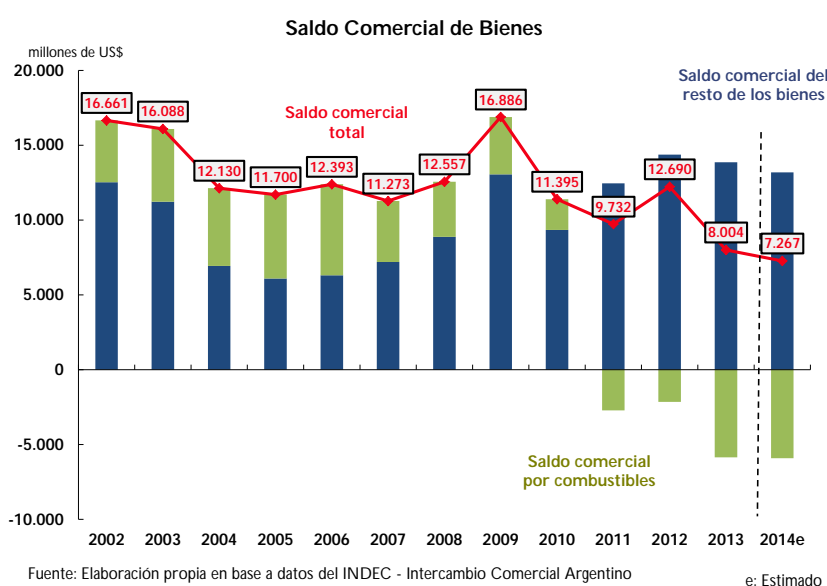


23. En 2015 la tasa de inflación continuará desacelerándose, luego de cerrar con un alza, medida por el IPCNu, cercana al 24% i.a. en diciembre de 2014. Influirán en esta dinámica la política monetaria, la menor volatilidad cambiaria y el estímulo crediticio promovido por este Banco Central destinado a ampliar la oferta de bienes y servicios; la continuidad del Plan de Precios Cuidados implementado por la Secretaría de Comercio; y la caída estimada en los precios internacionales de las materias primas y de los insumos industriales.

24. En el sector externo, las exportaciones finalizarían el año 2014 con una retracción de 10% i.a., reflejando principalmente los menores volúmenes comercializados (-9% i.a.) a causa de la desaceleración de la economía global. Este desempeño se explica por una disminución de las ventas externas en todos los rubros, con excepción de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), que se habrían mantenido relativamente estables en su comparación interanual. El deterioro estuvo concentrado en las ventas de los Productos Primarios (PP), que finalizarían el año con una baja de casi 20% i.a. Le seguiría en importancia la merma en las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), estimada en torno a 13% i.a. en todo 2014. En su desempeño influyeron fundamentalmente los menores envíos de Material de transporte terrestre afectados por la contracción de la demanda de Brasil. Por último, las ventas externas de Combustibles finalizarían 2014 con una caída cercana a 14% i.a.

25. Las importaciones de bienes también verificarían una baja en 2014 (-10% i.a.), reflejando las menores cantidades adquiridas. A fin de 2014, todos los usos de dichas importaciones habrán disminuido en relación a 2013, con excepción de los Bienes de capital. Las compras de Piezas y accesorios para bienes de capital (-21% i.a.) y de Vehículos automotores de pasajeros (con una baja por encima de 40% i.a.) fueron las que mayor incidencia tuvieron en el desempeño de las importaciones en general.

26. El saldo comercial acumularía en todo 2014 un superávit en torno a los US\$7.000 millones, en un marco donde la merma de las exportaciones superaría a la de las importaciones.



27. Para 2015 se prevé que el superávit comercial vuelva a registrar un saldo positivo, algo menor a los niveles de 2014. Tanto la evolución de las exportaciones como de las importaciones reflejarían la caída de los precios internacionales de las materias primas, contrarrestadas, al menos en parte, por el aumento en las cantidades comercializadas.

28. Se espera un incremento de los volúmenes de exportaciones de PP y sus manufacturas. Ello obedece al alza proyectada para la producción agrícola de la campaña 2014/15 y a la previsión de mayores ventas por parte de los productores en proporción a la cosecha gruesa respecto de lo evidenciado los dos años previos. En tanto, el escenario supone una recuperación de los envíos de MOI a Brasil asociada a la mejora en el desempeño económico de dicho país, al tiempo que se prevé una nueva disminución de las ventas externas de Combustibles.

29. Por su parte, los volúmenes importados cobrarán dinamismo, en línea con el nivel de actividad local, mientras que se prevé una disminución del precio de las compras externas a partir de la caída del precio del crudo y de los insumos

industriales. El escenario supone que las compras al exterior se concentrarán principalmente en insumos para la producción local y la inversión.

3) Objetivos y planes del Banco Central para 2015

3.1) Política Financiera

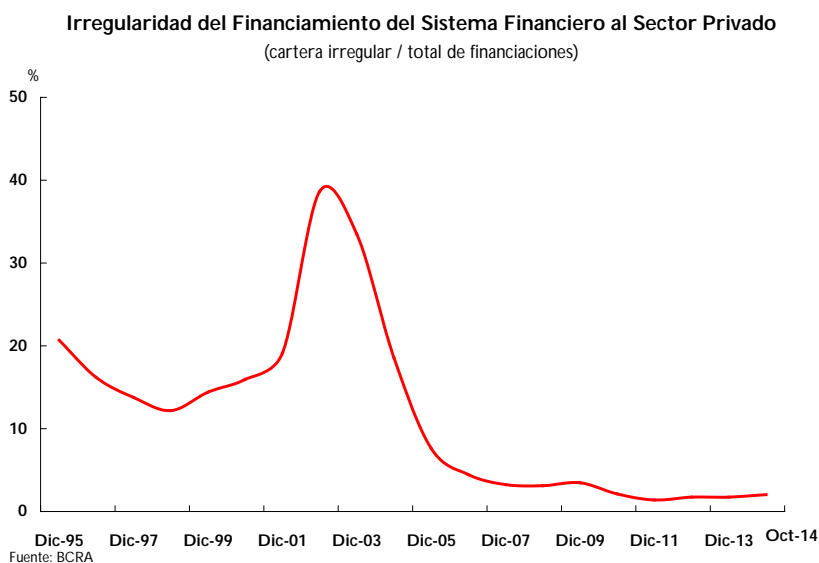
30. En el marco de los objetivos establecidos en la Carta Orgánica, en 2014 el Banco Central introdujo un conjunto de modificaciones referidas a la política financiera, destacándose las siguientes.

- a. Incentivos para fomentar el ahorro en el sistema financiero local, tanto en moneda nacional como extranjera.
- b. Estímulos al financiamiento bancario en condiciones más favorables a las familias y a las micro, pequeñas y medianas empresas (MiPyMEs; para mayor detalle ver sección “Política crediticia”).
- c. Mayor protección a los usuarios de los servicios financieros, y ampliación de la cobertura de los depositantes. En particular, desde mediados de junio las entidades financieras y las emisoras no financieras de tarjetas de crédito deben contar con autorización previa del Banco Central para incrementar comisiones y/o cargos de los productos y servicios financieros definidos como básicos, principalmente canalizados a las familias. A partir de diciembre, esta regulación se extendió a las comisiones de todos los productos y servicios financieros —incluyendo los no básicos— provistos por las entidades a ese segmento.
- d. Incentivos para ampliar los niveles de bancarización en las regiones y estratos socioeconómicos relativamente menos cubiertos.
- e. Avances en la convergencia a las recomendaciones y estándares internacionales, en particular: 1) introducción de regímenes informativos vinculados al coeficiente de cobertura de liquidez y el coeficiente de apalancamiento; 2) avances en términos de las normas internacionales de información financiera —NIIF—; 3) marco de identificación de las entidades sistémicamente importantes a nivel local; 4) reducción de la dependencia de las agencias calificadoras de riesgo; y 5) avances en la autoevaluación del grado de cumplimiento de los principios definidos por el BIS respecto del funcionamiento de los sistemas de pagos y valores.
- f. Nuevos límites al riesgo de moneda extranjera que pueden asumir los bancos, contribuyendo a disminuir la volatilidad en el mercado cambiario.

31. En 2014 el sistema financiero mantuvo una acotada exposición al conjunto de riesgos propios de la actividad, al tiempo que se ampliaron las coberturas

disponibles para hacer frente a eventuales materializaciones de los mismos. En particular, los niveles de liquidez y solvencia registraron aumentos — consolidándose en valores relativamente altos—, en un contexto de moderación del crecimiento de la intermediación financiera a lo largo del año.

32. En 2014 se redujo levemente la exposición del agregado de las entidades al riesgo de crédito del sector privado. La morosidad de la cartera de créditos se mantiene en un nivel bajo tanto en términos históricos como comparado con otras economías de la región y del mundo (2% de las financiaciones totales al sector privado). La irregularidad de la cartera presentó un aumento de sólo 0,3 p.p. en el año, asociado fundamentalmente al financiamiento a las familias. Para el conjunto de las entidades, el saldo de las provisiones continuó por encima del valor de la cartera de préstamos en situación irregular. La solidez del sistema financiero frente a este riesgo es en parte el reflejo de la capacidad de pago de los sujetos de crédito, la que resulta sostenida por los moderados niveles de endeudamiento y de carga financiera.

