

Informe de Estabilidad Financiera

Diciembre de 2021



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Estabilidad Financiera

Diciembre de 2021

Prefacio

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” (Carta Orgánica, artículo 3°). En términos generales, prevalecen condiciones de estabilidad financiera cuando el sistema financiero en su conjunto puede proveer servicios de intermediación de fondos, de cobertura y de pagos de manera adecuada, eficiente y continua, incluso en contextos operativos adversos.

Para que el sistema financiero contribuya al desarrollo económico con equidad social, es necesario que haya estabilidad financiera –al proveer medios adecuados para ahorrar, ampliar posibilidades de producción y consumo, asignar recursos de manera eficiente–, como así también que el sistema sea profundo e inclusivo.

En su operatoria habitual el sistema financiero se expone a distintos tipos de riesgos que debe administrar. La interacción entre factores exógenos de riesgo, fuentes de vulnerabilidad y elementos de resiliencia define un determinado nivel de riesgos financieros sistémicos. En el marco de esa interacción, una eventual materialización de los factores de riesgo se traducirá en cierto impacto en el sistema financiero y en la economía en general.

El BCRA orienta su accionar a fin de limitar el riesgo sistémico, resguardar la estabilidad y promover mayores niveles de profundidad e inclusión del sistema financiero. Así, el BCRA implementa un enfoque de política micro y macroprudencial –tendiente a acotar las vulnerabilidades y ampliar la resiliencia del sistema–, incluyendo un monitoreo continuo de la situación de solidez del sistema financiero y el ejercicio de sus facultades de regulación, supervisión y provisión de liquidez de última instancia.

En este marco, el BCRA publica en forma semestral su Informe de Estabilidad Financiera (IEF), con el objetivo de comunicar su evaluación de las condiciones de estabilidad y explicar qué acciones de política implementa a tal fin. El IEF parte de la evaluación de las condiciones macroeconómicas locales y globales realizadas en el Informe de Política Monetaria (IPOM). El IEF aporta información y análisis a las distintas personas que conforman el sistema financiero, constituyendo un instrumento para estimular el debate público 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 junio de 2022.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 16 de diciembre de 2021.

Contenido

Pág. 5		Síntesis ejecutiva
Pág. 7		1. Contexto internacional y local
Pág. 11		2. Principales fortalezas del sistema financiero frente a los riesgos enfrentados
Pág. 18		3. Fuentes de vulnerabilidad y factores específicos de resiliencia del sistema financiero
Pág. 40		4. Otros tópicos de estabilidad del sistema financiero
Pág. 44		5. Principales medidas macroprudenciales
Pág. 46		Apartado 1 / Reconstrucción del mercado secundario de deuda pública en pesos y riesgo de liquidez
Pág. 49		Apartado 2 / Tendencias recientes en la colocación de Obligaciones Negociables
Pág. 51		Apartado 3 / Algunos desafíos y lecciones frente a las normas financieras implementadas para hacer frente a la pandemia
Pág. 53		Apartado 4 / Basilea III: finalización de las reformas poscrisis
Pág. 55		Glosario de abreviaturas y siglas

ISSN 2525-0574 | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Regulación Financiera, Gerencia Principal de Estabilidad Financiera

Diseño editorial | Gerencia Principal de Comunicación y Relaciones con la Comunidad

Para comentarios o consultas a la edición electrónica: analisis.financiero@bcra.gob.ar

Acceda a las series de datos a través del siguiente [enlace](#).

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente.

Sobre el uso del lenguaje inclusivo en esta publicación

El uso de un lenguaje que no discrimine y que permita visibilizar todas las identidades de género es un compromiso institucional del Banco Central de la República Argentina. En esta publicación se reconoce la influencia del lenguaje sobre las ideas, los sentimientos, los modos de pensar y los esquemas de valoración.

En este documento se ha procurado evitar el lenguaje sexista y binario. Sin embargo, a fin de facilitar la lectura no se incluyen recursos como “@” o “X”.

Síntesis ejecutiva

Durante 2021, período en el que se avanzó en la reapertura y recuperación de la economía local, el sistema financiero agregado desarrolló sus actividades de intermediación de fondos y provisión de servicios de pago sin interrupción. El conjunto de entidades continuó mostrando un importante grado de resiliencia, en un contexto de holgados niveles de liquidez, previsionamiento y capital como los que cuenta desde antes del inicio de la pandemia COVID-19, para hacer frente a cualquier rasgo de vulnerabilidad. A esto se le sumaron los beneficios de disponer de un marco regulatorio en línea con los estándares internacionales, fortalecido por las políticas financieras aplicadas por el BCRA frente al shock.

La actividad económica local retomó el sendero de recuperación en el tercer trimestre del año —aún con desempeños sectoriales heterogéneos—, luego del impacto de la segunda ola de la pandemia. Como resultado, las expectativas de crecimiento del PIB para todo 2021 se ubican en el orden de 9%, evolución que estará impulsada por la mayor flexibilización de actividades ante la creciente cobertura de vacunación de la población y por los beneficios de las políticas públicas implementadas. Con su accionar el BCRA continuó impulsando el sendero de recuperación de la actividad en los últimos meses, evitando que el escenario de pandemia se materialice en daños permanentes sobre el sector privado de la economía. En este sentido, se sostuvieron los ejes de la política prudencial, que busca impulsar el crédito a las empresas y a las familias bajo condiciones financieras flexibles, aliviar la situación financiera de los sectores aún en vías de recuperación, fortalecer el ahorro en moneda local, sostener las condiciones de solidez de las entidades, así como calibrar las regulaciones cambiarias para propiciar una utilización eficiente de las reservas internacionales.

Los mercados financieros locales mostraron un desempeño mixto en los últimos meses, si bien el Tesoro pudo realizar licitaciones con buenos resultados en términos de refinanciamiento. Se mantiene el objetivo de avanzar en la construcción de una curva en pesos que sea atractiva y sostenible en el tiempo, consistente con la situación y perspectivas del mercado local. Las políticas públicas siguen propiciando el desarrollo de un mercado de capitales más eficiente y profundo. El financiamiento al sector privado a través del mercado de capitales local mostró cierto avance en el segundo semestre. No obstante, el tamaño de este mercado continúa relativamente acotado, manteniendo un importante margen potencial de desarrollo, de forma tal de que actúe como complemento del mercado bancario para financiar la inversión a mediano y largo plazo.

El sistema financiero argentino preserva rasgos de solidez frente a un conjunto de factores de riesgo exógenos que, eventualmente, podrían impactar sobre su normal funcionamiento. Entre los principales factores de riesgo siguen preponderando los potenciales cambios en la situación sanitaria (efectos de nuevas variantes del virus), escenario que eventualmente podría condicionar la evolución de la economía local. Por otra parte, a los recientes episodios de aumento en la volatilidad en algunos segmentos de los mercados financieros locales se suma la incidencia de factores como las expectativas sobre un próximo acuerdo con el FMI, o la dinámica estacional del mercado de cambios, entre otros. Asimismo, el riesgo de un deterioro del contexto externo aumentó en el margen, tanto por las novedades respecto a la pandemia en el hemisferio norte, como por el aumento de la probabilidad de próximas correcciones en la política monetaria de economías desarrolladas (que implicaría mayores tasas de interés en los mercados internacionales, dólar más apreciado a nivel global y merma en los precios de las materias primas). Esto se da un escenario en el que siguen prevaleciendo significativas vulnerabilidades a nivel global. Entre estas siguen destacándose la existencia de valuaciones elevadas en parte de los mercados financieros, creciente apalancamiento a nivel mundial y existencia de sectores económicos con una situación económico-financiera aún comprometida por el shock. A estos factores de vulnerabilidad global se le suma la significativa expansión del financiamiento no bancario en años recientes (principalmente impulsado por los fondos de inversión), factor que amplifica la pro-ciclicidad financiera global y hace más volátil los movimientos de portafolio entre países. Esto podría generar nuevas reversiones abruptas en los flujos a países emergentes, episodios con impacto negativo agudo como el evidenciado a principios de 2020.

En términos generales, el balance entre las potenciales fuentes de vulnerabilidad del sistema financiero argentino y sus elementos de resiliencia observó una leve mejora con respecto al IEF anterior, fundamentalmente a partir de cierta consolidación de estos últimos. Este comportamiento se generó en un contexto en el que el sistema financiero continuó orientando su actividad principalmente hacia el segmento transaccional, con productos relativamente poco sofisticados, limitados canales de interconexión y una muy baja profundidad en la economía, todos factores que acotan los potenciales impactos sistémicos.

En efecto, se registra una leve reducción de la vulnerabilidad derivada de la exposición patrimonial del sistema al riesgo de crédito agregado de empresas y familias (en un nivel moderado —menor al 31% del activo— y decreciente), a la par de un incremento en la exposición patrimonial al sector público. Este desempeño se da en un contexto en el que aumentaron los niveles de irregularidad del crédito al sector privado desde el primer trimestre de 2021, lo cual era previsible dada la focalización de las medidas de alivio financiero. No obstante el mencionado aumento en el ratio de irregularidad, cabe destacar que en agosto y septiembre se observó cierta reducción en el mismo, siendo uno de los indicadores a monitorear en los próximos meses. Si bien en niveles acotados, esta potencial vulnerabilidad del sistema financiero se mantendría como la relativamente más relevante de cara a 2022, sobre la que podrían impactar alguno de los factores de riesgo planteados (especialmente aquellos vinculados al desempeño económico y su derrame sobre la capacidad de pago de las personas deudoras). Para hacer frente a estos potenciales escenarios, el agregado de entidades mantiene elevados niveles de cobertura mediante previsionamiento así como de integración de capital (creciente en meses recientes), en un marco de bajos a moderados niveles de endeudamiento tanto de empresas y familias y los efectos positivos de las medidas de alivio financiero impulsadas por el BCRA.

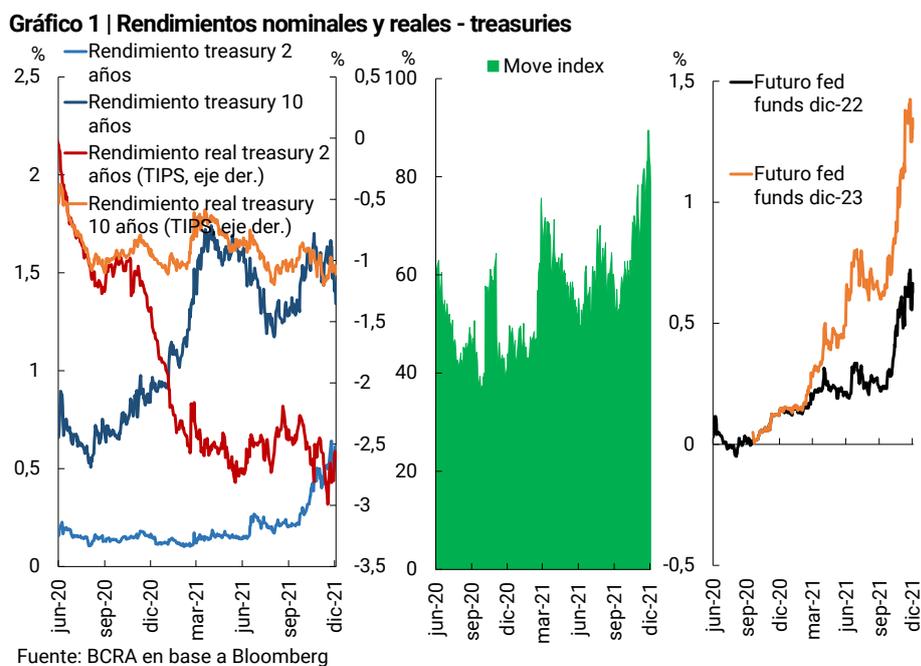
Como es habitual en los sistemas financieros, el desempeño y la composición del fondeo se mantiene como otra fuente potencial de relativa vulnerabilidad para el conjunto de entidades a nivel local, en un contexto en el que a diferencia del IEF anterior, el fondeo mediante depósitos en pesos del sector privado evidenció una recomposición en el segundo y tercer trimestre del año en términos reales. Eventuales episodios de volatilidad en los mercados financieros locales —riesgo anteriormente señalado— podrían afectar la demanda de depósitos en el agregado de entidades financieras, tanto en términos de su volumen como de su composición. Para enfrentar eventuales situaciones de este tipo, se destaca que el sistema financiero mantiene elevados y crecientes niveles de cobertura con márgenes de recursos líquidos, cumpliendo holgadamente con los requisitos mínimos para los ratios de liquidez recomendados por los estándares internacionales.

Finalmente, otra de las fuentes potenciales de vulnerabilidad del sistema financiero es el desempeño del proceso de intermediación local de recursos, que observa un crecimiento relativamente moderado en los últimos meses. En el tercer trimestre del año el saldo de crédito en pesos al sector privado se incrementó en términos reales, luego de dos trimestres de retroceso. Una eventual debilidad en el proceso de intermediación financiera resultante de la materialización de alguno de los factores de riesgo antes mencionados —especialmente en términos del desempeño de la actividad económica—, podría impactar en las fuentes tradicionales de ingresos de las entidades. La eventual materialización de este escenario hipotético encontraría al sistema financiero con niveles relativamente altos de capital, así como con un nivel de rentabilidad sectorial reciente en terreno positivo. Aquí también se deben considerar los efectos positivos que las medidas de estímulo crediticio implementadas por el BCRA en conjunto con el PEN seguirán teniendo sobre la intermediación financiera y, de esta manera, sobre la recuperación económica local.

El BCRA espera que el agregado de entidades financieras mantenga un elevado grado de resiliencia de cara a 2022, incluso ante eventos de materialización de algunos de los factores de riesgo planteados. La recuperación económica actualmente en curso, sumada a la salud que evidencia el sistema financiero argentino y al sostenido accionar del BCRA para mantener sus ejes de política prudencial, seguirán propiciando avances en el desarrollo del sector con impacto positivo en el desenvolvimiento de la economía en su conjunto.

1. Contexto internacional y local

El contexto externo mantuvo un sesgo en líneas generales positivo desde la publicación del último IEF. La economía global continuó recuperándose, aunque a un ritmo menor, dada la continuidad de la pandemia del COVID-19 y la existencia de cuellos de botella en las cadenas globales de suministros. Se mantiene además un ritmo de crecimiento dispar entre economías desarrolladas y emergentes. Con recuperación económica e incremento en el precio de las materias primas vinculadas a energía (hasta mediados de noviembre),¹ fueron aumentando también las presiones inflacionarias a nivel global. Dado que las economías desarrolladas continuaron manteniendo en buena medida sus políticas de estímulo, en los mercados financieros internacionales, el riesgo percibido (comúnmente aproximado a través del VIX) se mantuvo en niveles acotados durante buena parte del período analizado, pasando a aumentar hacia fines de noviembre, dada la preocupación en torno a la nueva variante del COVID (ómicron). En este marco, las cotizaciones de los activos financieros evidenciaron comportamientos heterogéneos por segmentos y mercados.



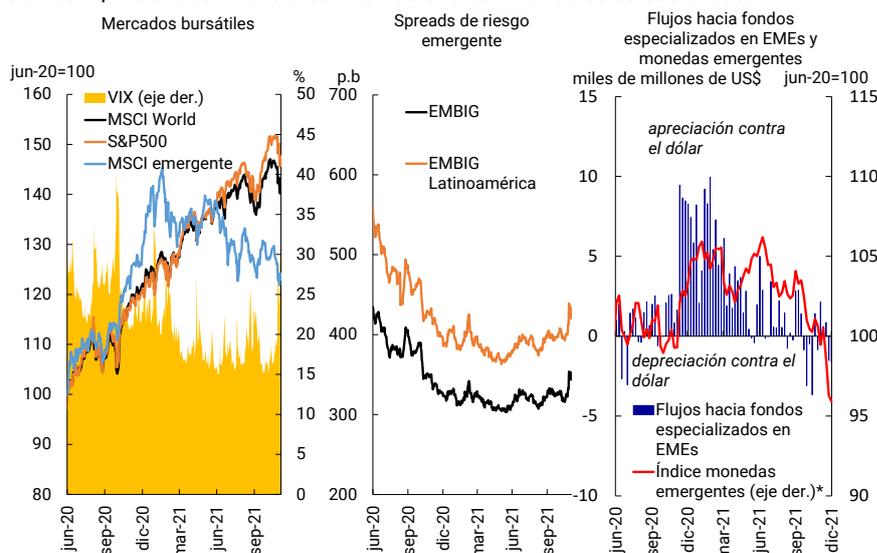
Con crecientes presiones inflacionarias en economías desarrolladas, se dio en los últimos meses un aumento en los rendimientos de sus títulos públicos. En particular en el caso de los EE.UU, a partir de mediados de septiembre se verificó un entorno de mayor volatilidad esperada y suba en los rendimientos de corto y largo plazo en el mercado de instrumentos del Tesoro (que inicialmente implicó cierto aplanamiento de la curva de rendimientos), con reversión parcial en noviembre y principios de diciembre (ver Gráfico 1). La suba mencionada acompañó el mayor foco de la base inversora en la posibilidad de incrementos en la tasa de política monetaria a partir de 2022, tras el anuncio en noviembre de la Reserva Federal de su intención de comenzar a reducir sus compras

¹ El precio de la soja siguió retrocediendo en la segunda mitad del año. Ver [Informe de Política Monetaria](#).

de activos a partir de ese mismo mes (un sesgo que se enfatizó aún más en la reunión de diciembre).² Se enfatizó entonces la tendencia, que ya se venía observando, de apreciación del dólar contra el resto de las monedas.

Como se mencionara en anteriores IEFs, la normalización de las políticas de estímulo monetario en economías desarrolladas podría generar cambios abruptos en las expectativas de mercado, generando un desafío para la estabilidad financiera a nivel global, dada la presencia de diversas vulnerabilidades, con potenciales efectos derrame sobre las economías emergentes. Estas vulnerabilidades incluyen la existencia de valuaciones elevadas en distintos segmentos de los mercados globales (por ejemplo, de acciones y deuda corporativa), con cierta desconexión respecto a los fundamentos económicos, lo que las hace susceptibles de corrección súbita.³ A esto se le suma un apalancamiento creciente a nivel mundial, mientras que hay segmentos del sector corporativo con generación de resultados aún comprometida por la pandemia.⁴ Otra vulnerabilidad, está dada por el incremento en los últimos años del financiamiento no bancario, liderado por la industria de fondos de inversión, con comportamiento pro-cíclico y particular incidencia sobre los movimientos de portafolio entre jurisdicciones (incrementando la posibilidad de cambios abruptos en los flujos a emergentes).