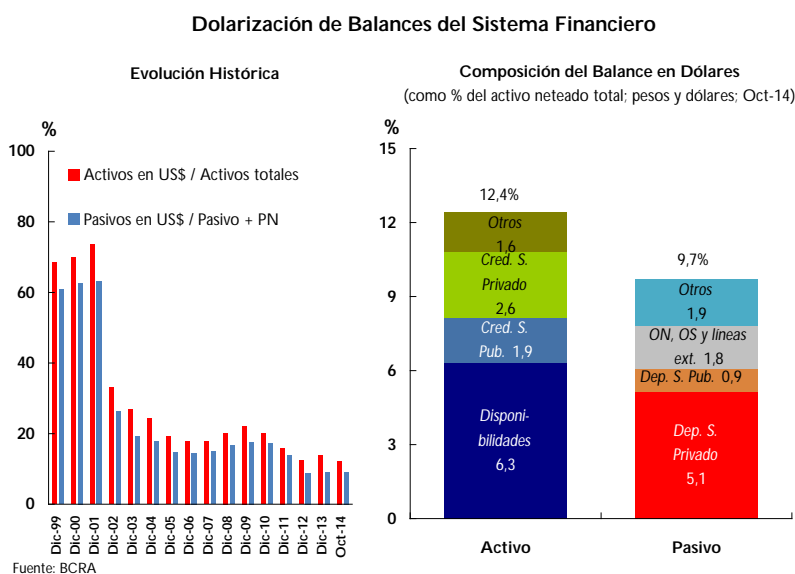


33. A octubre de 2014 el financiamiento del sistema financiero al sector público representó 9,1% del activo total, 0,3 p.p. menos que en el cierre de 2013. Por su parte, los depósitos del sector público alcanzaron a explicar 18,1% del fondeo total —pasivo y patrimonio neto— del sistema financiero a igual fecha. Así, el conjunto de entidades financieras siguió evidenciando una posición neta deudora frente al sector público, en un monto que equivale a 9,1% del activo total bancario.

34. En el año hubo una ligera disminución de la exposición del sistema financiero al riesgo de liquidez, observándose en el período una reducción tanto de la concentración de depósitos como de la participación de los pasivos de corto plazo en el fondeo bancario total. El ratio de cobertura de los pasivos de corto plazo con

activos líquidos aumentó hasta alcanzar 48,7% a septiembre de 2014, a partir principalmente del incremento en las tenencias de LEBAC.

35. Como resultado de las medidas macroprudenciales implementadas por el Banco Central, la exposición del sistema financiero al riesgo (descalce) de moneda extranjera disminuyó significativamente a lo largo de 2014, en un marco de baja dolarización de balances. El saldo de las disponibilidades en moneda extranjera excede a la totalidad de los depósitos en igual moneda. Permanece acotado el riesgo de crédito derivado de eventuales fluctuaciones cambiarias, en tanto la normativa prudencial limita la posibilidad de descalce de moneda en el balance del deudor.



36. Producto de la rentabilidad obtenida en el período, el grado de solvencia del sistema financiero a nivel agregado aumentó durante 2014. El nivel de apalancamiento del sector se redujo a partir del mayor crecimiento del patrimonio neto respecto del activo total. La integración de capital regulatorio de las entidades representó 14,8% del total de los activos ponderados por riesgo (APR) en octubre, aumentando 1,2 p.p. con respecto al cierre de 2013. Más de 90% de dicha integración se compone del capital con mayor capacidad para absorber pérdidas eventuales (capital de Nivel 1⁵).

⁵ Patrimonio neto básico (capital ordinario y adicional), neto de las cuentas deducibles.

Indicadores de Solidez del Sistema Financiero

En %	1998 Diciembre	2003 Diciembre	2012 Diciembre	2013 Diciembre	2014 Octubre
Liquidez					
.. (Activos líquidos + Tenencia de Lebac y Nobac) / Depósitos totales	23	29	39	39	44
Riesgo de Crédito del sector privado					
.. Crédito / Activo neteado	58	18	51	52	49
.. Irregularidad de la cartera	16,2	33,5	1,7	1,7	2,0
.. Previsiones/ Cartera irregular	62	79	141	148	140
Riesgo de moneda					
.. (Activo en ME-Pasivo en ME + Compras netas a término de ME sin entrega de subyacente) / RPC	83	72	43	71	25
.. Préstamos en ME al s. priv. / Préstamos totales al s. priv.	63	7	7	5	6
Pasivos					
.. Depósitos totales / Pasivos	61	58	85	85	83
.. ON, OS y líneas de crédito del exterior / Pasivos	12,1	10,2	2,4	2,7	3,2
.. Redescuentos y financ. del BCRA / Pasivos totales	0,0	13,0	0,5	0,5	0,4
Solvencia					
.. Integración de capital / Activos ponderados por riesgo	-	-	-	13,6	14,8
.. Integración de capital / Activos ponderados por riesgo de crédito	20,3	14,5	17,1	-	-
.. ROE (acumulado 12 meses)	3,9	-22,7	25,7	29,5	35,5
.. Activos / PN	8,6	9,9	9,0	8,6	7,8

37. En el año siguió mejorando la infraestructura bancaria para la provisión de servicios financieros. A lo largo de 2014 la cantidad de sucursales bancarias se amplió en 51 unidades (+1,2%), alcanzando 4.394 en diciembre. Adicionalmente, se incrementó la cantidad de cajeros automáticos y terminales de autoservicio en 1.076 unidades desde enero de 2014 (+6%), totalizando 18.871 en todo el país en el cierre del año.

38. Durante 2015 el Banco Central continuará promoviendo la estabilidad financiera. Sobre la base de las condiciones actuales del sistema financiero —exposiciones acotadas a los riesgos asumidos y adecuados márgenes de cobertura— se seguirá impulsando la profundización y federalización de la intermediación financiera, propiciando una mayor interrelación con el mercado de capitales y el sector productivo de la economía, haciendo especial énfasis en el financiamiento a las MiPyMEs (ver sección siguiente “Política Crediticia”).

39. El Banco Central participa en las reuniones de los principales organismos donde se elaboran las regulaciones financieras internacionales: el G20, el Foro de Estabilidad Financiera y el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria. Durante el próximo año se continuarán implementando los cambios regulatorios consensuados en el marco de dichas instituciones, contemplando las características específicas de un sistema financiero que aún presenta reducidas dimensiones y baja sofisticación, como es el caso argentino. En particular, se analizará la implementación del coeficiente de cobertura de liquidez como relación técnica, que procura asegurar que las entidades financieras cuenten con suficientes activos líquidos de alta calidad y de libre disponibilidad para superar un episodio de estrés significativo —contemplando factores de riesgo, idiosincrásicos y sistémicos— durante treinta días corridos. Por otra parte, se

continuará avanzando en el diseño local del coeficiente de apalancamiento. Asimismo, el Banco Central terminará de calibrar la metodología para identificar las entidades financieras sistémicamente importantes a nivel local, y determinará la exigencia de capital adicional a aplicar, promoviendo así a una mayor fortaleza del sistema financiero.

40. En el próximo año se buscará divulgar una guía para la gestión de riesgos asociados a la liquidación de las operaciones de cambio, que contempla directrices para las entidades referidas tanto al marco general para su control como en particular a la administración de los riesgos de principal, de costo de reposición, de liquidez, operacional, legal y a la evaluación del capital necesario para afrontarlos.

41. Durante 2015 la SEFyC continuará con las tareas de supervisión integral de bancos, compañías financieras, casas y corredores de cambio desplegadas en el último trimestre del año, de manera coordinada y conjunta con los diversos organismos públicos de regulación del sector financiero, con el objetivo de asegurar el cumplimiento acabado de las normas y regulaciones financieras y cambiarias. La SEFyC seguirá reforzando el esquema de fiscalización de las personas físicas y jurídicas que operen en cambios con vistas a prevenir y sancionar los ilícitos en el marco de las competencias que le asigna el régimen penal cambiario. En este sentido, se profundizarán las tareas ya iniciadas de reorganización y renovación de la estructura orgánica y modernización de los procesos y herramientas informáticas.

42. Además, en cumplimiento del artículo 42° de la Constitución Nacional donde se promueve la defensa de los derechos de los consumidores, la protección de sus intereses económicos, el acceso a información veraz y a condiciones de trato equitativo y digno, durante 2015 el Banco Central promoverá el acceso universal a los servicios financieros y la protección de los usuarios de esos servicios. Para ello dispondrá de herramientas que garanticen la correcta prestación de servicios por parte de los bancos, y favorezcan la inclusión financiera de aquellos sin acceso a estos recursos.

43. A través de su Programa de Alfabetización Económica y Financiera (PAEF)⁶, buscará generar conciencia en la población sobre la importancia de la bancarización y la toma de decisiones económicas y financieras responsables, a fin de alinear el bienestar individual con el desarrollo social de la comunidad.