Gráfico 2 | Mercados financieros internacionales – variables seleccionadas



* J.P. Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI).

Fuente: BCRA en base a Bloomberg, J.P. Morgan y Standard Chartered (en base a EPFR).

En lo que respecta a los mercados de economías emergentes, en la segunda mitad del año se acumulan caídas en los índices bursátiles medidos en dólares (12% según el MSCI EM hasta fines

2 Proceso conocido como *tapering*. Con compras de US\$120.000 millones de activos por mes hasta noviembre, la Reserva Federal empezará a rebajar este monto mensual a razón de US\$15.000 millones por mes. Más recientemente, en la reunión de la Reserva Federal de diciembre se decidió reducir el monto mensual de compras a razón de US\$30.000 millones por mes. Adicionalmente, en esta última reunión los y las integrantes del FOMC de la Reserva Federal mostraron proyecciones de suba de tasas más agresivas para 2022.

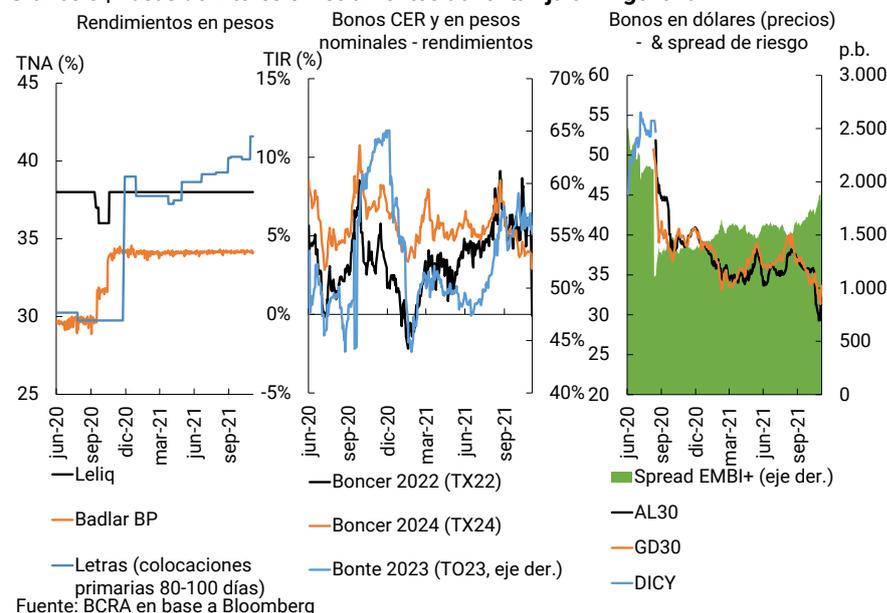
3 Por ejemplo, el S&P 500 y el Eurostoxx 50 acumulan avances en dólares de 22% y 6% en lo que va del año (hasta fines de noviembre), mientras que el ratio de precio a ganancias ajustado cíclicamente se encuentra en ambos casos en niveles relativamente altos.

4 Esto hace que exista cierta preocupación por la posibilidad de que comiencen a incrementarse significativamente los casos de *default*, o que se den problemas de pagos en empresas de gran tamaño. Por ejemplo, en septiembre se dio un episodio de incremento en la incertidumbre en los mercados internacionales con foco en la situación de una empresa china de gran porte (Evergrande). Finalmente la empresa incumplió un pago en diciembre.

de noviembre, ver Gráfico 2) e incremento en los márgenes exigidos en los mercados secundarios de deuda soberana (60 p.b. en el EMBIG). Desde junio los fondos de inversión especializados en emergentes acumulan entradas netas en términos agregados, con ingresos a fondos especializados en acciones parcialmente compensados por salidas desde fondos especializados en deuda. No obstante, en lo que va del segundo semestre, las colocaciones de deuda de emergentes en los mercados primarios se mantienen en niveles similares a los observados pre-COVID.⁵

En el ámbito local, la actividad económica retomó el sendero de recuperación en el tercer trimestre, en un escenario aún condicionado por la pandemia y por la transición que implican las políticas aplicadas para tratar los desequilibrios macroeconómicos existentes con anterioridad al shock del COVID-19.⁶ Se espera que la dinámica de la actividad económica siga mejorando, apuntalada por la flexibilización de actividades y aforos, en función del avance en la campaña de vacunación y la evolución de la situación epidemiológica, beneficiando especialmente a sectores más afectados por la pandemia (como las actividades recreativas, o servicios vinculados al turismo). A esto se le suma el anuncio, en los últimos meses, de nuevas medidas de estímulo a la actividad y apoyo a distintos sectores productivos y sociales, con el fin de fomentar un crecimiento económico sostenible e inclusivo, sin descuidar la sostenibilidad de las cuentas públicas. En el caso del sector financiero, se destacan medidas para estimular el crédito al sector privado, como la “Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME” (LFIP) para el periodo 2021/2022, el programa denominado “Crédito a Tasa Cero 2021” y la extensión del “Ahora 12” para tarjetas de crédito hasta fines de enero de 2022.

Gráfico 3 | Tasas de interés e instrumentos de renta fija en Argentina



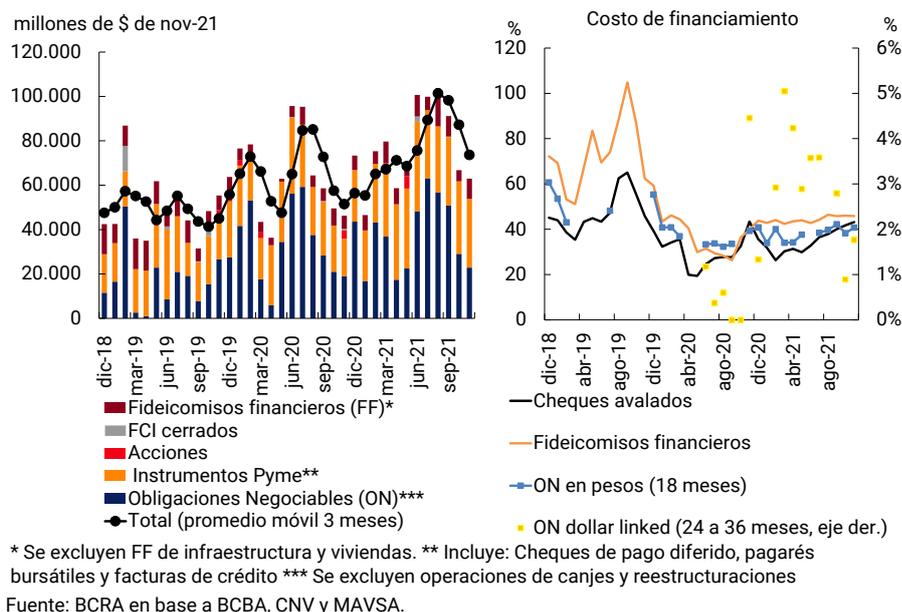
Las distintas variables vinculadas a los mercados financieros locales siguieron mostrando una evolución mixta desde la publicación del último IEF (ver Gráfico 3). El Tesoro continuó accediendo

5 Aunque siguen preponderando las colocaciones corporativas entre los emergentes (más del 70% del total colocado entre julio y noviembre), se observa en el margen un avance en la ponderación de colocaciones soberanas (en los últimos meses con creciente peso de países con grado de inversión).

6 Para más detalle ver últimas ediciones del [Informe de Política Monetaria](#).

a fondeo local, principalmente a través de letras, con buenos resultados en términos de refinanciamiento (ratio de montos colocados en relación a los vencimientos). Los rendimientos de colocación fueron gradualmente crecientes, dado el objetivo de seguir avanzando en la construcción de una curva atractiva y sostenible, consistentes con la situación y perspectivas imperantes en el mercado local. Se destaca que en agosto se dio inicio al Programa de Creadores de Mercado, con el objetivo de generar liquidez y facilitar las operaciones de compra y venta de instrumentos del Tesoro (ver Apartado 1). Con relación a los mercados secundarios, en los últimos meses se verificó un incremento en los rendimientos de los instrumentos del Tesoro en pesos nominales, con empinamiento de la curva de LEDES (los de mayor liquidez), mientras que para los instrumentos ajustables por CER los rendimientos tendieron a contraerse. Por su parte, los rendimientos de los bonos en dólares se ampliaron (en base a cotizaciones en el exterior), lo que se tradujo en un aumento del margen del EMBI argentino. Esto se dio en un escenario en el cual continúan las negociaciones para lograr un acuerdo con el FMI, mientras que se observó una mayor volatilidad en las expectativas cambiarias, propia del proceso electoral. El BCRA calibró entonces su intervención en los mercados de cambios spot y a término, además de adaptar la regulación cambiaria. Asimismo, en octubre y noviembre la CNV implementó nuevas disposiciones sobre operaciones de valores negociables con liquidación en moneda extranjera para reducir la volatilidad de las variables financieras y contener el impacto de oscilaciones de los flujos financieros sobre la economía real.⁷

Gráfico 4 | Financiamiento al sector privado a través del mercado de capitales local



Por último, el financiamiento al sector privado a través del mercado de capitales local siguió incrementándose en el segundo semestre, si bien el tamaño de este mercado sigue siendo acotado en comparación con el de otras economías emergentes y, por lo tanto, con importante margen para profundizar su desarrollo, de forma tal de que actúe como complemento del sistema financiero para financiar inversión a mediano y largo plazo. Entre julio y noviembre el monto agregado de financiamiento a través de mercado (en términos brutos) registró un crecimiento interanual de 35%

⁷ Por su parte, en el mercado de acciones, desde fines de junio el Merval avanzó 13% medido en dólares (considerando la cotización MEP). Esto se dio con un aumento de volumen negociado, aunque el mismo se mantiene muy por debajo de los máximos reciente alcanzado en 2018.

respecto a igual período de 2020 y 11% respecto a los cinco meses previos en términos reales (ver Gráfico 4), aunque con un costo en líneas generales creciente para los principales instrumentos en pesos. El aumento en los montos colocados fue generalizado entre instrumentos (obligaciones negociables, fideicomisos financieros, cheques de pago diferido, pagarés y facturas de crédito)⁸ en términos interanuales, destacándose el rol de las obligaciones negociables (ON), el principal instrumento de financiamiento (ver Apartado 2). En el segmento PYME, si bien el principal instrumento sigue siendo el cheque de pago diferido (con más del 70% de sus montos en formato E-CHEQ), en los últimos meses resulta destacable el dinamismo observado en la operación de pagarés.

2. Principales fortalezas del sistema financiero frente a los riesgos enfrentados

En la segunda parte de 2021 el sistema financiero desarrolló su operatoria sin interrupciones, manteniendo moderadas exposiciones a los riesgos enfrentados y elevadas coberturas. El marco económico operativo fue normalizándose de forma paulatina, en paralelo con un importante avance de la vacunación contra el COVID-19. En particular, se verificó un incremento del nivel de actividad agregado con mejoras en un número creciente de ramas productivas y un aumento de la movilidad de las personas hacia los lugares habituales de trabajo. Frente a este escenario, el Gobierno Nacional y el BCRA fueron focalizando los programas de asistencia al sector privado implementados en el contexto de pandemia.⁹

Tabla 1 | Principales indicadores de solidez del sistema financiero

	Sistema financiero			EFB públicas			EFB privadas nacionales			EFB privadas extranjeras			EFNB		
	sep-20	mar-21	sep-21	sep-20	mar-21	sep-21	sep-20	mar-21	sep-21	sep-20	mar-21	sep-21	sep-20	mar-21	sep-21
Liquidez															
Ratio de cobertura de liquidez	2,1	2,2	2,4	1,9	2,0	2,2	1,9	2,1	2,4	2,4	2,6	2,6	-	-	-
Ratio de fondeo neto estable (1)	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,9	2,0	2,1	2,0	1,9	2,0	-	-	-
Liquidez amplia / Depósitos (%)	66,0	66,0	68,8	56,5	57,4	59,1	70,9	71,8	75,2	74,4	72,9	75,9	42,5	38,9	41,6
En \$	61,6	61,5	65,0	54,6	55,2	56,7	64,9	66,0	70,3	69,2	67,4	72,2	28,2	29,5	28,0
En US\$	84,2	84,6	86,2	65,8	68,8	71,8	98,3	98,2	100,5	90,4	89,0	88,6	254,6	210,0	256,1
Solvencia															
Integración de capital / APR (%)	23,8	25,3	26,2	19,7	21,9	23,6	27,9	29,8	30,6	24,2	24,7	25,1	18,7	19,5	19,4
Integración de capital ordinario nivel 1 / APR (%)	21,7	23,3	24,5	18,8	21,1	22,9	24,4	26,3	27,6	22,4	23,1	23,5	17,0	17,7	17,6
Ratio de apalancamiento (%)	11,8	12,9	13,2	9,3	10,1	10,9	13,3	15,0	15,1	13,0	14,3	13,9	25,5	24,7	24,4
Margen de conservación de capital (% verificación)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	88	100	90
Margen bancos localmente sistémicos (% verificación)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-	-	-
Integración de capital / Crédito al sector privado neto de provisiones (%)	40,3	45,8	47,8	32,0	38,2	40,5	48,1	55,2	58,3	43,8	48,1	49,2	18,8	18,8	18,7
Posición de capital / Crédito al sector privado neto de provisiones (%)	25,8	30,8	32,9	17,1	23,5	26,8	34,0	39,9	42,6	29,0	32,2	33,2	10,1	11,0	10,6
Rentabilidad															
ROE en moneda homogénea (trimestral %a.)	14,5	1,8	9,1	22,7	1,0	9,5	12,0	1,4	9,7	10,6	3,8	9,0	-10,5	-17,8	-15,8
ROA en moneda homogénea (trimestral %a.)	2,1	0,3	1,4	2,8	0,1	1,3	1,9	0,2	1,7	1,7	0,6	1,5	-1,9	-3,3	-3,0
Crédito al sector privado															
Exposición bruta / Activos (%)	33,1	32,0	30,8	30,9	29,9	30,3	32,5	30,8	28,2	34,5	33,8	32,1	80,8	82,4	80,4
Ratio de IRR (%)	4,5	3,9	5,0	7,5	6,6	7,5	3,3	2,4	3,9	2,3	2,2	3,1	5,6	3,7	5,9
Provisiones / Cartera total (%)	5,7	5,7	5,6	6,6	7,0	6,8	5,2	5,2	4,9	5,3	5,0	4,9	4,6	4,0	4,2
Crédito al sector público															
Exposición bruta / Activos (%) (2)	10,9	11,8	13,4	18,0	18,2	21,1	9,2	9,6	11,4	4,5	6,2	6,3	0,3	0,4	0,5
Exposición neta / Activos (%) (3)	-2,0	-1,4	0,4	-7,3	-7,5	-4,8	-1,0	0,0	2,1	3,4	5,0	5,2	0,3	0,4	0,5
Balace en moneda extranjera															
(Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME) / RPC (%)	10,1	9,5	10,0	28,0	29,5	26,3	2,8	2,0	3,0	3,4	-0,2	1,6	14,9	19,2	28,3
Depósitos en ME / Depósitos totales - Sector privado (%)	21	21	19	17	16	15	20	20	18	25	26	23	6	5	6
Préstamos en ME / Préstamos totales - Sector privado (%)	15	14	12	16	14	12	12	11	9	16	16	15	25	24	16

(1) Último dato disponible corresponde a jun-21. (2) Posición en títulos públicos (sin títulos del BCRA) + Préstamos al sector público.

(3) Posición en títulos públicos (sin títulos del BCRA) + Préstamos al sector público - Depósitos del sector público.

APR: activos ponderados por riesgo, IRR: irregular, ME: moneda extranjera, RPC: responsabilidad patrimonial computable.

Fuente: BCRA

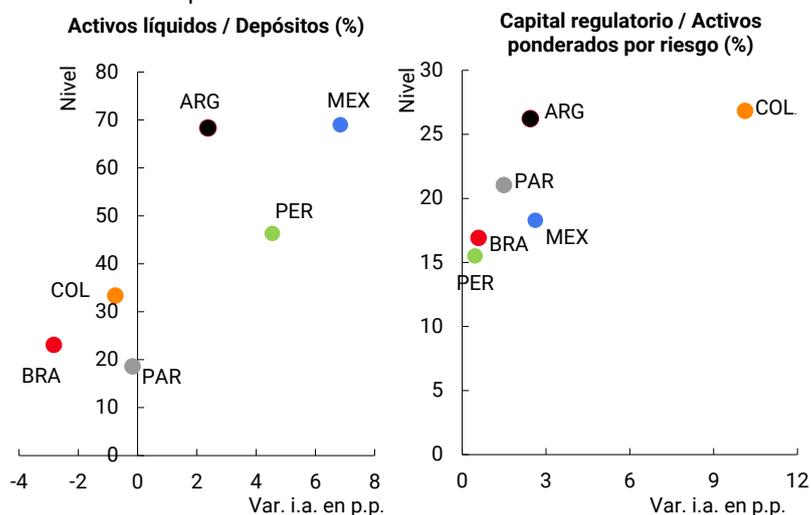
8 En el caso de las ON no se consideran las colocaciones vinculadas a procesos de canje. Se incluye las colocaciones del sector financiero. Por otro lado, se aclara que en el período considerado no se colocaron acciones en el mercado local.

9 Para mayor información ver [IPOM](#).

El sistema financiero sigue manteniendo un conjunto de características estructurales que colaboran en mantener el riesgo financiero sistémico en niveles acotados. En particular, prevalece una baja profundidad del crédito al sector privado en la economía, predomina la intermediación financiera tradicional —poco sofisticada y orientada hacia el segmento transaccional—, y se verifica una baja interconexión directa entre las entidades financieras. A esto se suma el sostenimiento de indicadores de solidez por parte de las entidades financieras en su conjunto (ver Tabla 1) y un esquema de regulación y supervisión que recoge las recomendaciones internacionales sobre mejores prácticas, adaptándolas a la realidad del mercado local (ver Apartado 4). Como es habitual, en esta sección se incluye una revisión de las principales fortalezas relativas del conjunto de entidades financieras frente a la eventual materialización de los factores de riesgos, mientras que en las secciones siguientes se ahondará sobre estos y otros rasgos de fortaleza del sector en el marco de la evaluación de sus fuentes de vulnerabilidad.

i. Altos niveles de liquidez del sistema financiero agregado. En el cierre del tercer trimestre de 2021 la liquidez en sentido amplio¹⁰ del sistema financiero se ubicó en 68,8% de los depósitos (65% en el segmento en pesos y 86,3% en moneda extranjera). Este nivel resultó levemente superior al registro del IEF anterior y al observado en una comparación interanual, manteniéndose por encima del promedio de los últimos 10 años (48,9%) y resultando relativamente elevado al compararlo con los registros de otros sistemas financieros de la región (ver Gráfico 5). En términos de la composición de la liquidez en pesos en sentido amplio, en los últimos 6 meses aumentó la relevancia de los instrumentos del BCRA, mientras que se redujo la ponderación de los saldos en cuenta corriente que las entidades financieras mantienen en esta Institución.

Gráfico 5 | Liquidez y solvencia de los sistemas financieros de la región
Ultima información disponible



Nota: ARG: Argentina, PAR: Paraguay, MEX: México, PER: Perú, BRA: Brasil, COL: Colombia. Datos a septiembre de 2021 para Argentina, el resto de los países al IIT-21 (excepto México al IT-21). Fuente: BCRA y FSI (FMI)

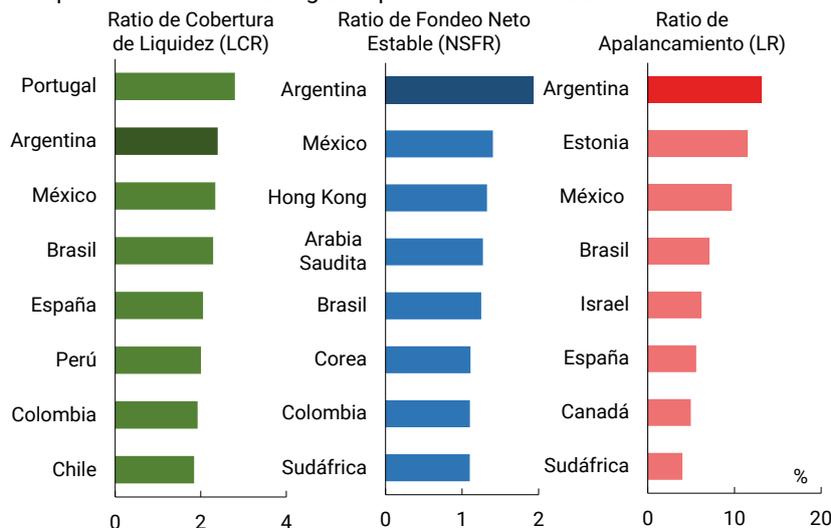
Adicionalmente, en relación con los estándares recomendados internacionalmente en materia de liquidez, el conjunto de entidades locales obligadas a su verificación (entidades del grupo A que

¹⁰ Considerando saldos de disponibilidades, conceptos incluidos en la integración de efectivo mínimo y demás instrumentos del BCRA, tanto en moneda nacional como extranjera.

representan 89% de los depósitos totales del sistema financiero) continuó superando holgadamente los mínimos exigidos. En particular, a nivel agregado el Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR) y el Ratio de Fondeo Neto Estable (NSFR)¹¹ alcanzaron 2,4 y 1,9 en septiembre respectivamente, manteniéndose en niveles similares a los verificados al momento de la publicación de la edición anterior del IEF. Estos niveles locales de los ratios de liquidez de Basilea resultan holgados al compararlos con los de otros sistemas financieros (ver Gráfico 6).

Gráfico 6 | Ratios de Basilea para liquidez y apalancamiento

Comparación internacional según disponibilidad – Última información



Nota: Datos a 2021, excepto Arabia Saudita, Sudáfrica, Israel y Brasil a 2020.

Fuente: BCRA y Bancos Centrales de los países considerados

ii. **Elevados indicadores de solvencia del conjunto de entidades financieras.** Tanto con respecto al IEF anterior como en una comparación interanual, se incrementó la integración regulatoria de capital (RPC) en términos de los activos ponderados por riesgo (APR), totalizando 26,2% para el sistema financiero agregado en septiembre de 2021, como resultado de un incremento en términos reales en la RPC y una disminución real de los APR. Este indicador resulta elevado, al compararlo con el promedio de los últimos 5 años (18,8%) y con respecto a los niveles observados en los sistemas financieros de otras economías de la región (ver Gráfico 5). A nivel local el 93% de la RPC está explicada por el capital nivel 1 (fundamentalmente capital ordinario), que presenta la mayor capacidad para absorber pérdidas ante eventuales shocks. Por su parte, el sistema financiero aumentó el exceso de capital regulatorio (por sobre lo mínimo exigido) en los últimos 6 meses, así como con respecto a septiembre de 2020, hasta alcanzar un nivel equivalente a 222% de la exigencia normativa. Adicionalmente, el conjunto de entidades financieras sostuvo una elevada verificación de los márgenes adicionales de capital regulatorio (de conservación de capital y por bancos localmente sistémicos).

Cabe considerar que la relación entre el exceso de capital del conjunto de entidades (por sobre lo mínimo exigido) y el crédito al sector privado neto de las provisiones, también se expandió en los

¹¹ El [Ratio de Cobertura de Liquidez \(LCR\)](#) considera la disponibilidad de activos lo suficientemente líquidos para enfrentar una potencial salida de fondos en un escenario severo de estrés de corto plazo. El [Ratio de Fondeo Neto Estable \(NSFR\)](#) evalúa que las entidades financieras dispongan de una estructura de fondeo estable —en línea con el negocio al que se dedican— para mitigar el riesgo de eventuales situaciones de estrés originadas en su fondeo.

últimos 6 meses y en una comparación interanual, hasta totalizar 32,9% en septiembre de 2021. Este indicador, cuyo nivel actual más que duplica al promedio de los últimos 15 años, sintetiza el grado de solidez del sistema financiero frente a una eventual materialización del riesgo de crédito, al combinar rasgos como la elevada posición de capital, la moderada exposición al sector privado y el alto provisionamiento. Con respecto a este último punto, el nivel de provisionamiento total del sector continuó siendo alto, del orden de 5,6% del crédito al sector privado sobre el cierre del tercer trimestre, similar al registro de marzo pasado y al de septiembre de 2020. Las provisiones contables continuaron superando al saldo de crédito al sector privado en situación irregular en septiembre de 2021, si bien este indicador se redujo con respecto a marzo de este año en el marco en que fueron perdiendo peso los efectos de las medidas de alivio financiero sobre la situación crediticia de las personas deudoras.

De forma complementaria a los requisitos mínimos de capital, el conjunto de entidades también presentó un elevado nivel del coeficiente de apalancamiento (cociente entre el capital regulatorio de Nivel 1 y una medida amplia de exposiciones; siguiendo la definición del Comité de Basilea). Este indicador totalizó 13,2% en septiembre, aumentando ligeramente con respecto al IEF anterior y en una comparación interanual. De esta forma, el ratio de apalancamiento se mantuvo holgadamente por encima del mínimo exigido de 3% y supera al registrado en otros sistemas financieros (ver Gráfico 6).

Por su parte, el sistema financiero obtuvo resultados totales integrales en moneda homogénea positivos, aunque en descenso a partir de 2021 y con evolución heterogénea entre grupos de entidades.

Los elevados indicadores de solvencia del sistema financiero agregado recogen en parte el efecto de la normativa macroprudencial implementada por el BCRA que incluye la suspensión de la posibilidad de distribución de dividendos de las entidades en el contexto de la pandemia.

iii. Baja ponderación de activos y pasivos denominados en moneda extranjera y reducido descalce de moneda en el balance del sistema financiero. Los activos en moneda extranjera del sistema financiero fueron equivalentes a 17,3% del activo total en septiembre, disminuyendo tanto con respecto al IEF pasado como en una comparación interanual. Los pasivos en moneda extranjera representaron 15,7% del fondeo total (pasivo y patrimonio neto), por debajo del nivel observado en marzo pasado y un año atrás. Considerando estos activos y pasivos en moneda extranjera, así como las compras y ventas a término de moneda extranjera clasificadas fuera de balance, el diferencial en esta denominación representó sólo 10% de la RPC en septiembre, sin cambios significativos respecto al IEF anterior y en una comparación interanual. El acotado nivel de exposición del sistema financiero al segmento denominado en moneda extranjera se explica en parte por el marco de las medidas macroprudenciales vigentes.

iv. Moderado diferencial entre activos y pasivos del sistema financiero con ajuste CER. Se estima que en septiembre el conjunto de entidades financieras registró un nivel positivo, del orden de 59,5% de la RPC, en el diferencial entre activos y pasivos con ajuste de capital por CER o en UVA.

Tanto los activos y pasivos con ajuste CER, como su diferencial han aumentado levemente respecto a los valores registrados en marzo pasado y en una comparación interanual. Este diferencial resulta explicado en mayor medida por el grupo de entidades financieras públicas.

v. La exposición del sistema financiero al sector público se mantiene en niveles acotados. Si bien aumentó levemente con respecto al IEF anterior e interanualmente, en septiembre de 2021 el crédito al sector público representaba 13,4% del activo total del sistema financiero, manteniéndose en niveles moderados a partir de la normativa macroprudencial vigente. Este nivel se mantuvo levemente por debajo del promedio de otras economías emergentes.¹² El aumento que verificó este indicador se produjo en el marco de la entrada en vigencia desde mediados de 2021 de la normativa que permite a las entidades financieras integrar con títulos públicos nacionales en pesos —con ciertas características¹³— la porción de la exigencia de efectivo mínimo que puede integrarse con LELIQ.¹⁴ Cabe considerar que a los efectos de garantizar que estos títulos tengan liquidez en todo momento, se estableció un mecanismo específico por el cual las entidades, en caso de ser requerido, pueden vender al BCRA las tenencias que hayan comprado para integrar los encajes. Si se tienen en cuenta los depósitos del sector público, la posición neta del sistema financiero frente a este sector (todos los niveles) resultó levemente acreedora a septiembre (0,4% del activo del conjunto de entidades).

En función de los aspectos de fortalezas hasta aquí mencionados, se espera que el sistema financiero mantenga resiliencia ante una eventual ocurrencia de un escenario adverso. En este sentido, como parte del análisis de estabilidad, a continuación se reportan los principales factores de riesgo exógenos que eventualmente podría llegar a enfrentar el sistema financiero en los próximos meses:

i. Riesgo de una ralentización transitoria en la recuperación económica y/o de una mayor volatilidad de los mercados financieros locales. En los últimos meses la economía ha dado señales de mayor dinamismo, con expectativas de que esta tendencia se profundice de la mano de la normalización de las actividades (con cumplimiento de protocolos sanitarios y de los esquemas de vacunación) y de la implementación de nuevas medidas de estímulo. Por su parte, el BCRA continúa haciendo uso de las herramientas disponibles a fin de promover las condiciones locales de estabilidad financiera. Sin embargo, la pandemia aún no ha sido superada y subsisten factores que generan incertidumbre y pueden condicionar la economía. Adicionalmente, podrían darse situaciones de aumento en la volatilidad en algunos segmentos de los mercados financieros locales como en los últimos meses (en su momento vinculadas al proceso de elecciones legislativas ya culminado). En este sentido, debe tenerse en cuenta la potencial incidencia de factores como las expectativas respecto a un próximo acuerdo con el FMI o la dinámica estacional del mercado de cambios, entre otros. Este tipo de cues-

12 Considerando la última información disponible para una muestra de 20 países emergentes el promedio de este indicador se situó en torno a 15,2% (fuente FMI).

13 Los títulos públicos que pueden usarse no incluyen a los vinculados a la cotización del dólar. Los títulos deben ser adquiridos por suscripción primaria, con plazo residual no inferior a 120 días y no mayor a 450 días. Ver Comunicación "A" [7290](#) y [7383](#). Cabe considerar que ya desde 2018 las entidades financieras se encontraban habilitadas para integrar parte de las exigencias de efectivo mínimo con "Bonos del Tesoro Nacional en pesos a tasa fija" (con vencimiento en 2020 / 2022).

14 A septiembre de 2021 los títulos públicos que pueden utilizarse para la integración de efectivo mínimo enmarcados en la comunicación "A" [7290](#) explicaron 14,3% del crédito al sector público otorgado por el sistema financiero.

tiones, dependiendo de su naturaleza, podrían afectar tanto al entorno en que se lleva a cabo la intermediación financiera (demanda y oferta de crédito, evolución de los depósitos) como al riesgo de crédito que enfrentan los bancos.

ii. Riesgo de empeoramiento del contexto externo en la transición hacia una nueva normalidad, en un contexto en el cual perduran vulnerabilidades a nivel mundial. Como se mencionó para el caso local, a nivel global la pandemia sigue generando incertidumbre, pese a los significativos avances verificados. Si bien el riesgo se encuentra más contenido, podrían intensificarse los problemas vinculados al COVID-19 (impacto de la nueva cepa, intensidad de la tercera ola de contagios en el hemisferio norte, problemas con procesos de vacunación), con efectos negativos sobre las expectativas de crecimiento y el comercio internacional. Por otro lado, aunque los mercados financieros internacionales han mantenido un sesgo mayormente favorable, no puede descartarse la posibilidad de una materialización de nuevos episodios de tensiones de magnitud. En los últimos meses creció la probabilidad de eventuales correcciones en la velocidad e intensidad esperadas de la normalización de la política monetaria en economías desarrolladas. Dada la existencia de vulnerabilidades a nivel global (mencionadas en la primera sección de este IEF), esto podría generar desafíos a la estabilidad financiera internacional en general y a los emergentes en particular. Dependiendo el tipo de shock que se presente –con mayor incidencia sobre canal real o canal financiero–, un empeoramiento del contexto externo tendrá mayores efectos sobre la actividad económica (a través de impactos sobre precio de materias primas y nivel de actividad de socios comerciales de Argentina) o sobre las condiciones financieras, con particular énfasis sobre los flujos de portafolio y los mercados de monedas (efectos derrame). En este último caso, si bien la regulación local del mercado de divisas y la política de administración del tipo de cambio colaboran con amortiguar los efectos de tensiones en mercados internacionales, podría verificarse un efecto sobre las tasas de interés locales así como el fondeo bancario en general, con incidencia sobre la intermediación financiera.

iii. Riesgos operacionales, en un contexto de mayor dependencia de la tecnología. Mientras que el uso de teletrabajo y canales digitales para transacciones financieras cobraron fuerza en forma generalizada tras el shock del COVID-19, se espera que su presencia siga siendo relevante en un mundo pos-pandemia, generando exposición a riesgos operacionales en el sistema financiero a nivel mundial. En el caso argentino, si bien no se han dado hasta el momento eventos disruptivos asociados a este tipo de riesgos, se mantienen los esfuerzos en materia de divulgación y prevención, sobre todo en lo que refiere a fraudes y ataques de ciber-seguridad, que se suman al marco normativo del BCRA en la materia y a las respectivas acciones de supervisión.

Entre otros factores de riesgo que pueden mencionarse se incluye, por ejemplo, aquellos vinculados al cambio climático. En este sentido, se está generando una agenda de trabajo sobre finanzas sostenibles tanto a nivel global como localmente (ver Recuadro 1). Por otra parte, pensando en un escenario pos-pandemia, resta por ver qué cambios estructurales terminan materializándose a nivel global (como cambios en modelos de negocios, innovaciones tecnológicas en el campo de las finanzas o modificaciones regulatorias) con impacto sobre la intermediación financiera. Por ejemplo, el crecimiento en el uso de criptoactivos (partiendo de niveles relativamente bajos en la actualidad), podría

llegar a constituir una fuente de potenciales riesgos, especialmente para economías emergentes relativamente más vulnerables, generando desafíos para la política monetaria y cambiaria.

Recuadro 1. Avances en materia de finanzas sostenibles en Argentina

En los últimos meses Argentina continuó impulsando el abordaje de los desafíos y riesgos financieros originados por el cambio climático (CC)¹⁵, temática que ha escalado significativamente tanto en la agenda de los distintos organismos internacionales como en la de países desarrollados y emergentes. En este marco, a lo largo de 2020 se creó la Mesa Técnica de Finanzas Sostenibles (MTFS)¹⁶ como una instancia permanente para desarrollar y fortalecer las finanzas sostenibles en nuestro país. En la MTFS participan el Ministerio de Economía (coordinador), el BCRA, la Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN), entre otros entes del sector público. Su objetivo es comenzar a formular una Estrategia Nacional de Finanzas Sostenibles que contribuyan a alcanzar objetivos económicos y sociales en el marco de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) de las Naciones Unidas. Ello incluye la consideración de metas de mitigación y adaptación al cambio climático en el país.

Como resultado de los esfuerzos de coordinación llevados adelante por la MTFS, en septiembre de este año se firmó la “Declaración Conjunta de las Entidades Reguladoras del Sector Bancario, de Seguros y del Mercado de Capitales con Relación al Desarrollo de las Finanzas Sostenibles en Argentina”¹⁷. En esta declaración se abordaron, entre otros compromisos: i) el impulso del desarrollo de las finanzas sostenibles a nivel local y la promoción de una adecuada incorporación, gestión, regulación y supervisión de los riesgos asociados a los aspectos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG); ii) la elaboración de una agenda conjunta que permita a las entidades bajo supervisión desarrollar, en el mediano/largo plazo, las capacidades necesarias para identificar, gestionar e incorporar los criterios ASG en sus estrategias de negocio; y iii) la evaluación de los potenciales riesgos a la estabilidad del sistema financiero y de la balanza de pagos vinculados a los factores ASG.

El BCRA está comenzando a abordar el tema desde su propia estructura interna, participando en foros internacionales y planificando una agenda de trabajo transversal a toda la Institución. Esta última incluirá tareas y responsabilidades, asumiendo que las finanzas sostenibles requieren un abordaje multifocal. Dentro de los objetivos iniciales a considerar se puede mencionar el de elaborar un estado de situación del sistema financiero, a fin de evaluar el grado de incorporación de los riesgos financieros vinculados al cambio climático como variable en la estrategia de negocio de las entidades. Esto permitiría consolidar un proceso de concientización de todas las entidades sobre la necesidad de identificar y, eventualmente, incorporar los mencionados riesgos en sus instituciones y políticas de gestión. Debe destacarse que si bien la agenda sostenible tiene una proyección a largo plazo, es necesario avanzar en pasos intermedios para llevar a cabo un proceso de análisis, evaluación e implementación de manera integral en el sistema financiero argentino.

15 Para un mayor detalle, ver Apartado 3 del IEF I-21.

16 <https://www.argentina.gob.ar/economia/asuntosinternacionales/mesafs>

17 Declaración conjunta. <https://www.bkra.gob.ar/Pdfs/Noticias/Declaracion-conjunta-finanzas-sostenibles.pdf>

El impulso y abordaje que hacen los distintos países en materia de cambio climático y finanzas sostenibles debe presentar sólidas bases de coordinación a nivel internacional, tendiendo así a lograr un sendero de menor emisión de gases contaminantes a nivel mundial. El desafío consiste en alcanzar este objetivo sin generar shocks adversos sobre la actividad económica, especialmente en aquellos países que en la actualidad se encuentran en vías de desarrollo.