44. El Banco Central garantizará el cumplimiento por parte de los bancos de las normas que protegen los usuarios del sistema financiero, debido a la asimetría en el ejercicio de sus derechos y en el acceso a la información. A través de su

⁶ Declarado de interés educativo por el Ministerio de Educación de la Nación (Res. 320/07).

servicio de Protección al Usuario de Servicios Financieros⁷, el Banco brindará información sobre derechos al consumidor, asesorará sobre productos y servicios bancarios y recibirá denuncias. También difundirá información útil con el propósito de facilitar una mejor comprensión de los derechos que le asisten al usuario, promoviendo el consumo racional y responsable de los servicios bancarios. De igual forma, promoverá políticas de transparencia y la emisión de normas que aseguren una relación equitativa entre el usuario y las entidades financieras.

45. Con el objetivo de acercar servicios y productos financieros básicos a aquellos sectores de la población que residen en localidades donde no hay bancos, el Banco Central promoverá la celebración de convenios para operar por cuenta y orden de las distintas entidades financieras, utilizando la red de sucursales del Correo Argentino. De esta forma, se podrán efectuar depósitos, operaciones de créditos y otros trámites en lugares relegados, tanto por cuestiones geográficas como económicas, logrando la inclusión financiera de estos segmentos de la población. Así, con la regulación del Banco Central y gracias a la capilaridad de las sucursales del Correo Argentino, se podrá bancarizar a una población sin acceso a los bancos ni a los beneficios de operar dentro del sistema financiero.

46. Se continuarán impulsando medidas tendientes a lograr un mayor grado de seguridad, agilidad, eficiencia y bancarización de las operaciones del Sistema de Pagos. En función del avance realizado en la autoevaluación del grado de cumplimiento de los principios internacionales definidos por el Comité de Pagos y Sistemas de Liquidación del Banco Internacional de Pagos (BIS), durante 2015 se analizarán los cambios o ajustes normativos necesarios a fin de un efectivo cumplimiento de los mismos.

3.2) Política crediticia

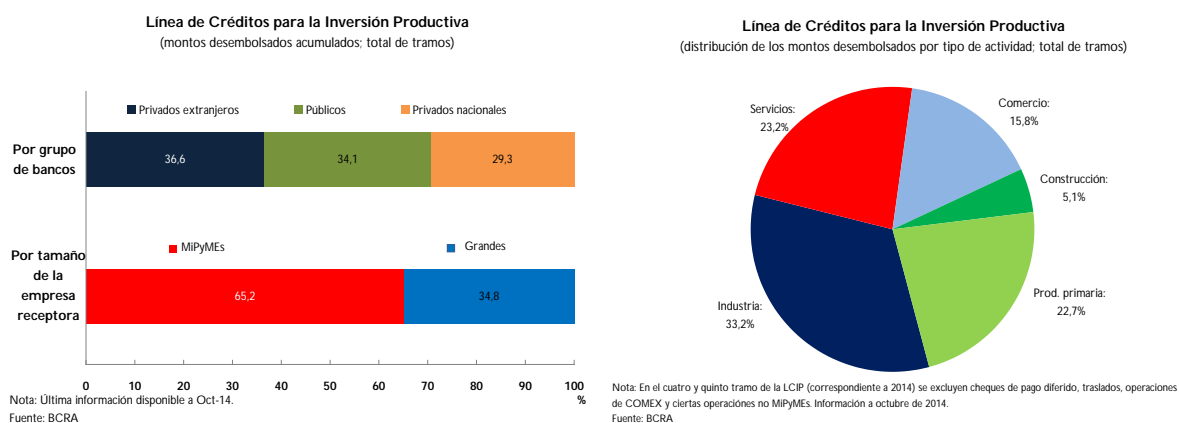
47. De acuerdo a lo establecido en el inciso b) del artículo cuarto de su Carta Orgánica, el Banco Central tiene la facultad de regular y orientar el crédito. En los últimos años, su política de crédito se ha destinado a promocionar el financiamiento a la producción y la inversión productiva, y de esta forma, se ha convertido en una herramienta fundamental para vigorizar el proceso de inversión, y fortalecer el mercado interno, brindando soporte al crecimiento. Se ha focalizado el accionar en el crédito productivo, de largo plazo y con especial atención a las MiPyMEs.

48. La principal línea de acción para impulsar el financiamiento a la producción fue el establecimiento, en julio de 2012, de la “Línea de Créditos para la Inversión

⁷ Contenidos disponibles en <http://www.clientebancario.gov.ar/>

Productiva” (LCIP), a través de la cual se dispuso que las veinte mayores entidades financieras del sistema y aquellas que son agentes financieros del Estado en todos sus niveles de gobierno⁸ deban destinar, como mínimo, una suma equivalente al 5% de sus depósitos en pesos del sector privado a financiar la compra de bienes de capital o la construcción de instalaciones productivas. Además, la mitad del cupo debía ser otorgado a MiPyMEs. Debido a su impacto positivo sobre el crédito al sector productivo, se establecieron nuevos cupos en 2013 y 2014. Para este último año se enfatizó que los préstamos fueran destinados a MiPyMEs a un plazo mínimo de 36 meses, estableciéndose para ese período una tasa de interés fija máxima de 17,50% para el primer semestre y de 19,50% para el segundo semestre. No obstante, se contemplaron otros destinos permitidos, dentro de ciertos límites, que incluyen el financiamiento de capital de trabajo a MiPyMEs y préstamos hipotecarios a las familias, entre otros⁹.

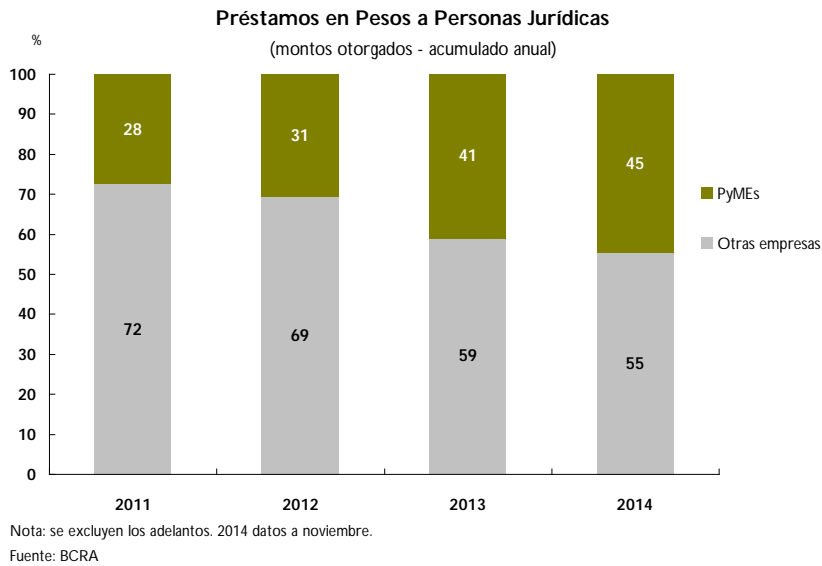
49. De acuerdo a datos preliminares, e incluyendo información parcial del quinto tramo de la LCIP, correspondiente al segundo semestre de 2014, desde el momento del lanzamiento de la LCIP y hasta septiembre de 2014 se habrían acordado préstamos por aproximadamente \$108.000 millones, de los cuales alrededor del 65% habrían sido asignado a MiPyMEs. Los principales sectores que se beneficiaron con esta línea de financiamiento a lo largo de su vigencia fueron la industria, los servicios y el sector agropecuario.



50. El impacto positivo de la LCIP se reflejó en la creciente participación de las financiaciones otorgadas a MiPyMEs dentro de los préstamos a empresas. Al considerar el flujo de nuevos préstamos en pesos otorgados a las personas jurídicas, se comprueba que las empresas de menor tamaño relativo recibieron el 45% de los fondos en lo que va de 2014, frente al 28% en 2011.

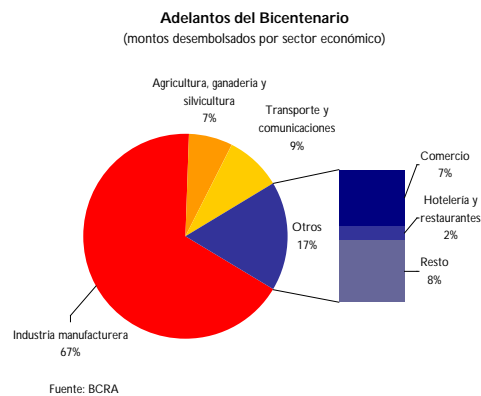
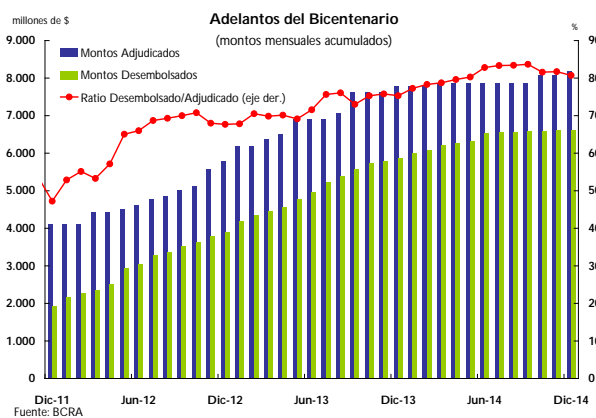
⁸ Nacional, provinciales, de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) y/o municipales.