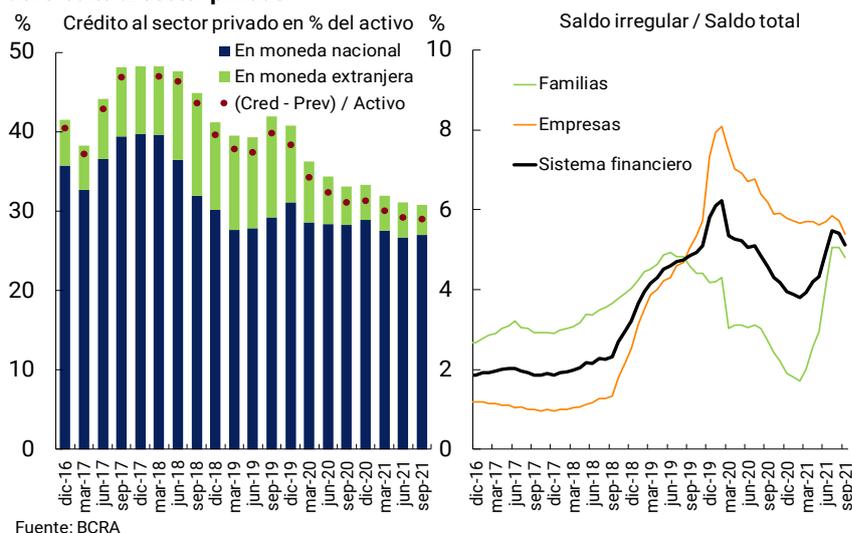
En la próxima sección se ahondará en el análisis de estabilidad financiera, considerando las principales fuentes de vulnerabilidad identificadas para el sistema financiero local, dada la exposición en su hoja de balance a los factores de riesgo mencionados. Estas fuentes de vulnerabilidad se contrapondrán a las fortalezas del sistema financiero, para evaluar en qué condiciones se encuentra para enfrentar la eventual materialización de los factores de riesgo arriba señalados.

3. Fuentes de vulnerabilidad y factores específicos de resiliencia del sistema financiero

3.1. Exposición patrimonial al riesgo de crédito

En el cierre del tercer trimestre de 2021 la exposición del sistema financiero al sector privado se mantuvo en niveles moderados, reduciéndose con respecto al IEF anterior y en una comparación interanual (ver Gráfico 7). El saldo del crédito al sector privado se ubicó en 30,8% del activo total del conjunto de entidades financieras, cayendo 1,2 p.p. con respecto a marzo de 2021 y 2,3 p.p. i.a. (el promedio de los últimos 10 años de este indicador es 44%). El financiamiento al sector privado neto de las provisiones totales en términos del activo total también disminuyó en el período, hasta 29%.

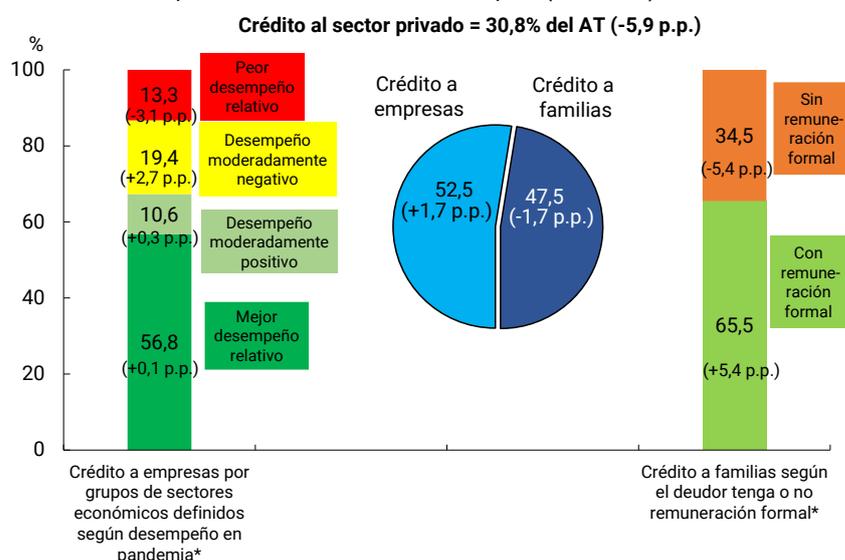
Gráfico 7 | Exposición bruta del sistema financiero al sector privado y ratio de irregularidad del crédito al sector privado



A septiembre de 2021 la exposición del sistema financiero al sector privado estuvo conformada en partes similares (ver Gráfico 8) por los créditos a empresas (52,5% del total) y por los préstamos a

familias (47,5%). La mayor parte de la exposición del agregado de entidades al segmento de financiamiento a empresas se encuentra explicada por el agrupamiento de sectores que tuvieron el mejor desempeño económico relativo desde el comienzo de la pandemia (casi 57% del total).¹⁸ En contraposición, el crédito al conjunto de sectores con el peor desempeño económico relativo desde febrero de 2020 explica actualmente una porción moderada del financiamiento total a empresas (13,3% del total). Por su parte, según la información disponible, se estima que casi dos terceras partes de la exposición del sistema financiero a los préstamos a familias estaba constituida por créditos cuyo deudor tenía un empleo en relación de dependencia (cociente que habría aumentado levemente con respecto a la situación pre-pandemia).

Gráfico 8 | Composición de la exposición del sistema financiero al sector privado
Crédito al sector privado sobre el activo total a sep-21 (vs. feb-20)



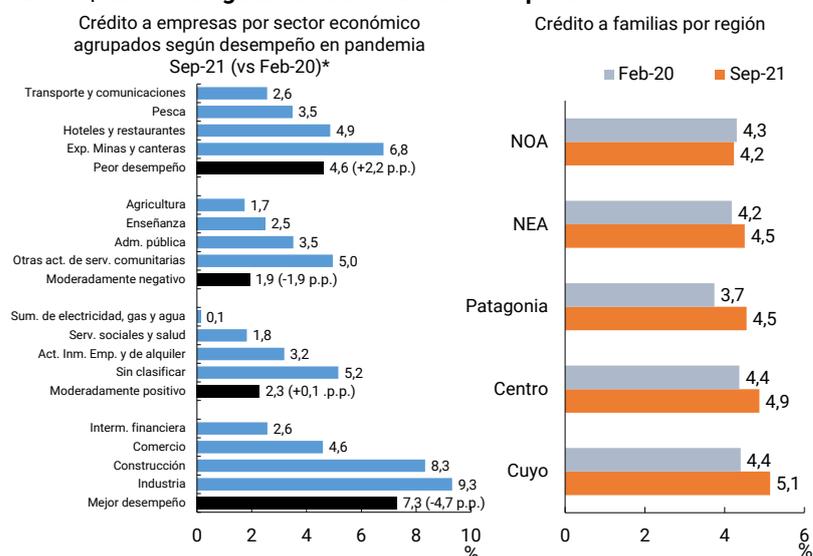
En relación con los indicadores de materialización de riesgo de crédito, el ratio de financiamientos al sector privado en situación irregular (según clasificación normativa de deudores) para las entidades en su conjunto totalizó 5% en septiembre pasado (ver Gráfico 7). Tal como se preveía, este indicador aumentó con respecto a marzo (+1,2 p.p.), en tanto fue atemperándose el efecto de las medidas especialmente diseñadas en el contexto de la pandemia para aliviar la carga financiera del sector privado. La desarticulación paulatina de tales medidas forma parte de la estrategia de focalización de las acciones de política llevada adelante por el BCRA. Se busca readecuar la atención especialmente hacia los sectores aún vulnerables y aún más afectados por el escenario de

18 Se considera una estimación de la evolución del nivel de actividad económica sectorial desde febrero de 2020 hasta septiembre de 2021 sin estacionalidad. Se agrupan 16 sectores económicos en 4 conjuntos definidos según los 4 cuartiles de la distribución de las tasas de variación de la actividad de cada sector en el período mencionado. De esta estimación surgen los siguientes conjuntos: (i) mejor desempeño económico relativo (conformado por los sectores de Construcción, Comercio, Industria e Intermediación financiera), (ii) desempeño económico moderadamente positivo (Suministro de electricidad, Gas y agua, Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler, Servicios sociales y salud y Sin clasificar); (iii) desempeño económico moderadamente negativo (Agricultura, Enseñanza, Otras actividades de servicios y comunitarias, y Administración pública) y (iv) peor desempeño económico relativo (Exploración de minas y canteras, Transporte y comunicaciones, Pesca y Hoteles y Restaurantes).

pandemia.¹⁹ No obstante el mencionado aumento en el ratio de irregularidad en los últimos 6 meses, cabe destacar que en agosto y septiembre se observó cierta reducción en el mismo, desempeño plasmado tanto en el segmento de crédito a familias como a empresas.

El ratio de irregularidad de las financiaciones a las familias se ubicó en 4,8% de esa cartera en septiembre, 2,8 p.p. por encima del registro de marzo de 2021 (+2,1 p.p. i.a.) principalmente por el desempeño de los créditos personales. Cabe considerar que estos niveles resultan levemente superiores (+0,5 p.p.) a los registrados previo al comienzo de la pandemia. Dentro del segmento de crédito a los hogares se mantuvo una baja dispersión del ratio de irregularidad distinguiendo por zonas geográficas, siendo este indicador levemente superior en Cuyo y en la zona Centro (ver Gráfico 9). Por su parte, el ratio de irregularidad del crédito a empresas totalizó 5,4% en el período, 0,3 p.p. por debajo del registro de marzo de 2021 (-0,8 p.p. i.a.).

Gráfico 9 | Ratio de irregularidad del crédito al sector privado



*Para la definición de los grupos de sectores, ver nota al pie 15 del texto. Fuente: BCRA

En el contexto de los cambios normativos implementados,²⁰ los niveles actuales del ratio de irregularidad del crédito a empresas son menores que los evidenciados antes del comienzo de la pandemia (-2,7 p.p.). Teniendo en cuenta el crédito a empresas por agrupamiento de sectores económicos, el ratio de morosidad correspondiente al conjunto que tuvo el mejor desempeño económico relativo desde el comienzo de la pandemia, si bien es elevado, evidenció la reducción más importante (-4,7 p.p. desde febrero de 2020, hasta 7,3%, ver Gráfico 9)²¹. Por su parte, el financiamiento al conjunto de sectores con peor desempeño económico relativo durante la pandemia observa un

19 Entre estas medidas se encuentran: (i) la refinanciación de los pagos de las tarjetas de crédito en 2 oportunidades (abril y septiembre de 2020), (ii) la posibilidad de transferir cuotas impagas al final de la vida del crédito sin costes adicionales más allá del tipo de interés contractual —medida vigente para todas las personas deudoras del sector privado entre principios de abril de 2020 y fines de marzo de 2021, y desde entonces sólo disponible para aquellas personas empleadoras que se enmarcan en el Programa de Recuperación Productiva II—, y (iii) la modificación de los parámetros para clasificar a las personas deudoras del sistema financiero —vigente hasta mediados de 2021—, entre otras.

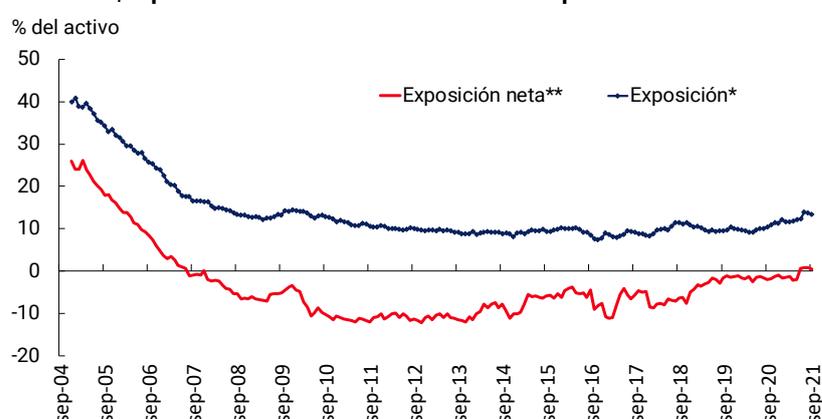
20 Cabe considerar que este indicador utilizado habitualmente para tener una dimensión de la materialización del riesgo de crédito debe interpretarse atendiendo los cambios normativos aún vigentes (ver punto (ii) de la nota al pie anterior).

21 El nivel del ratio de morosidad agregado para este conjunto está influido por casos puntuales de magnitud en el sector Industrial y, en menor medida, en la Construcción.

ratio de irregularidad creciente en el período (+2,2 p.p. desde febrero de 2020), si bien sobre la base de un nivel inferior al promedio del crédito a empresas.

En lo que respecta a la exposición del sistema financiero al sector público (todas las jurisdicciones), desde niveles moderados se registró un incremento con respecto al IEF anterior y en una comparación interanual (ver Gráfico 10). El financiamiento al sector público representó 13,4% del activo total del conjunto de entidades en septiembre, 1,6 p.p. más que en marzo (+2,4 p.p. i.a.). Este nivel resulta ligeramente inferior a la media de una muestra de países emergentes.²² En el cierre del tercer trimestre la posición neta del sistema financiero frente al sector público —contemplando el financiamiento a este sector neto de sus depósitos, proveniente de todas las jurisdicciones— resultó levemente acreedora, por el equivalente a 0,4% del activo del conjunto de entidades.

Gráfico 10 | Exposición del sistema financiero al sector público



*Exposición: (Posición en títulos públicos (no incluye instrumentos del BCRA) + Préstamos al sector público) / Activo total.

**Exposición neta: (Posición en títulos públicos (no incluye instrumentos del BCRA) + Préstamos al sector público - Depósitos del sector público) / Activo total.

Sector público incluye todas las jurisdicciones (nacional, provincial y municipal).

Fuente: BCRA

En el marco de los cambios que se vienen registrando en las exposiciones asumidas por el sistema—leve reducción en la exposición al sector privado y ligero incremento en aquella al sector público—, sumado al desempeño de la irregularidad —con incremento previsible luego de la focalización de las medidas de alivio financiero y cierta expectativa de nuevos reacomodamientos—, esta fuente de vulnerabilidad se mantendría relativamente como la más relevante de cara a 2022 para el agregado de las entidades financieras, mientras que su evolución y potencial impacto estarán condicionados a la eventual materialización de los factores de riesgo planteados en la Sección 2.

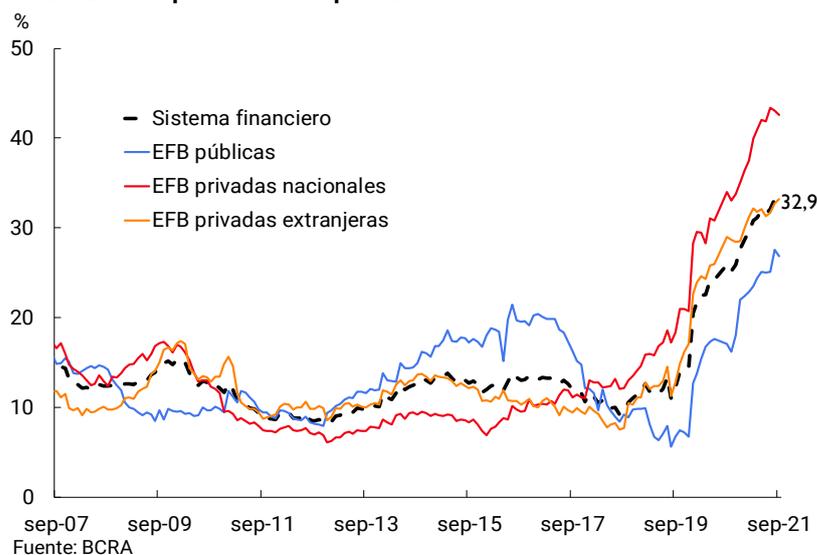
3.1.1 Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

La solvencia del sistema financiero agregado se mantuvo relativamente elevada. En primer lugar, se destaca que a septiembre último las provisiones totales contabilizadas por el sistema financiero representaron 110,5% del saldo de crédito al sector privado en situación irregular. Si bien este ratio

²² Para mayor detalle ver nota al pie 12.

resultó inferior al registrado al momento de la publicación del IEF anterior,²³ se mantuvo en niveles relativamente altos (el promedio para este indicador fue de 95,4% entre septiembre de 2019 y febrero de 2020 —previo al comienzo de la pandemia—). Por otro lado, el exceso de capital regulatorio (por sobre lo mínimo exigido) en términos del crédito al sector privado neto de provisiones se encuentra muy por encima del promedio de los últimos 10 años (ver Gráfico 11). Esto se refleja tanto a nivel sistema como en todos los grupos de entidades.

Gráfico 11 | Posición regulatoria de capital (RPC- exigencia) en términos del saldo de crédito al sector privado neto de provisiones



Las medidas de alivio financiero tomadas por el BCRA en el marco de la pandemia (que fueron gradualmente focalizándose a partir de la recomposición de la actividad económica y de la evolución de la situación sanitaria aún en monitoreo) **contribuyeron a brindar un marco de sustentabilidad al entramado productivo de la economía local**, dando soporte tanto a empresas como a familias.²⁴ Con estas medidas se buscó acotar el eventual deterioro de la situación financiera del sector privado ante el shock inicial, aminorando así eventuales impactos adversos sobre la solvencia del agregado de entidades financieras locales. Como se mencionó, si bien en 2021 estas medidas se focalizaron en los sectores aún afectados por el escenario de pandemia, una porción de las personas deudoras que recibieron estos beneficios en 2020 todavía dispone de parte de los mismos, contribuyendo positivamente a su situación financiera.