⁹ Comunicaciones “A” 5600, “A” 5609 y “A” 5638.



51. Adicionalmente, el Banco Central continuó licitando fondos en el marco del Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario (PFPB). Este programa comenzó a mediados de 2010 y consiste en el otorgamiento de adelantos a las entidades financieras para que éstas otorguen, a su vez, préstamos destinados a financiar proyectos de inversión del sector productivo. Las empresas afrontan un costo financiero total (CFT) fijo en pesos y a un plazo promedio igual o superior a dos años y medio al momento del otorgamiento. El CFT máximo es determinado por el Banco Central al momento de cada llamado para adjudicar los recursos. Hasta septiembre de 2014 era de 9,9% y a partir de octubre se modificó a 14,3% (medido en tasa nominal anual).

52. Desde el comienzo del programa, se realizaron 29 subastas, a través de las cuales se adjudicaron fondos por \$8.191 millones, con desembolsos por aproximadamente \$6.612 millones. El principal sector económico destinatario de los recursos fue la industria manufacturera (67%), seguido por el sector de transporte y telecomunicaciones (9%) y por el sector primario (7%).



53. Otra iniciativa orientada a estimular el financiamiento al sector productivo y en especial a las MiPyMEs, fue la disminución de la exigencia de Efectivo Mínimo, a partir de marzo de 2014, por un importe equivalente al 16% de las financiaciones que hayan sido acordadas a MiPyMEs a partir del 1 de enero de 2014 y con un plazo mayor a cinco años. Esta reducción también incluyó a aquellas entidades financieras no comprendidas en la LCIP pero que otorgan financiaciones a MiPyMEs con las mismas condiciones establecidas bajo esta línea¹⁰. La medida se suma a la reducción de la exigencia de encajes en pesos en función de la participación del crédito a estas empresas de menor tamaño sobre el total de préstamos al sector privado de cada entidad, que comenzó a regir en diciembre de 2012¹¹.

54. De manera complementaria a las políticas de estímulo al crédito productivo, en junio de 2014 el Banco Central adoptó una serie de medidas orientadas a instaurar condiciones crediticias más favorables para las familias¹². A comienzos de junio de 2014 se dispuso un régimen de tasas de interés máximas para préstamos a personas físicas, esencialmente personales y prendarios automotores, con el propósito de limitar el costo del crédito¹³. Se definieron dos grupos de entidades¹⁴, cada uno de los cuales tiene distintas tasas de interés máximas, calculadas en base al producto de la tasa de interés de referencia, definida como la tasa de interés de las LEBAC de corto plazo, por un coeficiente que depende del tipo de financiación y del grupo al que pertenece la entidad. De esta manera, tras alcanzar un máximo de 46,1% en abril, luego de la entrada en vigencia de la medida la tasa de interés promedio de los préstamos personales mostró un descenso de cerca de 9 p.p., manteniéndose por debajo de 38% a lo largo de todo el segundo semestre, ubicándose incluso por debajo de los niveles de fines de 2013.

55. Paralelamente, el Gobierno de la Nación lanzó en junio de 2014 el Programa de Crédito Automotriz (PRO.CRE.AUTO), orientado a promover la venta de autos de producción nacional mediante una línea de crédito del Banco de la Nación Argentina que financia la adquisición de automóviles nuevos de fabricación local¹⁵. Asimismo, en septiembre implementó el programa “AHORA 12” para la compra de bienes y servicios en doce cuotas sin interés, con el objetivo de fomentar el consumo, el empleo y la producción nacional. Para impulsar este

¹⁰ Comunicación “A” 5524.

¹¹ A medida que aumenta dicha proporción las entidades financieras pueden aplicar una deducción creciente sobre la exigencia de encajes, hasta un máximo equivalente al 3% de los depósitos en el caso que el saldo de préstamos a MiPyMEs superen el 30% de su cartera de préstamos al sector privado.

¹² Comunicaciones “A” 5590, “A” 5591, “A” 5592 y “A” 5593.

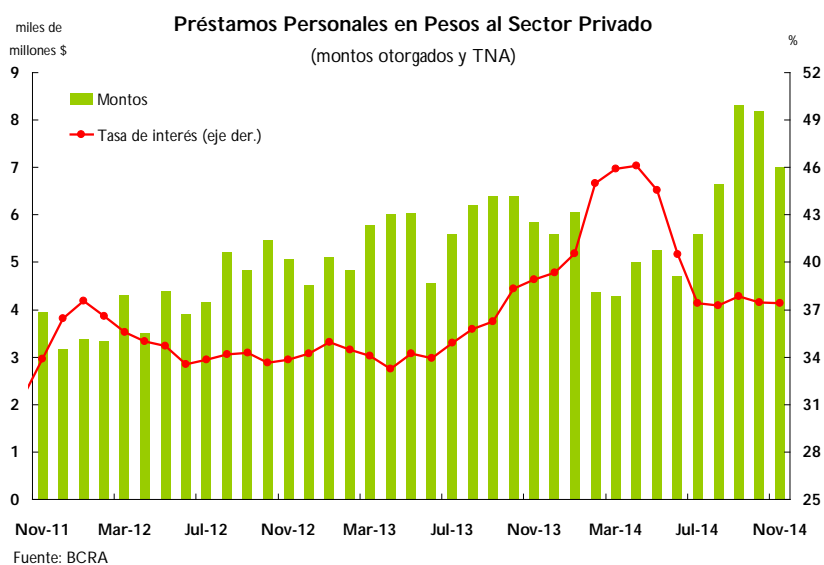
¹³ Comunicación “A” 5590.

¹⁴ Diferenciados en base a si son o no agente financiero del gobierno y su tamaño. El grupo I está compuesto por las entidades financieras que operan como agentes financieros de los gobiernos en todos sus niveles y por aquellas que concentraron el 1% o más del total de depósitos del sector privado, considerando el promedio del primer trimestre del año. El grupo II incluye a todas las entidades financieras no definidas en el I.

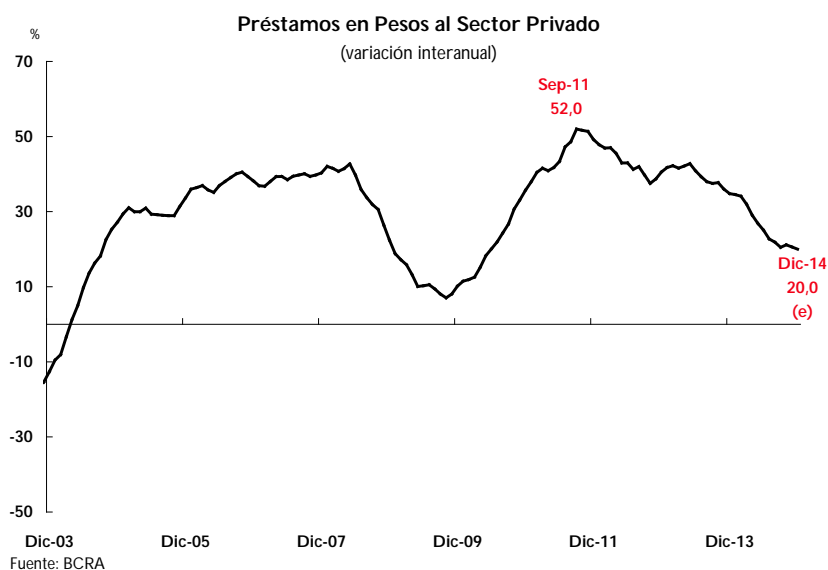
¹⁵ Si bien el destino del financiamiento es la compra de automóviles, estos créditos están instrumentados como un préstamo personal, sin garantía prendaria.

programa, el Banco Central dispuso una deducción de la exigencia de efectivo mínimo equivalente a 16% de las financiaciones que se otorguen mediante el mismo.

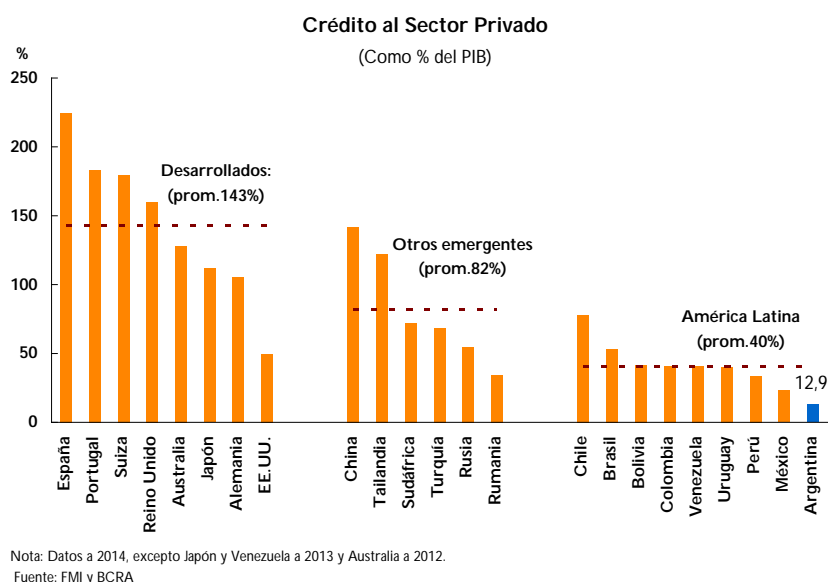
56. Estas medidas redundaron en un mayor dinamismo de los préstamos destinados al consumo. En el caso de los préstamos personales comenzó a observarse un marcado incremento en los volúmenes operados a partir de julio, luego de que se establecieran límites máximos a las tasas de interés de este tipo de préstamos, lo que llevó a una fuerte reducción en el costo del financiamiento.



57. Los préstamos en pesos al sector privado finalizarán el año con un crecimiento cercano a 20% y el ratio del total de préstamos al sector privado no financiero (pesos y moneda extranjera) respecto al PIB se ubicará a fines de 2014 en torno al 13%. Aunque desde fines de 2011 se observa una desaceleración en el ritmo de expansión de los préstamos, cabe señalar que la misma se produce a partir de tasas de crecimiento elevadas, en torno al 50% i.a.



58. Desde 2003 se han realizado importantes avances, y las medidas que se han venido implementando en los últimos años han permitido profundizar el crédito en pesos, aumentando la participación del total de préstamos en relación al tamaño de la economía; sin embargo, los niveles actuales de crédito total respecto del PIB continúan siendo inferiores a los que se observan en otros países de la región. De esta manera, se pone de manifiesto el elevado potencial de desarrollo que posee el crédito a nivel agregado.



59. En 2015, el Banco Central mantendrá su objetivo de impulsar el crédito al sector privado, focalizando su accionar en el financiamiento productivo, de largo plazo y brindando especial atención a las MiPyMEs. Para ello, mantendrá la LCIP. Paralelamente, procurará que los segmentos más subatendidos de la población tengan acceso al crédito en condiciones más favorables, limitando el costo del financiamiento. Todo ello no sólo generará condiciones más equitativas sino que

también contribuirá a incrementar la eficiencia económica, al incorporarse al mercado sujetos de crédito con alta capacidad productiva y potencial de generación de empleo.

60. En línea con lo anterior, el Banco Central decidió extender la LCIP durante el primer semestre de 2015¹⁶. En este tramo, las entidades financieras alcanzadas por la norma destinarán a esta línea, como mínimo, un monto equivalente al 6,5% de los depósitos en pesos del sector privado no financiero de noviembre de 2014¹⁷. El nuevo cupo de colocación, que ascenderá a aproximadamente \$37.400 millones, deberá ser asignado en su totalidad al financiamiento de las MiPyMEs, a una tasa máxima de 19% y a un plazo mínimo de 36 meses. Además, se incluirá un mecanismo especial orientado tanto a privilegiar el financiamiento a las empresas de menor tamaño dentro de las MiPyMEs como a promover la regionalización del crédito, de modo que la financiación pueda llegar con mayores incentivos a las regiones con menor desarrollo económico. También se dispuso, en esta ocasión, la posibilidad de destinar hasta el 20% del cupo al financiamiento de capital de trabajo asociado a proyectos de inversión.

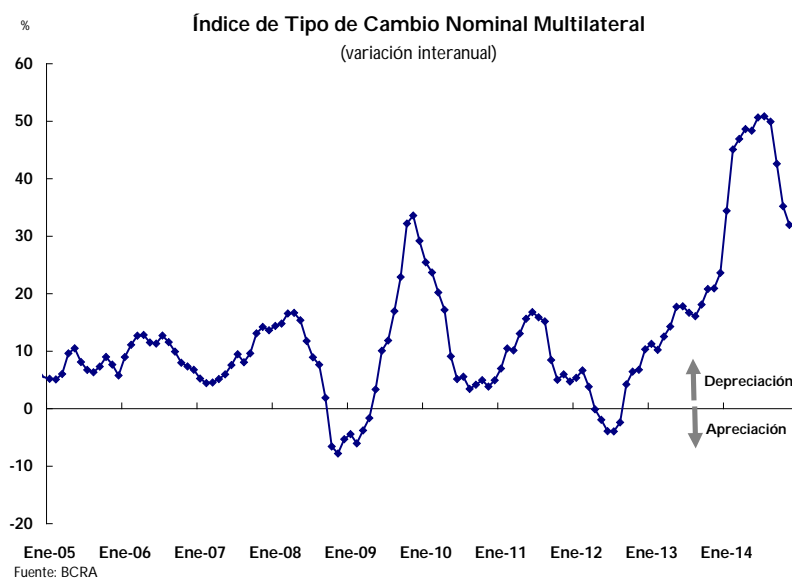
61. Con estas políticas el Banco Central continuará alentando la profundización del crédito a familias y empresas, fomentando la creación de nuevos productos financieros que presenten menores costos para los clientes. Por su parte, una mayor complementariedad con el mercado de capitales expandirá las fuentes de recursos financieros a disposición de los potenciales tomadores de créditos —en condiciones más ventajosas—, consolidando así los esfuerzos realizados para canalizar créditos a las empresas en el marco de la LCIP.

3.3) Política cambiaria

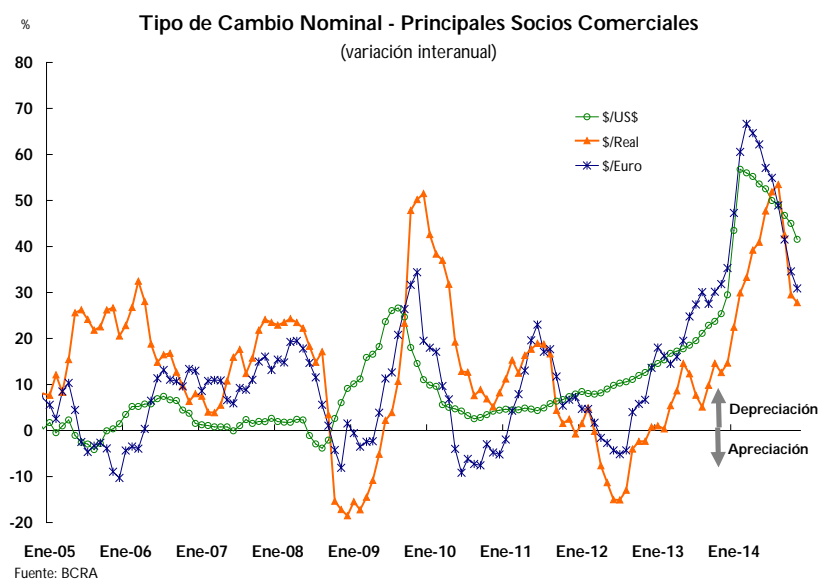
62. De acuerdo al inciso f) del artículo cuatro de su Carta Orgánica, el Banco Central ejecuta la política cambiaria. Además, establece las reglamentaciones de carácter general, así como también dicta normas reglamentarias y ejerce la fiscalización para su cumplimiento.

¹⁶ Comunicación “A” 5681.

¹⁷ Durante 2014, el cupo de colocación fue equivalente al 5% de los depósitos en el primer semestre y al 5,5% en el segundo semestre.



63. El régimen de flotación administrada del tipo de cambio, junto a un bajo grado de dolarización del sistema financiero y niveles reducidos de endeudamiento externo, otorgan la flexibilidad necesaria para aminorar los efectos de *shocks* en contextos internacionales adversos. Tales eventos requieren que las autoridades dispongan de instrumentos que permitan adaptarse a nuevas realidades, limitando el impacto sobre los precios y el nivel de actividad local.

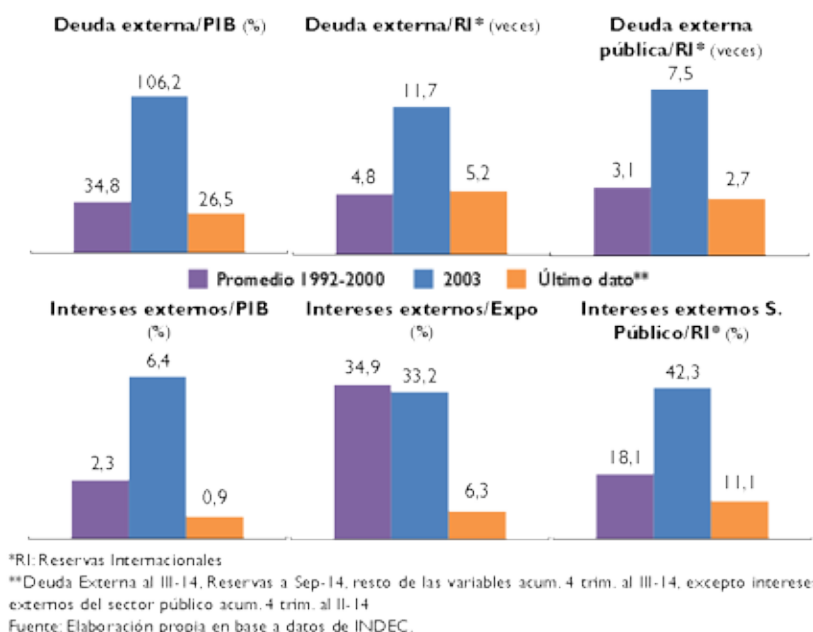


64. En este sentido, el Banco Central en coordinación con el resto de las políticas económicas del Gobierno Nacional, continuará interviniendo en el mercado cambiario de acuerdo con las necesidades del contexto macroeconómico, a fin de dar cumplimiento a su mandato múltiple. Se continuará con la supervisión integral y coordinada con el resto de los organismos públicos que ha permitido dar mayor transparencia al mercado cambiario. Estas acciones, iniciadas en octubre de 2014, junto con la mejora en la remuneración de los pequeños ahorristas y otras medidas