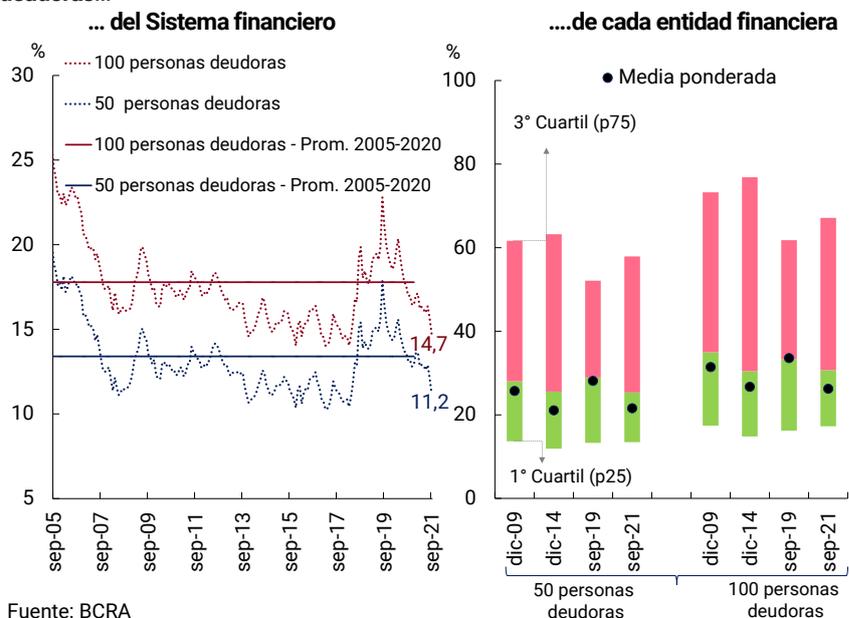
El grado de concentración del crédito bancario entre las personas deudoras es moderado, mostrando una nueva disminución durante 2021. Las 100 y 50 principales personas deudoras representaron 14,7% y 11,2% del crédito al sector privado respectivamente (ver Gráfico 12), manteniéndose en un entorno de registros bajos en comparación con el promedio de los últimos 15 años. El desempeño decreciente de estos indicadores en el último año se produjo en el contexto de los programas impulsados por el BCRA en conjunto con el PEN, como la “Línea de Financiamiento

23 Influida por el efecto que tuvo la paulatina desarticulación y focalización de las medidas de alivio financiero sobre la evolución del saldo en situación irregular.

24 Se estima que 6,2 millones de personas humanas ha hecho uso de alguna medida de alivio (51% del total de personas humanas deudoras) y 28,3 mil personas jurídicas (15% del total de personas jurídicas deudoras).

para la Inversión Productiva de MiPyMEs” (LFIP), la línea de “Tasa Cero 2021” y el programa “Ahora 12” (ver Recuadro 3 y 4) que, al estar destinados a MiPyMEs y familias, en general generan créditos ubicados en los tramos de menor tamaño relativo.

Gráfico 12 | Participación en el crédito al sector privado de las principales personas deudoras...



Fuente: BCRA

En los últimos años no hubo grandes modificaciones en los estándares de originación crediticia. Según la Encuesta de Condiciones Crediticias (ECC)²⁵ correspondiente al tercer trimestre del año, los estándares crediticios asociados a los hogares no presentaron cambios significativos con respecto a las ondas precedentes; abarcando esta situación a casi todas las líneas. En el caso de los estándares de originación del crédito a empresas, si bien hubo una pequeña flexibilización en la última onda de la ECC, en los últimos años no hubo grandes modificaciones en los mismos.

Los niveles de endeudamiento de familias y empresas se mantienen en niveles mínimos en una comparación histórica e internacional. A septiembre de 2021 el saldo estimado de deuda privada en sentido amplio²⁶ representaba 6,5% del PIB para las familias y 12,6% para el sector corporativo,²⁷ disminuyendo respecto a fines de 2020 (representaba 7,3% del PIB para las familias y 14,3% para

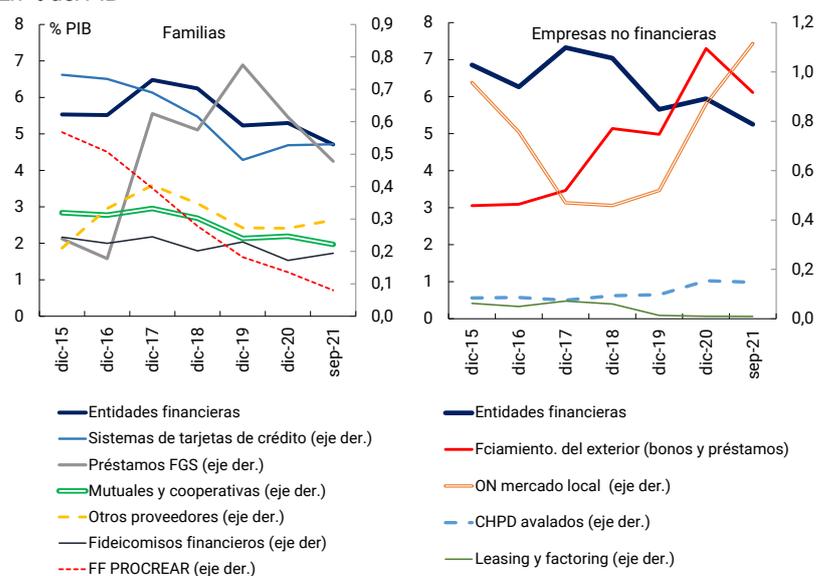
25 Para un mayor detalle ver [ECC](#) del tercer trimestre de 2021.

26 Incluyendo, además de préstamos del conjunto de entidades financieras reguladas por el BCRA: financiaciones de sistemas de tarjetas de crédito, préstamos de mutuales y cooperativas, financiamiento de otros proveedores de crédito no bancarios registrados ante BCRA, financiaciones en cartera de fideicomisos financieros no vinculados a infraestructura, préstamos del FGS (incluyendo cartera de PRO.CRE.AR), obligaciones negociables emitidas por el sector privado no financiero con legislación local, cheques de pago diferido, préstamos vinculados a *leasing* y *factoring* y financiamiento externo a través de bonos y préstamos (sin incluir créditos y anticipos comerciales). En noviembre último el BCRA anunció la creación de un [registro para los Proveedores de Servicios de Crédito entre Particulares](#) (plataformas que ofrecen el servicio de acercar y poner en contacto a uno o más oferentes con demandantes de crédito para concretar operaciones de préstamo en pesos).

27 Saldos a septiembre (excepto para mutuales y cooperativas y para financiamiento del exterior) en porcentaje del PIB sin estacionalidad estimado para el tercer trimestre de 2021.

las empresas).²⁸ La caída en estos ratios se da como efecto combinado de un descenso en términos reales de los saldos de financiamiento, con un aumento del PIB real. En términos del crédito al sector familias, retroceden en términos reales tanto los préstamos bancarios (el principal componente) como los préstamos del FGS y los de mutuales y cooperativas²⁹ (ver Gráfico 13). Esto es sólo marginalmente compensado por aumentos en términos reales en los saldos de sistemas de tarjetas de crédito no bancarias, el crédito otorgado por otros proveedores registrados ante BCRA (que no son ni tarjetas ni mutuales ni cooperativas³⁰) y los fideicomisos financieros. En el segmento corporativo la merma en términos reales de los saldos fue más generalizada. Se dio tanto para los dos principales componentes, los préstamos bancarios y financiamiento del exterior³¹, como para el instrumento de mercado de capitales más usado por las PyMEs, los cheques de pago diferido. Sin embargo, se registró un incremento real en los saldos de ON locales del sector privado no financiero, por efecto combinado de colocaciones netas (ver Apartado 2) y, en menor medida, re-expresión de saldos en pesos.³² En líneas generales, se destaca que los ratios financieros de las empresas con oferta pública tendieron a mejorar, disminuyendo la porción de empresas en situación relativamente más vulnerable (ver Recuadro 2).

Gráfico 13 | Financiamiento en sentido amplio a familias y empresas
En % del PIB



Fuente: BCRA en base a INDEC, CNV, MAE, MAV, ANSES e INAES

28 Con respecto al promedio observado a fines de los 5 años previos, estos niveles implican una caída en el caso del financiamiento a las familias (promedio de 8% del PIB entre dic-16 y dic-20) y una suba para las empresas (desde 12% del PIB).

29 Total de préstamos otorgados por mutuales y cooperativas, en base a datos de INAES (datos a junio).

30 Incluye préstamos otorgados, entre otros, por cadenas minoristas, empresas financieras y *fintechs*. Para más información sobre otros proveedores registrados en BCRA, ver [Informe de Otros Proveedores No Financieros de Crédito](#).

31 Tanto en formato de bonos como de préstamos, dato en base a información de cuentas internacionales publicado por el INDEC (datos a junio).

32 Se destaca que el saldo de ON locales del sector corporativo no financiero está compuesto 60% en instrumentos dollar-linked, 18% en dólares, 14% en UVA y 8% en pesos nominales (estimación a septiembre de 2021). En el segmento dollar-linked como en el segmento en dólares, sobresalen la participación de empresas de sectores como petróleo y gas, agricultura y energía eléctrica (en varios casos con ingresos vinculados a la evolución del tipo de cambio)

Los hogares y las empresas presentan una moderada carga de los servicios de su deuda bancaria. Se estima que en el cierre del tercer trimestre del año la carga de la deuda de las familias³³ y de las empresas continuó en niveles acotados en términos agregados, recogiendo en parte el efecto de las políticas de estímulo crediticio bajo condiciones financieras favorables para las personas deudoras.

Baja y decreciente importancia relativa del crédito al sector privado en moneda extranjera, con acotado descalce de moneda de las personas deudoras (efectos de la regulación macroprudencial). El saldo de financiamiento al sector privado en moneda extranjera representó sólo 12,2% del saldo total crédito a este sector en el cierre del tercer trimestre, cayendo con respecto al registro de marzo y en una comparación interanual. Cabe destacar que, en línea con la normativa macroprudencial vigente, este financiamiento en moneda extranjera está canalizado a personas deudoras con ingresos en moneda extranjera, o ingresos correlacionados positivamente con el tipo de cambio —fundamentalmente pertenecientes a una actividad relacionada con el comercio exterior—. Esto limita la eventual materialización del riesgo de crédito derivados de las fluctuaciones en el tipo de cambio.

Recuadro 2. Situación financiera de empresas con oferta pública

Las empresas con oferta pública, conjunto utilizado como primera aproximación a la situación del sector corporativo³⁴, muestran en la primera mitad de 2021 balances con ciertas mejoras. Esta tendencia se verifica para varios de los principales indicadores financieros. Se destaca la recuperación respecto al mismo período de 2020 (impacto del shock del COVID-19³⁵), con una mejora relativamente leve en el margen.

En lo que va de 2021 se destaca un avance interanual en los resultados operativos y en los resultados antes de impuestos (en términos de la mediana; ver Tabla R.2.1).³⁶ En términos de capacidad de pago, estos comportamientos llevaron a una sostenida mejora en el ratio de cobertura de intereses con ingresos. También continuó la recomposición de la liquidez. En relación con el grado de apalancamiento, si bien en los últimos semestres se observó una leve tendencia ascendente (con heterogeneidad entre sectores)³⁷, se verificó un menor peso relativo del pasivo de corto plazo. El descalce de moneda se redujo (en términos absolutos) respecto del semestre previo, aunque se mantuvo por encima de lo observado un año atrás. En 2021 no hubo casos puntuales de empresas

33 En el caso de los hogares, la estimación de la carga financiera anual de la deuda —sin contemplar variaciones en la tasa de interés para el caso de créditos pactados a tasa variable, ni cancelaciones anticipadas ni refinanciamientos— representó 14,1% de la masa salarial a octubre de 2021.

34 Las empresas con oferta pública consideradas constituyen un segmento de firmas de tamaño relativo grande/mediano dentro del sector corporativo no financiero local (el análisis no incluye empresas bajo el régimen simplificado para PyMEs). Para mayor detalle sobre cobertura y metodología ver secciones sobre “Situación patrimonial del sector corporativo” en IEF I-17, “Empresas con oferta pública y descalce de monedas” en IEF I-18 y “Situación financiera de empresas con oferta pública” en IEF I-19, II-20 y I-21.

35 Para más información respecto al impacto del COVID-19 sobre los balances de empresas en 2020 ver “Situación financiera de empresas con oferta pública” (EF II-20) y “Situación financiera de empresas con oferta pública en 2020” (IEF I-21).

36 La rentabilidad final (ROE) mostró una evolución menos favorable, principalmente dado el efecto de modificaciones en el impuesto a las ganancias que afectaron los balances del IIT-21.

37 Con incrementos más marcado en sectores como el de servicios y construcción, mientras se redujo para producción primaria y comercio.

con problemas para afrontar pagos de servicios o capital de obligaciones negociables (ON), a diferencia de lo observado en 2020³⁸.

Tabla R.2.1 | Empresas con oferta pública – Evolución de principales indicadores

Principales indicadores (mediana):	Semestre***					Trimestre						
	IS-19	IIS-19	IS-20	IIS-20	IS-21	IV-19	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21
Rentabilidad final en % del PN (ROE) - anualizado	5,0	2,6	0,5	11,1	0,4	14,4	(1,0)	3,3	6,6	12,3	12,8	(5,9)
Resultados antes de impuestos en % del PN - anualizado	12,4	4,4	0,7	7,4	12,2	16,2	1,3	1,8	10,5	10,6	11,8	14,0
Resultados operativos en % del PN - anualizado	12,7	17,0	7,1	13,5	13,3	16,7	8,3	6,6	13,1	15,6	11,9	15,3
Cobertura de intereses: EBIT* / intereses pagados (veces)	1,42	1,68	1,00	1,41	1,47	1,61	0,95	1,07	1,65	1,87	1,37	1,37
Apalancamiento: pasivo / activo (%)	57,5	58,3	57,7	58,0	58,5	57,8	57,1	57,9	57,1	57,6	56,1	59,5
Liquidez corriente: activo corriente / pasivo corriente (%)	118,6	116,9	108,5	111,1	115,8	116,9	113,3	109,7	113,8	108,6	118,6	122,1
Liquidez ácida: (activo corriente - inventarios) / pasivo corriente (%)	85,5	79,5	87,3	84,1	84,2	83,0	82,7	82,8	84,7	86,3	87,6	90,2
Deuda de corto plazo / deuda total (%)	56,3	51,7	50,6	51,9	46,0	49,4	48,3	47,3	54,4	46,8	47,7	37,3
Descalce en moneda extranjera empresas con ON en dólares: (activo ME-pasivo ME) / activo total** (%)	(22,6)	(26,0)	(23,0)	(28,2)	(26,9)	(28,1)	(23,4)	(24,1)	(23,6)	(27,8)	(27,5)	(25,5)

(*) EBIT: ganancias antes de intereses e impuestos. (**) ME: Moneda extranjera. Activo en moneda extranjera menos pasivo en moneda extranjera reexpresado en pesos al tipo de cambio vigente a cada momento, dividido el activo total (en pesos). (***) es la mediana del cálculo semestral por empresa para cada período.

Fuente: BCRA en base a CNV/BCBA.

La evolución de los indicadores del sector corporativo se vio reflejada en una merma en la cantidad de empresas aquí consideradas como en situación relativamente más vulnerable.³⁹ A fines del primer semestre de 2021 la cantidad estimada de empresas en esta situación ascendía a 15 empresas (12% del total de la muestra), por debajo del máximo reciente de 19 (15%, fines de 2020) y sólo levemente por encima de los valores observados dos años atrás (12 empresas –10%, a mediados de 2019). Las deudas financieras⁴⁰ de estas empresas representaban sólo un 10% del agregado de la deuda financiera del total de empresas no financieras con oferta pública, disminuyendo respecto a la ponderación a fines de 2020 (20%), y volviendo a valores de 2019 (pre-COVID). Estas empresas implican una exposición crediticia muy acotada para el sistema financiero agregado (menos de 1% del total de los créditos bancarios al sector corporativo), mientras que sus ON representan 16% del saldo total de ON en circulación.⁴¹

Implementación de un mecanismo para otorgar liquidez a ciertos instrumentos del sector público que las entidades financieras pueden utilizar para integrar las exigencias de efectivo mínimo. Parte del aumento registrado en la exposición del sistema financiero al sector público se produjo en el contexto de los cambios en la norma de Efectivo Mínimo de principios de año.⁴² En este marco y

38 Casos puntuales y poco significativos (menos del 1% del saldo total de ON en circulación). Algunos casos aún están en negociación con sus acreedores o ya procedieron a la apertura de concurso preventivo.

39 Se aproxima de manera simple en base a tres ratios financieros particularmente relevantes para medir riesgo de crédito: cobertura de intereses, apalancamiento y liquidez ácida. Para más detalles sobre la metodología ver "Situación financiera de empresas con oferta pública" en IEF I-19.

40 Según datos de balance. Incluye préstamos bancarios, deuda en formato de bonos y otros pasivos financieros.

41 Del total de ON en circulación de empresas consideradas relativamente vulnerables el 85% es denominado en dólares. Sin embargo, los pagos vinculados a estas ON representan sólo 10% de los flujos en dólares previstos para bonos del sector no financiero en todo 2022.

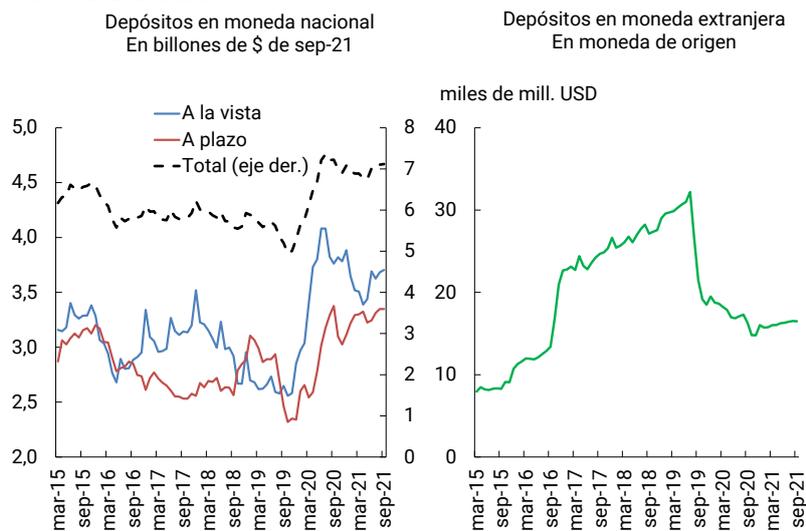
42 Se permiten utilizar determinados títulos públicos nacionales en pesos para integrar una parte de la exigencia de Efectivo Mínimo.

con el objetivo de propender a que tales títulos públicos sean lo suficientemente líquidos, se estableció un mecanismo para que las entidades puedan venderlos de forma automática al BCRA.⁴³

3.2. Desempeño del fondeo y de la liquidez del sistema financiero

Recogiendo el efecto de la mejora en la actividad económica, los depósitos del sector privado en moneda nacional acumularon dos trimestres consecutivos de crecimiento, aumentando 3,4% real entre marzo y septiembre de 2021 (ver Gráfico 14). De esta manera, se revierte en cierta medida el desempeño de fines de 2020 y comienzos de 2021. Dentro de este segmento de depósitos, en los últimos 6 meses las cuentas a la vista aumentaron 5,6% real y los depósitos a plazo lo hicieron en 1,5% real. Se destacó el dinamismo de los depósitos a plazo denominados en UVA, especialmente en la primera parte del año —si bien aún presentan una ponderación relativamente baja—. Adicionalmente, a diferencia de lo observado en las últimas publicaciones del IEF, los depósitos del sector privado en moneda extranjera crecieron en los últimos seis meses (2,9% en moneda de origen).