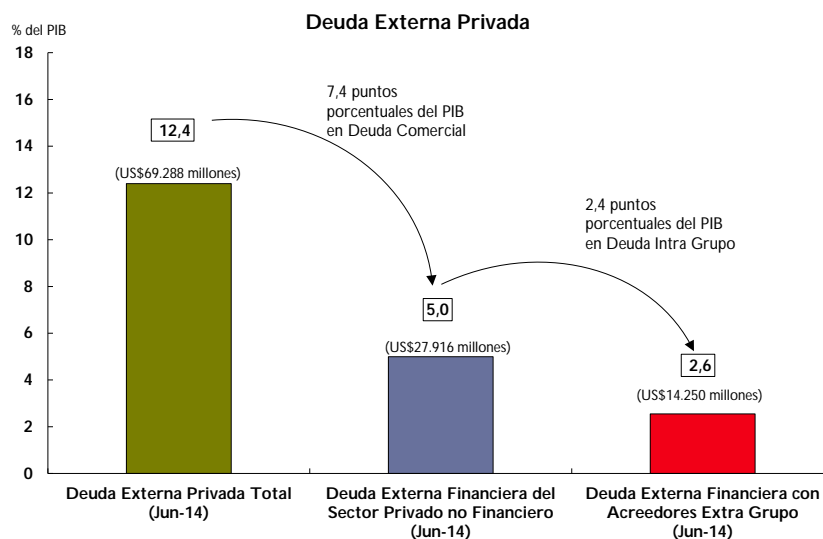
regulatorias del sistema financiero, acotaron la volatilidad y generaron una significativa baja en el tipo de cambio en los mercados marginales. De esta manera, se revirtieron las expectativas devaluatorias que estimulaban la especulación cambiaria en detrimento del ahorro en moneda nacional.

65. La política macroprudencial existente permite morigerar el impacto de los flujos de capital de corto plazo (de residentes y no residentes) en la paridad cambiaria y en los resultados del sector externo. Esta política incluye la acumulación de reservas en fases favorables del ciclo comercial y financiero internacional, y su uso en períodos en los cuales las condiciones financieras lo ameritan. En conjunto, se pretende que la aplicación de las divisas se vincule con la actividad productiva, generando consecuencias positivas en la esfera económica y social.

66. La política de desendeudamiento llevada a cabo desde 2003, permitió sostener en niveles altos los indicadores de solvencia externa respecto de la historia reciente. La deuda externa, tanto pública como privada, en relación al tamaño de la economía se redujo significativamente desde los picos registrados en la crisis de 2001-2002, alcanzando niveles inferiores al promedio de los años noventa. A fines de septiembre de 2014, el endeudamiento externo total (público más privado) ascendió a US\$145.366 millones, 26,5% del PIB, casi 20 p.p. por debajo del promedio observado durante el período 1992-2000. Además, la deuda externa pública representó en igual período aproximadamente 2,7 veces las reservas internacionales, nivel inferior al registrado durante la década de 1990. Como resultado de los menores niveles de deuda externa disminuyeron notablemente los servicios por intereses que la misma origina, tanto si se los mide en relación al tamaño de la economía como si se los compara con el nivel de exportaciones anuales o de reservas internacionales.



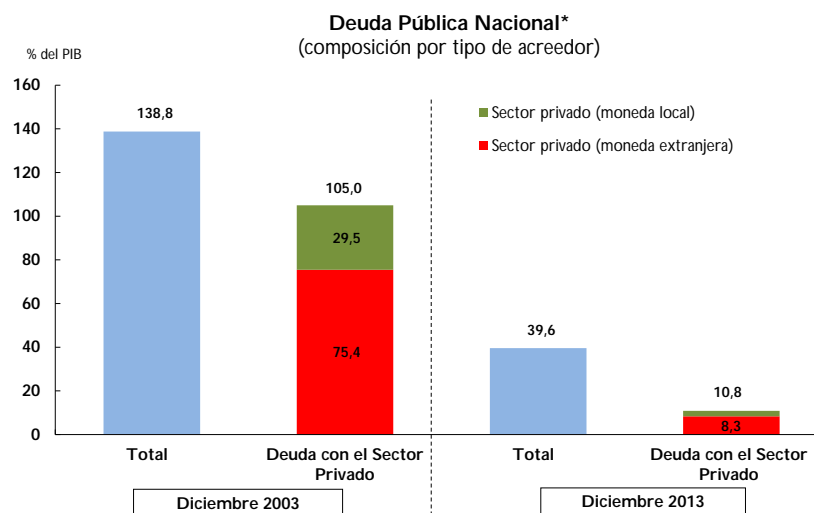
67. Las mejoras en el perfil deudor del país también alcanzan a la composición de sus acreedores y, por consiguiente, al bajo riesgo de refinanciamiento. De la deuda externa del sector privado (12,4% del PIB) la mayor parte es de carácter comercial, mientras que alrededor de la mitad de la deuda que es financiera es "intra grupo" (correspondiente a una misma unidad económica). Es decir, sólo 2,6% del PIB se corresponde con obligaciones externas del sector privado de carácter financiero con acreedores "extra grupo".



68. La estrategia de financiamiento y las operaciones de administración de pasivos permitieron una mejora significativa en los diversos indicadores de la deuda pública nacional desde 2003. Mientras que a fines de ese año la Deuda pública nacional representaba 138,8% del PIB, a diciembre de 2013, última información disponible, ascendió a 39,6% del Producto¹⁸. Considerando la deuda pública con acreedores privados —de mayor riesgo de refinanciación— la caída fue más notoria, ya que pasó de representar 105% del PIB a tan sólo 10,8%, y si considera sólo la denominada en moneda extranjera el ratio se redujo de 75,4% del PIB a 8,3% del PIB¹⁹.

¹⁸ Dicha mejora estructural se mantuvo a lo largo de 2014, aun cuando se tenga en consideración la normalización de la deuda con el Club de París y el acuerdo con REPSOL que dieron lugar a un aumento de los pasivos del sector público.

¹⁹ Una parte importante de este desendeudamiento respecto a tenedores privados fue realizada mediante la afectación de Reservas Internacionales para el pago de deuda.



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

69. Durante 2014 el Banco Central tomó un conjunto de medidas regulatorias con las que redujo la volatilidad del tipo de cambio tras la depreciación de enero, y volvió a ser comprador neto en el mercado de cambios. En primer lugar, en febrero de 2014²⁰ se reintrodujo el límite superior a la Posición Global Neta de Moneda Extranjera (PGNME) positiva de cada banco. Inicialmente el mismo se fijó en un nivel equivalente a 30% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC) de cada entidad financiera²¹ y, a partir de septiembre de 2014, este margen se redujo a 20%²². En segundo lugar, también desde febrero se fijó un límite para la posición neta positiva de moneda extranjera a término en 10% de la RPC²³.

70. A partir de enero de 2014 el Banco Central permitió que las personas físicas residentes tengan acceso a la formación de activos externos de libre disponibilidad en base a su capacidad fiscal²⁴. La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) determinó que quien realice estas compras deba realizar un pago a cuenta del impuesto a las ganancias y bienes personales de 20% en caso que se decida retirar las divisas en efectivo, mientras que se determinó una percepción nula en los casos que se mantengan depositadas en una cuenta en dólares durante al menos un año.

71. A fin de alentar que los ahorros en dólares del sector privado se mantuviesen bancarizados, en enero de 2014 el Banco Central comenzó a licitar LEBAC denominadas en dólares estadounidenses. Las nuevas especies pueden ser adquiridas por las entidades financieras en función de los depósitos a plazo fijo en dólares del sector privado que capten, a una tasa de interés establecida por esta Institución. Así, durante 2014, los depósitos en moneda extranjera del sector

²⁰ Comunicación "A" 5536.

²¹ Del mes anterior o los recursos propios líquidos, lo que fuere menor.

²² Comunicación "A" 5627.