Gráfico 14 | Saldo de depósitos del sector privado
Sistema financiero



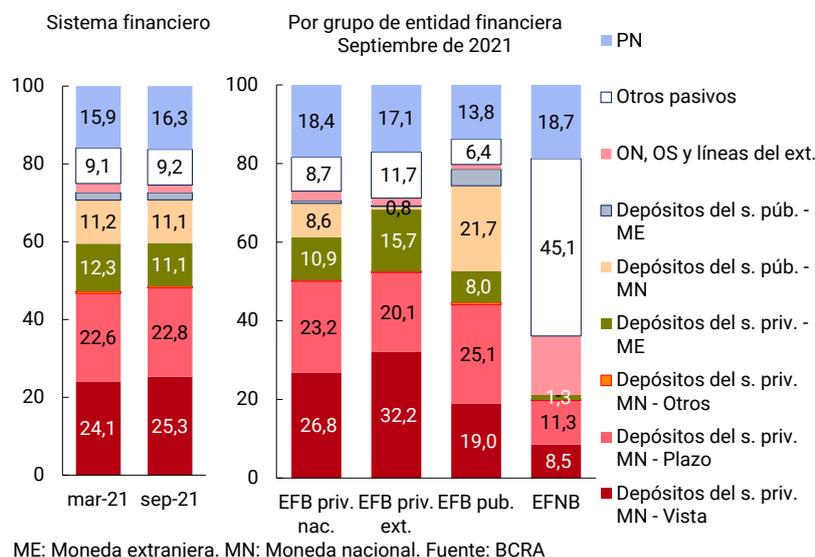
Fuente: BCRA

Los depósitos denominados en pesos del sector privado (dado el comportamiento de las colocaciones a la vista), principal componente del pasivo, incrementaron levemente su participación en el fondeo total del sistema financiero a nivel agregado entre marzo y septiembre 2021 (+1,3 p.p. hasta 48,6%; ver Gráfico 15). Por su parte, al considerar el fondeo total del conjunto de entidades según moneda de originación, se observó que aquellos concertados en moneda nacional sin ajuste CER fueron los que más aumentaron su peso relativo en el total respecto al último IEF, en tanto que los pasivos en moneda extranjera redujeron su ponderación en dicho período.

43 Ver Comunicación "A" [7291](#) y Nota de Prensa ([El BCRA genera mecanismos que promueven el desarrollo del mercado de capitales](#)).

Gráfico 15 | Composición del fondeo total

Como % del fondeo total



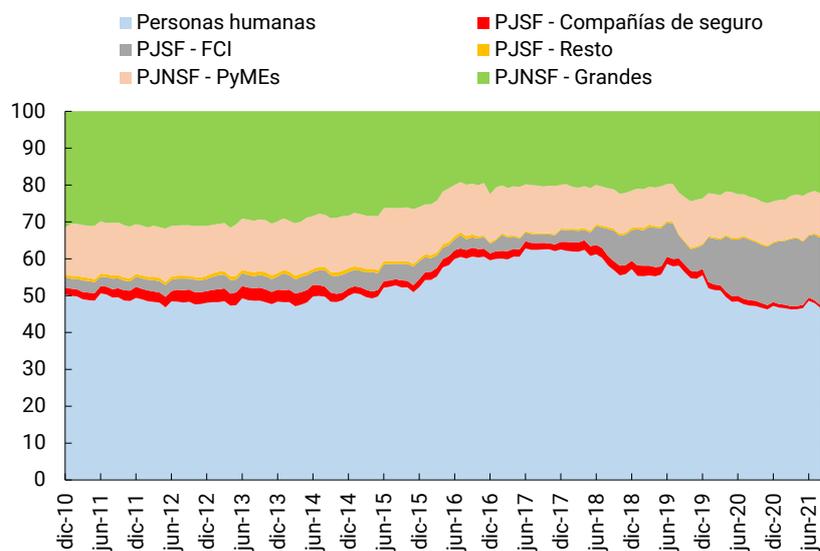
Dada la naturaleza intrínseca del negocio bancario, eventuales cambios en los niveles y en la composición de las fuentes de fondeo pueden llegar a repercutir en la posición del sistema financiero frente al riesgo de liquidez, y consecuentemente en el comportamiento y en las condiciones de la oferta de crédito. Resulta útil entonces monitorear adicionalmente otras características relevantes del fondeo como lo son la madurez promedio de los pasivos, la relación entre los depósitos a la vista y a plazo, el nivel de concentración de los depósitos y el tipo o perfil de las personas depositantes (por ejemplo, si se asocian con sectores mayoristas o minoristas).

Considerando el tipo o perfil de las personas depositantes, en los últimos años se evidenció un aumento en la participación de aquellas personas jurídicas titulares de depósitos de mayor tamaño relativo pertenecientes al sector de prestadores de servicios financieros (tales como los fondos comunes de inversión -representan 18,8% de los depósitos en moneda nacional del sector privado-, ver Gráfico 16), segmento que suele presentar potencialmente una mayor volatilidad relativa en comparación con el segmento minorista.⁴⁴ En línea con esta evolución, se estima que en el primer semestre de 2021 aumentó la ponderación de las principales personas depositantes en los depósitos totales de cada entidad—indicador para aproximar el grado de concentración— (ver Gráfico 17). Estos indicadores sugieren que se mantiene cierto grado de exposición del conjunto de entidades frente a eventuales cambios en los patrones de comportamiento de las personas depositantes, situación que el BCRA evalúa y monitorea periódicamente.

44 El coeficiente de variabilidad (cociente entre el desvío estándar y la media) para el saldo mensual de los depósitos del sector privado en moneda nacional en los últimos 10 años fue equivalente a 1,8 para el segmento cuyos titulares son los FCI, mientras que para el resto de los depósitos se situó en 1 (mismo nivel para el segmento de personas físicas). Cabe señalar que a fines del tercer trimestre de 2019 y principios de 2020 se produjeron cambios regulatorios (asociados a objetivos de política monetaria) que derivaron en el ingreso y posterior salida de los FCI del mercado de pasivos con el BCRA ([Comunicado 50.953](#) y [Comunicación "A" 6861](#)). Como contrapartida, en el entorno de estas modificaciones, se evidenció reducciones y posterior aumento de los depósitos de FCI en el sistema financiero. Aislado estos efectos (por ejemplo, considerando el lapso temporal que va desde la mitad de 2020 hasta la actualidad) el coeficiente de variabilidad para el saldo de los depósitos de los FCI, si bien se reduce significativamente, se mantiene en niveles superiores al correspondiente al resto de los depósitos.

Gráfico 16 | Depósitos del sector privado en moneda nacional

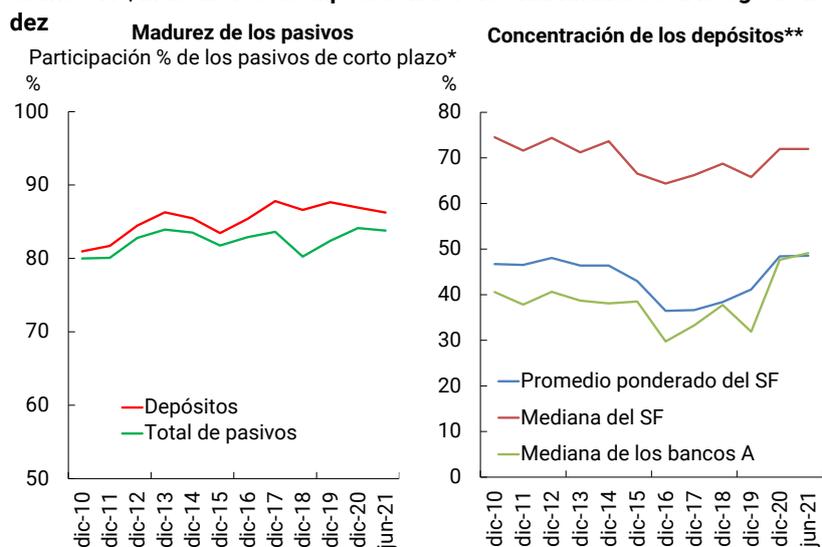
Participación % por tipo de persona depositante – Sistema financiero



Nota: PJSF = Persona jurídica prestadora de servicios financieros. PJNPS = Persona jurídica no prestadora de servicios financieros. Fuente: BCRA

Por otro lado, los indicadores utilizados para evaluar los cambios en la madurez relativa en el fondeo del sistema financiero agregado no evidenciaron modificaciones relevantes con respecto al último IEF. En particular, la participación de los pasivos de corto plazo (hasta un mes de plazo residual) en el fondeo total se mantuvo relativamente estable en los últimos semestres (ver Gráfico 17), totalizando 84% en junio (última información disponible), solo 3 p.p. más que el promedio de los últimos 10 años.⁴⁵ Por su parte, el cociente entre los depósitos a la vista y a plazo (sector privado, en moneda nacional) ascendió a 1,11 a fines del tercer trimestre, valor ligeramente más elevado que en el IEF anterior, aunque por debajo del promedio de los últimos 10 años.

Gráfico 17 | Indicadores de exposición del sistema financiero al riesgo de liquidez



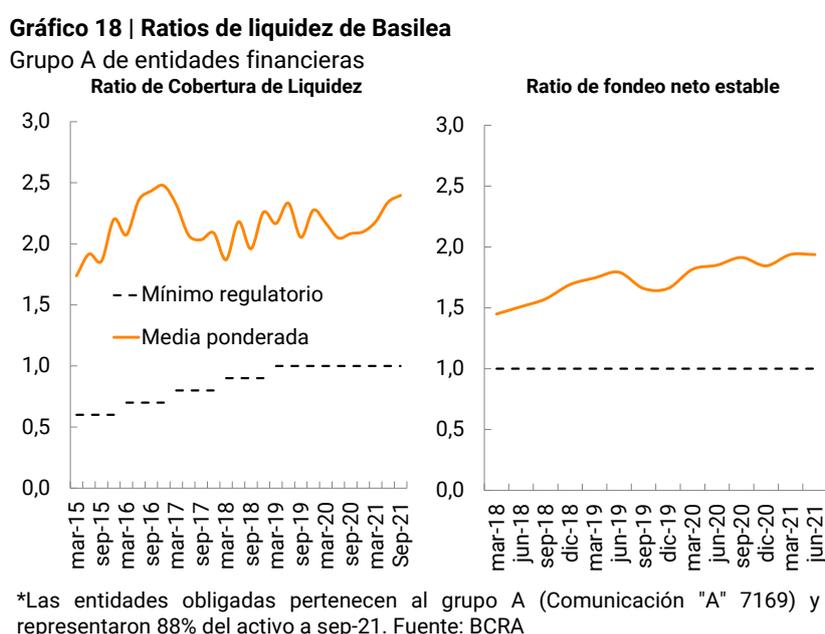
* Hasta 1 mes de plazo residual. **Depósitos de los 160 principales clientes de cada entidad como % del total. Fuente: BCRA

45 Al comparar con otras economías se observa que el sistema financiero local presenta una mayor ponderación de los pasivos de corto plazo en el fondeo total, siendo una característica estructural asociada en parte al sesgo transaccional que predomina en las operaciones del sector.

En resumen, el comportamiento reciente de los depósitos viene siendo relativamente positivo, mientras que se habrían observado cambios acotados/moderados en términos de una mayor exposición al riesgo de liquidez enfrentado por el sistema financiero. En este marco, debe considerarse que tanto el nivel como la composición de las distintas fuentes de fondeo del conjunto de entidades podrían verse alterados ante la eventual materialización de algunos de los factores de riesgo planteados en la Sección 2.

3.2.1 Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

Holgados márgenes de liquidez del sistema financiero agregado. La liquidez en sentido amplio totalizó 68,8% de los depósitos sobre el cierre del tercer trimestre. Respecto al IEF pasado, el ratio de liquidez aumentó tanto para las partidas en pesos (+3,5 p.p. hasta 65%) como en moneda extranjera (+1,7 p.p. hasta 86,3%). Los niveles actuales resultan elevados desde una perspectiva histórica, por ejemplo, al comparar con el promedio de los últimos 10 años el indicador de liquidez resultó 19,8 p.p. superior. El desempeño de la liquidez se da en un contexto en el cual desde mediados de este año se habilitó la posibilidad de integrar parte de los encajes (aquellos ya integrados con LELIQ) con ciertos títulos públicos. A los efectos de garantizar que los títulos utilizados para integrar encajes tengan liquidez en todo momento, se estableció un mecanismo específico por el cual las entidades, en caso de ser requerido, pueden vender al BCRA esas tenencias.⁴⁶



Por su parte, el conjunto de entidades locales obligadas (Grupo "A") continuó exhibiendo ratios de liquidez muy por encima de los mínimos recomendados por el Comité de Basilea y exigidos localmente (ver Gráfico 18). En particular, el ratio de cobertura de liquidez (LCR) se ubicó a nivel agre-

46 Para mayor detalle ver Comunicación "A" [7290](#) y Nota de prensa del [27/05/2021](#)

gado en 2,4 en septiembre, en línea con el registro del último IEF y 0,3 por encima en una comparación interanual.⁴⁷ Los instrumentos de regulación monetaria del BCRA resultaron los activos líquidos de alta calidad (numerador del LCR) que más aumentaron en lo que va del año, en tanto que el fondeo mayorista no garantizado —ponderado ya por su factor de riesgo— fue la potencial fuente de salida de efectivo que más creció en el período (componente más relevante del denominador del LCR). Por su parte, el ratio de fondeo neto estable (NSFR) que verificó el conjunto de las entidades obligadas totalizó 1,9 a junio (última información disponible), sin cambios relevantes en los últimos trimestres.⁴⁸ La disponibilidad de recursos estables (numerador del NSFR) provino mayormente de los depósitos y del capital regulatorio (conceptos estimados como los más dinámicos en el período), fondos mayormente destinados al otorgamiento de préstamos al sector privado (principal concepto del denominador del NSFR en cuanto al peso relativo y al dinamismo estimado).

Se mantiene acotado el fondeo del sistema financiero a través de mercados, con montos manejables de vencimientos a repagar o refinanciar en los próximos meses. El mercado de capitales sigue representando un aporte marginal en la estructura de fondeo del sistema financiero en términos agregados (a septiembre de 2021, de un total de 79 entidades financieras sólo 20 tienen bonos en circulación), si bien para algunas entidades específicas la ponderación puede ser relevante. En efecto, al cierre del tercer trimestre del año las obligaciones negociables (ON) representaban 0,6% del fondeo total del sistema financiero agregado, mientras que, si se considera sólo al grupo de entidades que efectivamente tienen ON en circulación, las mismas explican 1,3% de su fondeo total. El 30% del saldo total en circulación de ON emitidas por el sistema financiero vence durante el primer semestre de 2022⁴⁹, con los vencimientos en su mayor parte en pesos⁵⁰. Desde la publicación del último IEF (período julio a noviembre) 7 entidades financieras colocaron ON en el mercado local por un total de \$15.200 millones (a pesos constantes de noviembre), con merma de 26% en términos reales contra igual período de 2020 (ver Gráfico 19). El 86% del monto colocado fue en pesos nominales (a plazo promedio ponderado de 17 meses) y el resto en UVA (a 48 meses de plazo) y dollar-linked (18 meses de plazo). Al igual que en el semestre pasado, en la segunda mitad de 2021 hubo varias operaciones de recompra de ONs por parte de entidades financieras.

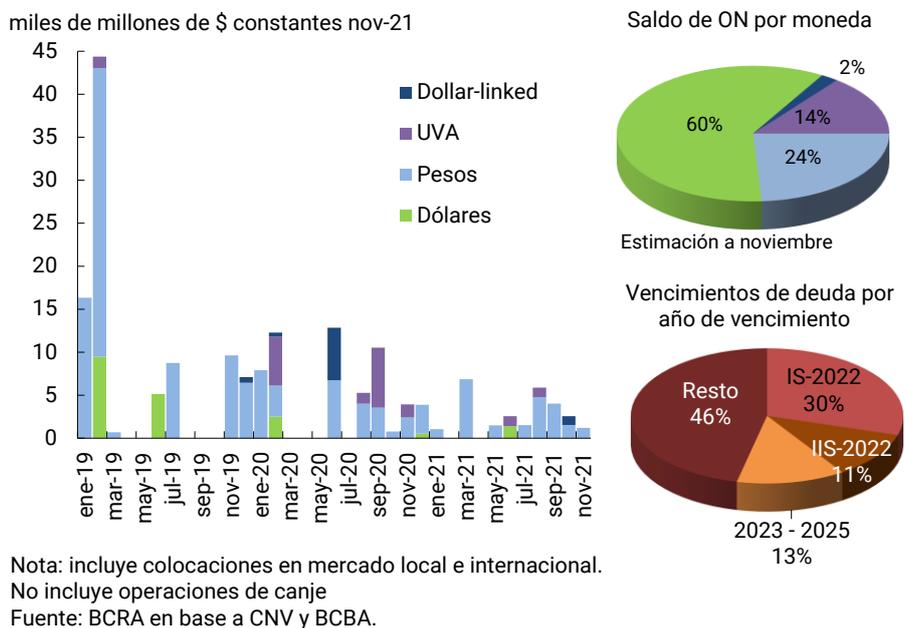
47 El LCR considera la liquidez disponible para hacer frente a una potencial salida de fondos ante un eventual escenario de estrés en el corto plazo. Ver Texto Ordenado —TO— "[Ratio de Cobertura de Liquidez](#)".

48 El NSFR tiene en cuenta la disponibilidad de fondeo estable de las entidades, en línea con los plazos de los negocios al que se aplica. Ver TO "[Ratio de Fondeo Neto Estable](#)".

49 Estimación en base a saldo calculado a fines de noviembre de 2021.

50 Si bien un 60% del saldo total de ON de entidades financieras es en dólares, los vencimientos en el IS22 son un 54% por deuda en pesos nominales, 25% en UVA y 16% en dólares (incluyendo instrumentos peso-linked, denominados en pesos pero suscriptos y pagados en moneda extranjera) y 5% en dollar-linked.

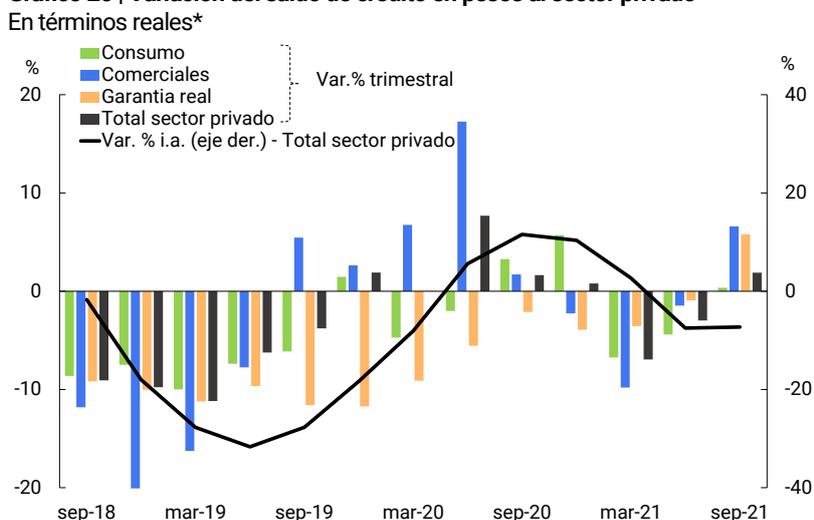
Gráfico 19 | Colocación de ON del sistema financiero y características del saldo de ON



3.3. Desempeño moderado de la actividad de intermediación financiera

En un marco en el que la actividad económica volvió a dar señales de recuperación desde mediados de 2021, el proceso de intermediación del sistema financiero presentó un leve aumento en los últimos meses, si bien continuó en niveles moderados. En particular, en el tercer trimestre del año el saldo de crédito en pesos al sector privado se incrementó en términos reales, luego de dos trimestres de retroceso. El saldo real de los depósitos en moneda nacional del sector privado también mostró un crecimiento en el tercer trimestre. No obstante este desempeño, en términos interanuales se redujeron los saldos reales de créditos y depósitos del sector privado en moneda nacional. Por el lado del segmento en moneda extranjera, el saldo de crédito al sector privado disminuyó levemente desde la última publicación del IEF, mientras que los depósitos de dicho sector se incrementaron (variaciones en moneda de origen).

Gráfico 20 | Variación del saldo de crédito en pesos al sector privado



*sin ajustar por estacionalidad. Nota: Comerciales incluye adelantos, documentos y bienes en loc.financiera. Garantía real: hipotecarios y prendarios. Consumo: Personales y tarjetas. Fuente: BCRA

El saldo de crédito al sector privado en pesos aumentó 1,9% real en el tercer trimestre del año (ver Gráfico 20), si bien se ubicó por debajo del nivel verificado en marzo pasado (momento de la publicación del último IEF). El desempeño en el margen fue conducido principalmente por las líneas comerciales y, en menor medida, por los préstamos con garantía real (fundamentalmente prendarios) y por aquellos destinados al consumo de los hogares. Parte de este crecimiento fue explicado por los diversos programas de asistencia instrumentados por el BCRA en conjunto con el PEN, destinados a los sectores más afectados por los efectos de la pandemia (Ver Recuadro 3 y 4). En una comparación interanual, el saldo de financiaciones en moneda nacional al sector privado acumuló una caída de 7,3% real en septiembre.

Recuadro 3. Alcances de la Línea de financiamiento para la inversión productiva (LFIP) de MiPyMEs –Cupo 2021–

La Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyMEs⁵¹ (LFIP) se consolidó en 2021 como la principal herramienta de estímulo crediticio impulsada por el BCRA, brindando condiciones financieras más flexibles a las personas deudoras. La LFIP para el periodo 2021/2022 mantiene términos y condiciones financieras similares a los dos cupos anteriores.⁵² En esta nueva edición: i. se ampliaron las financiaciones elegibles, favoreciendo el acceso de LFIP a sectores claves para la economía como MiPyMEs productoras de carne y/o leches; ii. se mantuvo la posibilidad de financiar a MiPyMEs y No MiPyMEs productoras de carne de pollo y/o cerdo; y iii. se incorporaron beneficios a los sectores de gastronomía, hotelería, servicios culturales y de esparcimiento, a los que se le brinda la posibilidad de acceder a la línea de capital de trabajo disponiendo de un período de gracia de 6 meses antes del primer pago.

Se estima que a septiembre 2021 el saldo de financiaciones canalizadas mediante la LFIP representó 11% del saldo de crédito en pesos al sector privado (18% del crédito total a empresas).⁵³ La deuda bancaria total del conjunto de empresas que tomaron la LFIP equivale a 30% del saldo de crédito del sistema financiero.

En términos de la importancia de la LFIP para el entramado productivo, caben considerarse varias dimensiones (ver Gráfico R.3.1). Por el lado del alcance de la LFIP a nivel geográfico, este programa tuvo un impacto positivo en todas las provincias del país. Se estima que 26,3% del saldo a septiembre correspondiente al cupo 2021 fue canalizado a empresas con domicilio fiscal en la provincia de Buenos Aires, 21,3% en CABA, 14% en Córdoba y 10,3% en Santa Fe (el saldo de crédito total canalizado por el sistema financiero a esas provincias representaba 29,8%, 26,8%, 10,6% y 8,6%, respectivamente). Considerando las distintas ramas de actividad, se observa que el 33,8% del saldo de la LFIP se habría destinado a la industria, seguido por el comercio y la agricultura (con 25% y

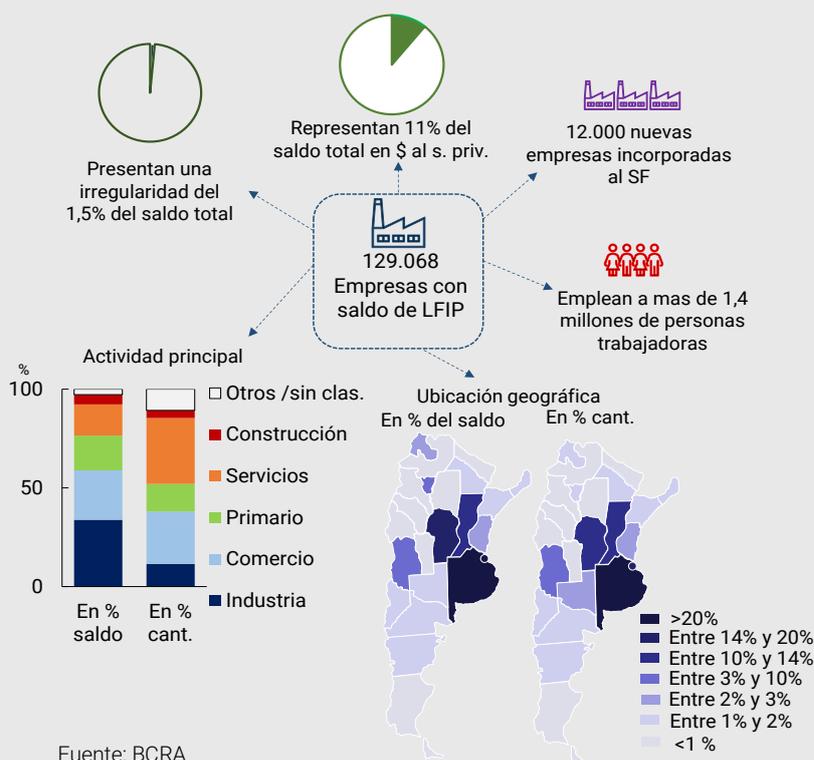
51 Para mayor detalle ver Texto ordenado "[Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME](#)" y Comunicación "A" 7369.

52 La tasa de interés máxima para los créditos para Inversión en bienes de capital es de 30% nominal anual, con un plazo promedio mínimo de 2 años (ponderando los vencimientos de capital, sin que el plazo total sea inferior a 36 meses), mientras que para las financiaciones destinadas a capital de trabajo es de 35% nominal anual. Las entidades financieras pueden reducir la exigencia efectiva mínimo por un importe equivalente al 14% de las financiaciones a MiPyMEs, en la medida que se canalicen a proyectos de inversión en bienes de capital. Para mayor detalle ver Texto ordenado "[Efectivo mínimo](#)" y Comunicación "A" 7161.

53 Para un seguimiento de los desembolsos de la LFIP, ver las ediciones del [Informe sobre Bancos](#).

17,7% respectivamente). Adicionalmente, se estima que las empresas que participaron del programa emplean formalmente a más de 1,4 millones personas empleadas (aproximadamente 12% de las personas trabajadoras registradas en el país⁵⁴).

Gráfico R.3.1 | Línea de financiamiento para la inversión productiva (LFIP) de Mipyme
Estimaciones sobre el cupo 2021



A través de la LFIP se promovió la ampliación del crédito (principalmente a MiPyMEs) mediante dos canales: i) aumentando los recursos hacia empresas que ya contaban con crédito bancario (cerca de 70% de las empresas identificadas como tomadoras de algún crédito de la LFIP habría participado de la Línea MiPyMEs a una tasa nominal anual del 24% lanzada a fines del primer trimestre de 2020 ante el shock del COVID-19)⁵⁵ y, ii) facilitando el acceso a empresas que no contaban con financiamiento bancario. En particular, se estima que alrededor de 12 mil empresas que no estaban incorporadas como deudoras en el sistema financiero a febrero de 2020, lograron incluirse mediante la LFIP (representan más de 9% del total de empresas que cuentan con financiaciones de la LFIP vigentes en el cupo 2021 y se estima que explican 3,4% del saldo de la misma).

En relación con los indicadores de materialización de riesgo crediticio, cabe destacar que las financiaciones totales en el sistema financiero⁵⁶ de las empresas que accedieron a la LFIP presentaron un nivel de irregularidad relativamente inferior al registrado para el agregado del sistema financiero:

54 Según datos a agosto de 2021 del [Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social](#).

55 Para mayor detalle ver el apartado "Medidas adoptadas por el BCRA para sostener el flujo de financiamiento al sector privado" correspondiente al [IEF II-20](#).

56 Se considera tanto el saldo de las financiaciones canalizadas mediante la LFIP como el de aquellos créditos otorgados fuera de mencionado programa.

1,5% y 5%, respectivamente. Considerando las empresas que accedieron a la LFIP por sector económico, se observa que las firmas de la construcción presentan el mayor valor para el ratio de irregularidad, mientras que el comercio registra el menor de dicho indicador.

Los créditos en moneda extranjera al sector privado —en moneda de origen— mostraron un comportamiento heterogéneo desde la última publicación del IEF: un incremento en el segundo trimestre del año y una disminución en el tercero, acumulando así una caída de 5,3% real con respecto a marzo y de 12,9% real en términos interanuales.

Recuadro 4. Medidas recientes del BCRA para promover el financiamiento al sector privado

A lo largo de la segunda parte de 2021 la política crediticia del BCRA continuó focalizándose en la asistencia a los sectores económicos más afectados por el escenario de pandemia. Las medidas promovidas en el período, que contemplaron las condiciones de liquidez y solidez de las entidades financieras a nivel individual y para el conjunto agregado, tuvieron como principal objetivo potenciar una recuperación económica equilibrada y sostenida a lo largo del país.

Tabla R.4.1 | Principales programas financieros vigentes en 2021

Línea	TNA	Grupo / destino objetivo	Empresas / Préstamos	Monto otorgado		Crédito promedio (en miles de ARS)
				En miles mill. de ARS	Fecha	
Tasa Cero 2021	0%	Pequeños contribuyentes y autónomos	292.157 préstamos	34,2	dic-21	117,1
LFIP - Capital de trabajo y especiales a no MiPyME	35% fija	MiPyMEs / Capital de trabajo / Descuento de cheques de pago diferido / entre otros	198.039 empresas	1.127,1	nov-21	6.760,5
LFIP - Proyectos de inversión	30% fija	MiPyMEs / Adquisición de bienes de capital y/o a la construcción de instalaciones / entre otros		211,8		
Ahora 12	Depende del plazo	Familias	-	368,3*	jul-21	-

*Saldo residual. Fuente: BCRA

A fines de septiembre el BCRA extendió la “Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME” (LFIP) para el periodo 2021/2022 manteniendo similares términos y condiciones financieras a los dispuestos para los dos cupos anteriores.⁵⁷ Adicionalmente, en los últimos meses se adoptaron un conjunto de medidas en pos de dinamizar el financiamiento bancario a los hogares. Con el objetivo de continuar brindando asistencia a las personas trabajadoras monotributistas y autónomas, en agosto el BCRA en conjunto con el PEN instrumentaron el programa denominado “Crédito a Tasa Cero 2021” (ver Tabla R.4.1). El mismo consiste en la obtención de un crédito de

57 Para mayor detalle ver Texto ordenado “[Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME](#)”, Comunicación “A” 7369 y Recuadro 3 “Alcances de la Línea de financiamiento para la inversión productiva (LFIP) de MiPyMEs —Cupo 2021—” del presente Informe.

hasta \$150.000 a una tasa de interés de 0%, y cuenta con un período de gracia de 6 meses desde la acreditación para comenzar a realizar su devolución en al menos 12 cuotas iguales y consecutivas. En línea con lo dispuesto en los “Créditos a Tasa Cero” de 2020, a los efectos de compensar en parte a las entidades financieras por el costo de los fondos destinados a estas operaciones, el BCRA dispuso que las mismas puedan reducir la exigencia de efectivo mínimo en pesos por un importe equivalente al 60% de la suma de créditos acordados.⁵⁸ Mediante esta nueva edición se llevan otorgados cerca de \$15.900 millones hasta mediados de octubre, incluyendo unos 135.000 préstamos (a los que se le suman aproximadamente \$66.500 millones de la edición anterior).

En agosto el Gobierno Nacional extendió el programa “Ahora 12” hasta fines de enero de 2022,⁵⁹ incluyendo la posibilidad de comprar en 24 y 30 cuotas fijas mensuales mediante tarjeta de crédito. A fin de impulsar el incremento de la oferta crediticia en el marco de este programa, a partir de septiembre el BCRA aumentó en 2 p.p. (hasta 8 % de los conceptos en pesos sujetos a exigencia) el tope para la disminución de la exigencia de efectivo mínimo en función del otorgamiento de financiaciones mediante este Programa.⁶⁰ Se estima que, habría un saldo de más de \$368.000 millones a julio de 2021 mediante este instrumento. Estas iniciativas tomadas en 2021 complementan aquellas tomadas en 2020 ante los primeros efectos del shock (Tabla R.4.2).

Tabla R.4.2 | Otros programas lanzados durante la pandemia

Línea	TNA	Grupo / destino objetivo	Empresas / Préstamos	Monto otorgado		Crédito promedio (en miles de ARS)
				En miles mill. de ARS	Fecha	
MiPyME y Ss. de salud	Hasta 24%	-Capital de trabajo; -Adquisición de bienes de capital producidos por MiPyMEs locales; -Prestadores de servicios de salud	327.844 empresas	544,1	nov-20	1.659,7
MiPyME Plus	Hasta 24%	MiPyMEs no informadas en la CENDEU	5.927 empresas	2,9	nov-20	490,1
Tasa Cero 2020	0%	Pequeños contribuyentes y autónomos	562.340 préstamos	66,5	oct-21	118,3
Tasa Cero Cultura	0,0	Pequeños contribuyentes y autónomos y autónomos vinculados a la cultura	2.943 préstamos	0,3	oct-21	104,7
Tasa subsidiada para empresas	De 0% a 15%	Pago de salarios	20.939 préstamos	14,3	oct-21	683,2

Fuente: BCRA

Cabe considerar que, en el marco de la recuperación de la actividad económica tanto a nivel local como regional, y de cierta moderación y focalización de las políticas aplicadas para abordar los

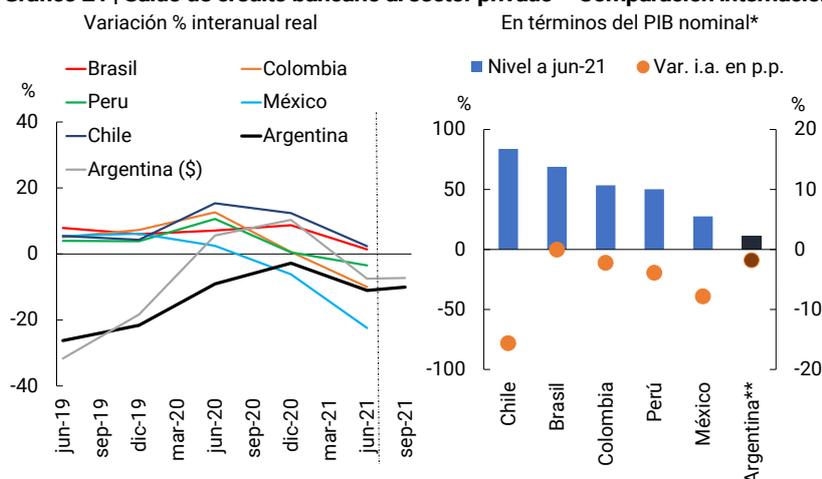
58 Ver [Comunicación "A" 7342 y Decreto 512/2021](#).

59 Ver [Resolución 753/2021](#).

60 Se mantuvo la reducción, equivalente al 50% del crédito, en las exigencias de efectivo mínimo. Ver [Comunicación "A" 7334](#).

desequilibrios generados por el contexto de la pandemia, en la primera parte de 2021 se observaron caídas interanuales del crédito en términos reales en la mayoría de los países de América Latina (ver Gráfico 21). Este desempeño, sumado a la mejora del producto bruto nominal, llevó a que el ratio del crédito bancario en términos del PIB se reduzca en casi todas las economías latinoamericanas. En particular, en Argentina se estima que este indicador se ubicó en torno a 11% en septiembre (-1,8 p.p. con respecto al nivel de un año atrás), por debajo del nivel registrado en otros países de la región, reflejando así la baja profundidad del crédito en la economía local.