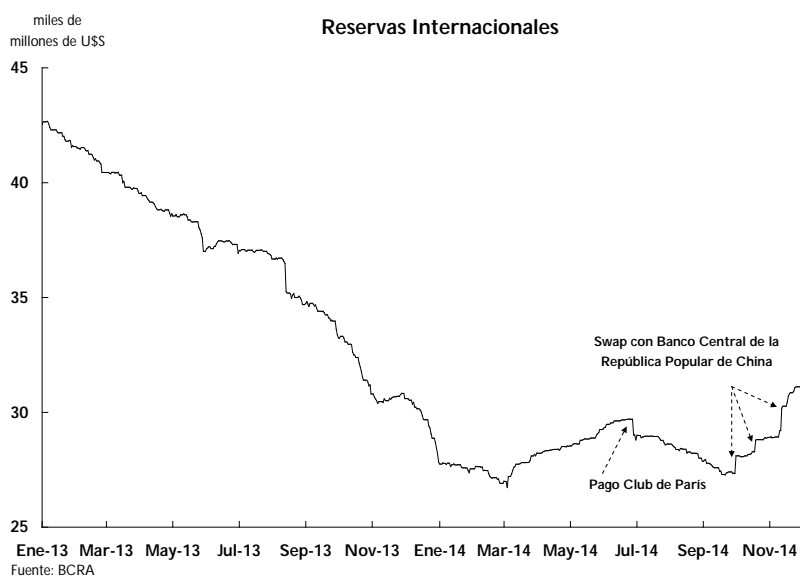
²³ Del mes anterior.

²⁴ Comunicación "A" 5526.

privado experimentaron cierta estabilidad luego de haber registrado durante el año previo una tendencia decreciente. En efecto, desde mediados de año estos depósitos mantuvieron su saldo relativamente estable en torno a los US\$7.000 millones.

72. Sumado a ello, en julio el BCRA firmó con el Banco Central de la República Popular de China un nuevo acuerdo de *swap* de monedas locales por un monto equivalente a 11 mil millones de dólares y por tres años de plazo, con el objetivo de mejorar las condiciones financieras para promover el desarrollo económico y el comercio entre ambos países. El BCRA puede solicitar al Banco Central de China desembolsos por hasta 70 mil millones de yuanes, debiendo depositar el equivalente en pesos, con un plazo de reintegro de hasta doce meses. Así, el 30 de octubre se puso en marcha este mecanismo.

73. El nivel de reservas internacionales, que se había estabilizado desde fines de enero, empezó a registrar un marcado crecimiento en los últimos meses de 2014, y cerraría el año en un nivel por encima de los US\$31.000 millones.



74. Se espera que durante 2015 las actividades comerciales y financieras con residentes del exterior permitan, en un marco de flotación administrada del tipo de cambio, obtener divisas suficientes para finalizar el año con un saldo de reservas internacionales similar al del cierre de 2014.

3.4) Política monetaria

75. Continuando con su política de favorecer el ahorro en moneda nacional y a fin de contribuir a la estabilización del mercado cambiario, a principios de 2014 el Banco Central aumentó las tasas de interés que paga por sus títulos en el mercado

primario. De esta manera, las tasas de interés de las LEBAC, que habían finalizado 2013 en niveles de 16% y 17,9% para sus especies a tres y doce meses de plazo, respectivamente, alcanzaron a principios de febrero valores de 28,8% y 30,2%, para luego estabilizarse o reducirse levemente en el resto del año. En octubre, el Banco Central elevó las tasas de interés de sus operaciones de pase entre 4 p.p. y 4,5 p.p. en el caso de los pases pasivos a 1 y a 7 días de plazo, llevando sus niveles a 13% y 14%, respectivamente. Asimismo, elevó la tasa de interés de sus pases activos, pero 1 p.p. más que en el caso de sus operaciones pasivas, por lo que amplió a 3 p.p. su corredor de tasas de interés.

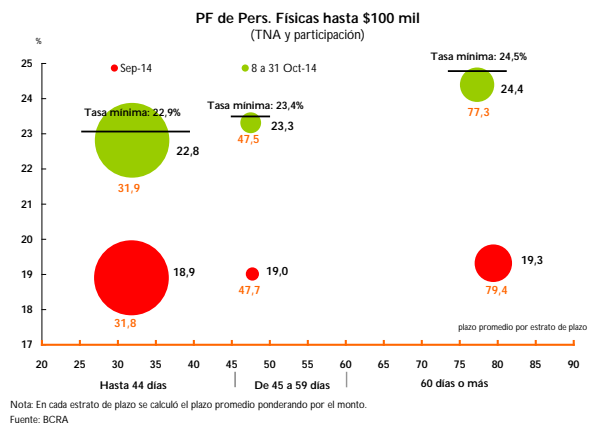
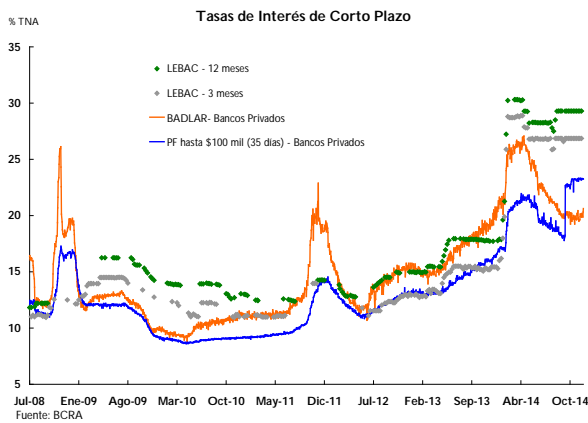
76. Las tasas de interés del mercado monetario reflejaron los movimientos de las tasas de interés de referencia del Banco Central y las condiciones de liquidez del mercado, mostrando un marcado incremento inicial, para luego estabilizarse y revertirlo gradualmente. Así la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo del segmento mayorista, BADLAR de bancos privados, que había finalizado 2013 en 20,2% registró una suba de más de 6 p.p. hasta alcanzar un máximo de 26,3% en abril y luego se redujo paulatinamente hasta 20,3% en septiembre. La tasa de interés de los depósitos a plazo fijo minorista (hasta \$100 mil) en bancos privados registró un comportamiento similar, aunque más moderado. Habiendo finalizado 2013 en 16,5%, registró un aumento de 5 p.p. hasta alcanzar un máximo de 21,5% también en abril, para descender gradualmente hasta 18,4% en septiembre.

77. En este contexto, y con el objetivo de favorecer los instrumentos de ahorro en moneda nacional el Banco Central estableció desde principios de octubre un nivel mínimo para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo que realicen las personas físicas, siempre y cuando el total de depósitos a plazo por persona física en la entidad no supere el importe de la cobertura del seguro de garantía de los depósitos²⁵. Las tasas de interés mínimas se establecieron como una proporción de la tasa de interés de referencia, la de las LEBAC de corto plazo. A su vez, con el objetivo de ampliar la protección de los ahorristas, se elevó el importe de la cobertura de garantía de los depósitos, por titular, de \$120.000 a \$350.000²⁶.

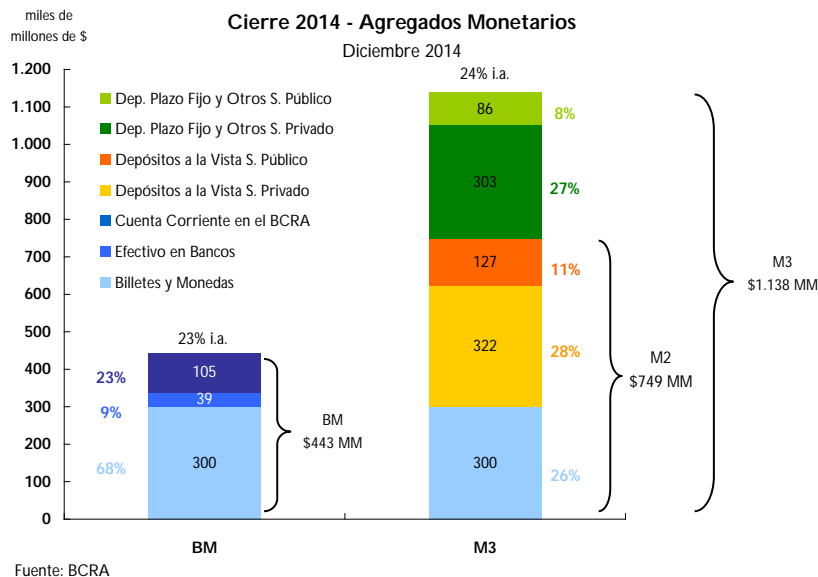
78. Una vez entrada en vigencia la medida, las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo del segmento minorista registraron aumentos entre 4 y 5 p.p., dependiendo del plazo, mientras que la BADLAR de bancos privados mantuvo una ligera tendencia decreciente, finalizando el año alrededor del 20%.

²⁵ Comunicación "A" 5640.

²⁶ Comunicaciones "A" 5641 y "A" 5651.



79. Los agregados monetarios en pesos continuaron desacelerándose durante el primer trimestre del año hasta que, reducida la volatilidad del mercado cambiario, su ritmo de crecimiento se estabilizó o comenzó a recuperarse gradualmente. De esta forma, el agregado en pesos del sector privado más amplio (M3 Privado²⁷) estaría finalizando diciembre con una variación interanual de 26,4%, 1,5 p.p. menor que la de diciembre de 2013, mientras que los medios de pago del sector privado en pesos (M2 Privado²⁸) estarían finalizando el año con un aumento interanual de 25,9%, 1 p.p. mayor que el registrado un año atrás. El M3 Privado en pesos finalizaría el año con una participación en el producto cercana al 19,3%, mientras que el M2 Privado representaría aproximadamente el 12,7% del PIB²⁹.

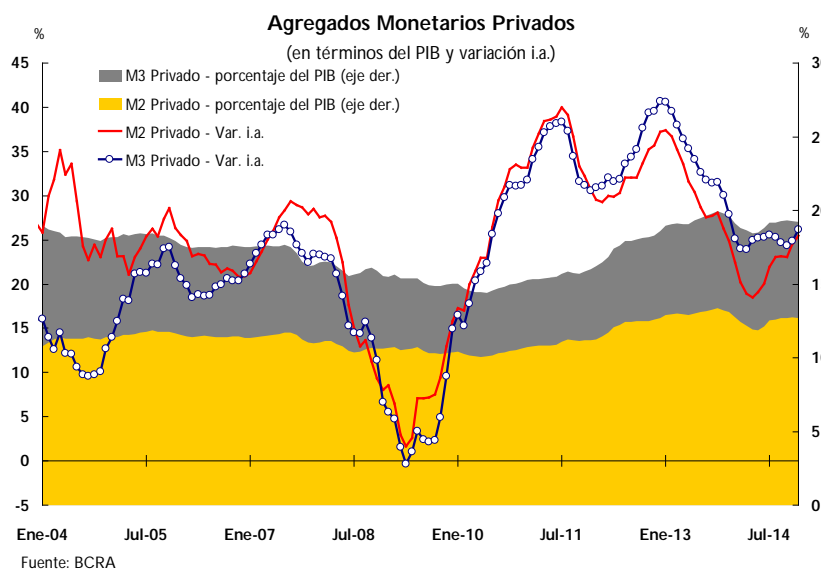


²⁷ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y el total de depósitos del sector privado en pesos.

²⁸ Incluye el circulante en poder del público, los cheques cancelatorios en pesos y los depósitos en cuentas corrientes y en cajas de ahorro del sector privado en pesos.

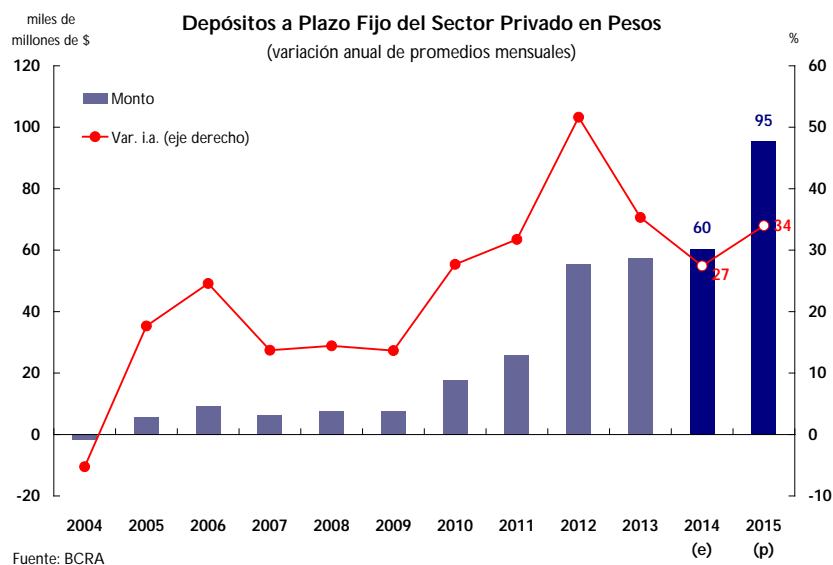
²⁹ Al momento de realizar este documento, no se disponen de los datos de cierre de 2014. Todas las cifras referidas al año 2014 son estimadas y están sujetas a revisión.

80. La base monetaria (BM) finalizaría 2014 con un menor incremento que los agregados amplios, de 22,6% i.a., 1,2 p.p. inferior al de diciembre de 2013. Entre los componentes de la BM, el mayor crecimiento lo registraron las reservas bancarias (compuestas por el efectivo en entidades financieras y los saldos de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el Banco Central) que estarían aumentando 25,3% i.a., mientras que el circulante en poder del público se habría incrementado un 21,4% i.a. Durante el año, la expansión monetaria generada por las compras de divisas del Banco Central y por las operaciones del sector público resultó esterilizada mayoritariamente mediante la colocación de títulos del Banco Central.

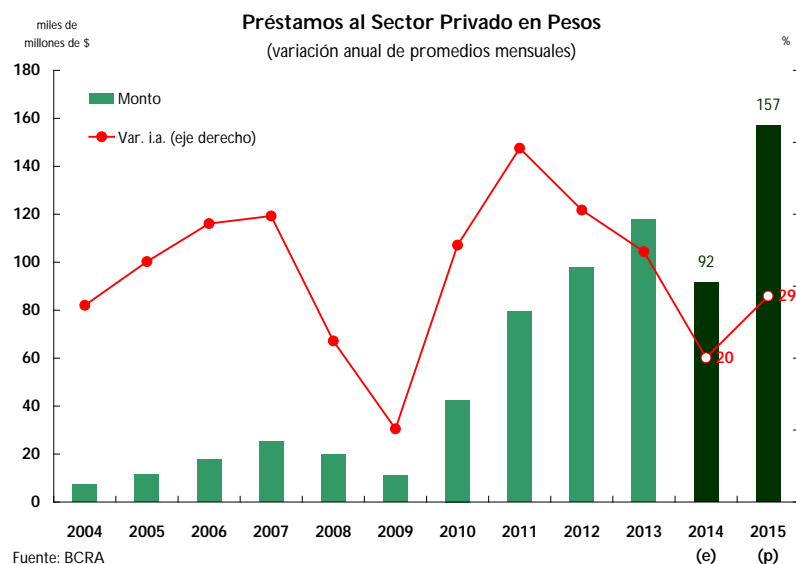


81. Para 2015 se espera que, de cumplirse los supuestos macroeconómicos utilizados, los medios de pago privados (M2 Privado) continúen acompañando el aumento de la actividad económica. El rango más probable para el crecimiento del M2 Privado se ubicaría entre 24,1% y 29,1%.

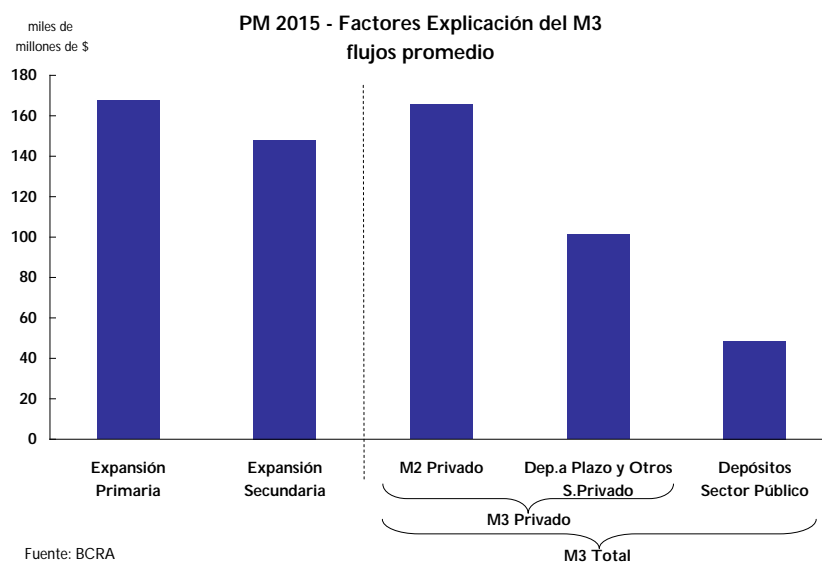
82. El agregado monetario más amplio en pesos del sector privado (M3 Privado) presentaría una variación interanual en torno al 29%, impulsado por el dinamismo de los depósitos a plazo fijo (con un crecimiento proyectado del 34% i.a.), que se verán favorecidos por las políticas del Banco Central tendientes a incentivar el ahorro en moneda local.



83. En línea con el objetivo de largo plazo de aumentar la profundidad del crédito, y gracias a las políticas en marcha, los préstamos al sector privado en pesos seguirán siendo un importante factor explicativo de la expansión monetaria. Se espera que los préstamos crezcan en torno a 29% i.a. en 2015, superando en 9 p.p. su crecimiento en 2014. El aumento estaría impulsado por el financiamiento destinado a la actividad productiva, y especialmente a las MiPyMEs, que continuarían ganando espacio dentro del total del crédito al sector privado.



84. Contribuirán también a la expansión monetaria las operaciones del sector público previstas en la Ley de Presupuesto de 2015.



85. Finalmente, se esterilizarán los excesos o defectos de liquidez por medio del uso de los instrumentos de regulación monetaria disponibles (operaciones de pase, colocación de LEBAC, u otros).

86. En cumplimiento del artículo 42 de su Carta Orgánica, en este documento se han presentado los planes y objetivos del Banco Central para el año 2015 y los supuestos en los que se basan.