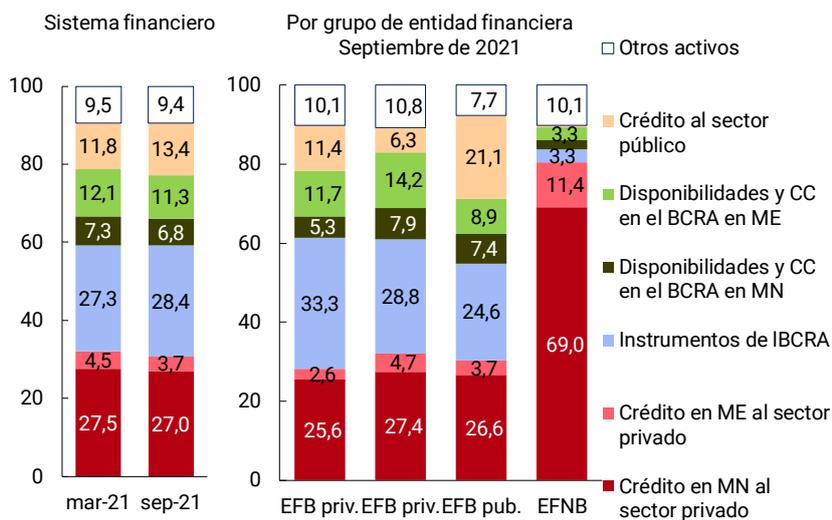
Gráfico 21 | Saldo de crédito bancario al sector privado – Comparación internacional



*Para los países de LATAM se considera el nivel del crédito total al sector privado a junio de 2021 y el promedio de cuatro trimestres del PIB nominal. ** En el caso de Argentina se toma el nivel del crédito total al sector privado a septiembre de 2021 y el promedio de cuatro trimestres del PIB nominal estimado. Fuente: BCRA, IFS y Haver

Gráfico 22 | Composición del activo total

Como % del activo total



ME: Moneda extranjera. MN: Moneda nacional. CC: Cuenta corriente. Fuente: BCRA

En este contexto, el activo total del sistema financiero agregado se incrementó levemente en términos reales entre marzo y septiembre (ver Gráfico 22). Con relación a su composición, en los últimos seis meses aumentó en cierta medida la relevancia del crédito al sector público. En tanto, el financiamiento total al sector privado (en moneda nacional y extranjera) redujo ligeramente su

participación en el activo total en el período, al igual que la liquidez en sentido amplio.⁶¹ Considerando la composición del activo total por monedas, desde niveles bajos en los últimos seis meses incrementaron su peso relativo las partidas ajustables por CER (incluyendo las denominadas en UVA).⁶²

Durante los próximos meses se espera que continúe el proceso de gradual normalización de la actividad económica, y que esto se refleje en la intermediación financiera. No obstante, la materialización de alguno de los factores de riesgo planteados podría ralentizar el desempeño de la intermediación, llegando a impactar sobre las principales fuentes de ingresos del sector y sobre su solvencia, con un potencial mayor efecto en aquellas entidades cuya actividad aún se encuentra más afectada por el escenario de pandemia.

3.3.1 Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

Los indicadores de rentabilidad del sistema financiero agregado se mantienen en niveles positivos. En el tercer trimestre del año el sistema financiero devengó un resultado total integral en moneda homogénea en niveles superiores a los registrados en los dos trimestres precedentes (también positivos), aunque inferiores en una comparación interanual (ver Tabla 2). Parte del aumento registrado en el margen (al comparar el tercer trimestre con el segundo trimestre) se explicó por el incremento de las primas por pases, la reducción de los cargos por incobrabilidad, en un marco de menores resultados monetarios negativos.⁶³ Estos efectos fueron parcialmente compensados por la reducción de las ganancias por ajuste por CER, mayor devengamiento del impuesto a las ganancias y el aumento de los egresos por intereses.

Tabla 2 | Cuadro de rentabilidad del sistema financiero – En moneda homogénea*

Anualizado (a.) - En %a. del activo neteado	IT-20	IIT-20	IIIT-20	IVT-20	IT-21	IIT-21	IIIT-21	2020	2021**
Margen financiero	12,2	11,2	10,4	13,2	11,7	12,0	11,6	11,7	12,1
Ingresos por intereses	10,3	8,1	7,7	8,0	8,0	7,6	7,7	8,5	7,8
Ajustes CER y CVS	1,8	1,2	1,0	1,5	1,7	1,6	1,1	1,4	1,5
Diferencias de cotización	0,7	0,7	0,9	0,9	0,8	0,5	0,5	0,8	0,7
Resultado por títulos valores	9,3	7,3	8,5	10,2	8,8	9,3	9,0	8,8	9,3
Primas por pases	0,9	1,0	1,4	3,0	3,3	4,2	4,9	1,6	3,8
Egresos por intereses	-10,3	-6,9	-8,7	-10,1	-10,9	-11,3	-11,5	-9,0	-10,9
Otros resultados financieros	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,0
Resultado por servicios	2,0	1,9	1,8	1,8	1,6	1,9	1,9	1,9	1,8
Cargos por incobrabilidad	-1,6	-2,1	-1,1	-1,6	-0,9	-1,4	-0,9	-1,6	-1,2
Gastos de administración	-7,0	-6,5	-6,4	-6,6	-6,3	-6,4	-6,4	-6,6	-6,4
Resultado monetario	-0,2	-0,1	0,3	-6,4	-3,9	-3,5	-3,2	-1,6	-4,3
Impuestos y otros	-2,0	-2,0	-1,6	-1,7	-1,6	-1,1	-1,6	-1,8	-1,4
Resultado	3,5	2,4	3,4	-1,3	0,6	1,5	1,6	2,0	0,6
Otros resultados integrales (ORI)	-1,4	0,8	-1,3	3,6	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	0,7
Resultado total (ROA)	2,2	3,2	2,1	2,3	0,3	1,3	1,4	2,4	1,3
Resultado total / Patrimonio neto (ROE) - En %	14,3	22,1	14,4	15,0	1,8	8,1	9,1	16,4	8,5

*De acuerdo con la Com. "A" 7211, a partir de 2021 los ajustes vinculados al efecto de la variación de precios se refleja en su totalidad en los resultados monetarios. Mencionados ajustes tenían impacto sobre distintas cuentas del estado de resultados en los trimestres de 2020.** Acumulado 12 meses a septiembre.

Fuente: BCRA

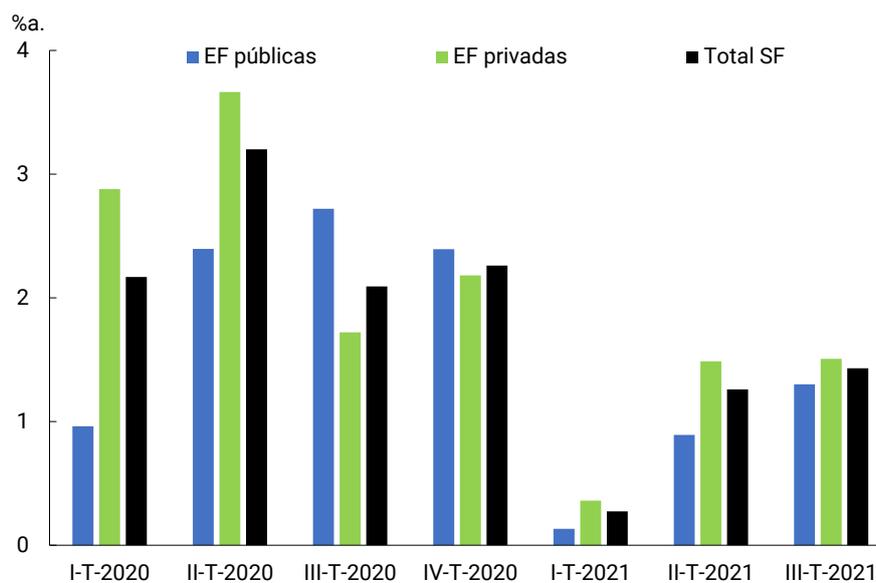
61 En los últimos seis meses, la caída de la liquidez amplia del sistema financiero agregado en el activo total se explicó principalmente por una reducción del saldo de disponibilidades y de cuentas corrientes (tanto en moneda nacional como extranjera) que las entidades tienen en el BCRA. En tanto, la tenencia de instrumentos del BCRA incrementó su ponderación en el período.

62 En una comparación interanual el activo del conjunto de entidades financieras se redujo 3,2% real en septiembre. Este desempeño se produjo luego del destacado aumento registrado en 2020, impulsado principalmente por el incremento del crédito en moneda nacional y de los instrumentos de regulación monetaria (como reflejo de la esterilización monetaria efectuada por el BCRA, luego de la emisión de pesos destinada para financiar programas extraordinarios implementados por el PEN para contrarrestar los efectos del shock de COVID-19).

63 Estos últimos reflejan el impacto de la evolución de la inflación sobre la rentabilidad de las entidades.

En el tercer trimestre de 2021 se observó un ROA levemente superior en el grupo de entidades financieras privadas (ver Gráfico 23), evidenciándose cierta heterogeneidad en el sector. En este contexto todos los grupos de entidades verifican elevados indicadores de solvencia (ver tabla 1).

Gráfico 23 | Rentabilidad por grupo de entidades financieras – ROA



Fuente: BCRA

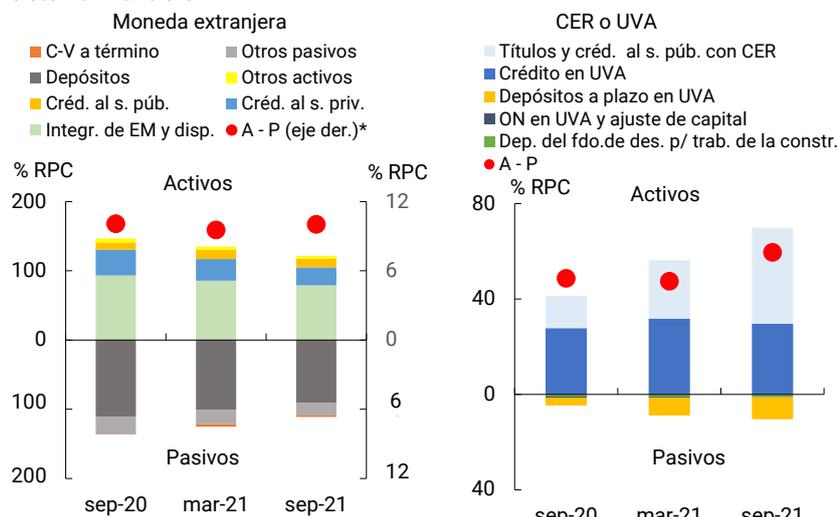
Supervisión orientada al riesgo por parte de la SEFyC. A lo largo de 2021 la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) continuó sosteniendo sus esfuerzos para monitorear y evaluar de forma individual el desempeño de todas las entidades financieras. Cabe considerar que, desde una perspectiva de monitoreo macroprudencial, las entidades sistémicamente importantes a nivel local (DSIBS) en conjunto continuaron exhibiendo adecuados indicadores de solvencia y liquidez (ver Sección 4.1).

Medidas focalizadas para acompañar la gradual normalización de la economía. Desde marzo de 2021 y en línea con la evolución de la pandemia, el BCRA en conjunto con el Gobierno Nacional focalizaron sus medidas para acompañar el proceso de recuperación económica principalmente hacia los estratos sociales más vulnerables y hacia las empresas más afectadas por este escenario (ver Recuadro 3).

El agregado de entidades financieras mantiene acotados descalces patrimoniales de moneda (CER y moneda extranjera). Se estima que el diferencial entre activos y pasivos con ajuste de capital por CER y/o UVA para el agregado de entidades financieras se ubicó en 59,5% del capital regulatorio (RPC) en septiembre, aumentando levemente respecto al nivel de marzo y al registrado un año atrás (+12,1 p.p. y +10,9 p.p., respectivamente) (ver Gráfico 24). Este diferencial fue explicado principalmente por el conjunto de entidades financieras públicas. Por su parte, el diferencial entre activos y pasivos en moneda extranjera (incluyendo compras y ventas a término, fuera del balance)

del sistema financiero se situó en torno a 10% de la RPC en septiembre, creciendo ligeramente en los últimos seis meses por el desempeño de las entidades financieras privadas, si bien permaneció sin cambios de magnitud en términos interanuales.

Gráfico 24 | Estimación de los diferenciales entre activos y pasivos por moneda
Sistema financiero



A: Activo; P: Pasivo; *En el caso del diferencial entre A y P en moneda extranjera, se netean las compras y ventas a término en dicha denominación (clasificadas fuera de balance).
Fuente: BCRA

4. Otros tópicos de estabilidad del sistema financiero

4.1 Entidades financieras sistémicamente importantes a nivel local (DSIBS)

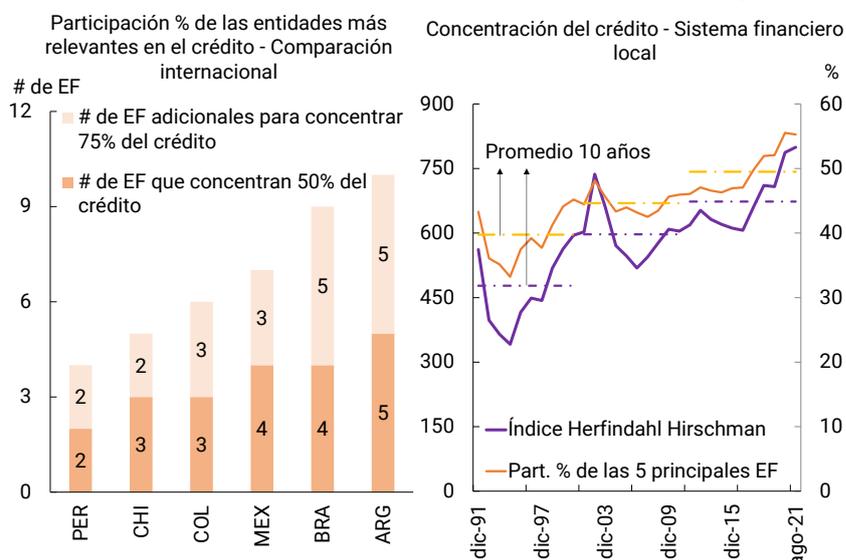
El sistema financiero local mantiene ciertas características estructurales que lo distinguen y que favorecen el sostenimiento de moderados niveles de riesgo sistémico. Entre ellas se puede mencionar su relativamente acotado grado de concentración, tal como se observa si se compara con lo registrado en otras economías emergentes y desarrolladas. Un indicador que ilustra este punto es la cantidad de entidades financieras que explican al menos el 50% (o el 75%) del saldo de crédito al sector privado —ordenando las entidades de mayor a menor, según el saldo de crédito—; donde a nivel local se observa el registro más elevados de la región (ver Gráfico 25 panel izquierdo). En términos del Índice de Herfindahl-Hirschman⁶⁴ medido sobre préstamos al sector privado, en el contexto de niveles bajos, se observa que en los últimos años el sector presentó un leve aumento en el grado concentración entre las entidades (ver Gráfico 25 panel derecho).

De forma adicional al tamaño relativo de cada entidad financiera —que puede considerarse en términos del activo total, del crédito otorgado, de la cantidad de sucursales, etc.—, para definir regulatoriamente a las entidades locales de importancia sistémica (DSIBs) se tienen en cuenta también dimensiones tales como el grado de interconexión en el sistema, la complejidad del negocios y el

⁶⁴ El Índice de Herfindahl-Hirschman se construye como la sumatoria del cuadrado de la participación de cada entidad en el mercado de créditos o depósitos, indicando mayor concentración cuanto más alto es el valor obtenido.

nivel de sustituibilidad.⁶⁵ En el marco del monitoreo macroprudencial se realiza un seguimiento diferencial de estas entidades, dado que eventuales situaciones de tensión en estas podría impactar en el sistema y en la economía en su conjunto.

Gráfico 25 | Concentración de las entidades oferentes de crédito al sector privado



A septiembre de 2021 las DSIBs representaron 49,4% del activo del sector, sin cambios de magnitud al comparar con respecto al IEF anterior. En términos regulatorios, estas entidades deben verificar particularmente un margen adicional de capital por encima al que se define para el resto de las entidades, equivalente a 1% de los activos ponderados por riesgo (APR). Al igual que en los semestres previos, a fines del tercer trimestre del año todas las DSIBs disponían de capital regulatorio por encima del requisito mínimo a fin de cumplir con este margen adicional específico. En línea con el resto del sistema, los ratios de solvencia de las DSIBs aumentaron en los últimos meses. Los indicadores de rentabilidad del grupo de DSIBs aumentaron en el tercer trimestre del año con respecto a la primera mitad de 2021 (niveles inferiores a los de 2020), en línea con lo verificado para el remanente de entidades del sector.

En cuanto a los indicadores de liquidez, este grupo de entidades continuó evidenciando niveles elevados, aumentando respecto al IEF anterior (ver Tabla 3), si bien resultaron levemente inferiores a los del resto del sistema. Los indicadores asociados al riesgo de crédito de las DSIBs registraron un desempeño similar al evidenciado para el remanente del sector al comparar con el último IEF: leve disminución de la exposición bruta al sector privado, ligero aumento de la exposición al sector público y aumento del ratio de irregularidad del crédito, en el marco de la focalización de las medidas de alivio financiero.

⁶⁵ La determinación de las entidades de importancia sistémicas locales (D-SIBs) puede consultarse [AQUÍ](#).

Tabla 3 | Principales indicadores de solidez para las entidades DSIBS

	sep-20	mar-21	sep-21
Liquidez			
Liquidez amplia (%)	56,7	57,5	60,0
En \$	51,2	51,5	53,5
En US\$	78,9	80,7	87,3
Ratio de cobertura de liquidez	1,8	2,1	2,3
Ratio de fondeo neto estable (1)	1,8	1,8	1,8
Solvencia			
Integración de capital / APR (%)	23,3	24,7	26,0
Integración de capital / Crédito s. priv. neto de prev (%)	38,0	43,6	46,5
(Integración de capital - Exigencia) / Crédito s. priv. neto de prev (%)	25,0	29,6	32,3
Ratio de apalancamiento	11,4	13,1	13,5
Rentabilidad			
ROE en moneda homogénea (trimestral %a.)	18,2	2,6	11,0
Crédito al sector privado			
Exposición bruta / Activos (%)	35,4	35,0	33,2
Ratio de IRR (%)	4,3	3,9	5,2
Previsiones / Crédito al sector privado (%)	5,3	6,0	5,9
Crédito al sector Público			
Exposición bruta / Activos (%) (2)	15,5	16,0	17,6
Posición en moneda extranjera			
(Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME) / RPC (%)	15,1	17,3	14,8

(1) Último dato disponible corresponde a jun-21.

(2) Posición en títulos públicos (sin títulos del BCRA) + Préstamos al sector público.

APR: activos ponderados por riesgo; IRR: irregular; ME: Moneda extranjera.

Fuente: BCRA

4.2 Interconexión en el sistema financiero

Los depósitos e inversiones a plazo de inversores institucionales⁶⁶ son la principal fuente de interconexión directa entre estos y el sistema financiero (conjunto de entidades reguladas por el BCRA). En este sentido, la ponderación de los depósitos de inversores institucionales en el fondeo del sistema financiero se mantuvo alta en términos históricos en el cierre del tercer trimestre del año (13,4% del total y sin cambios respecto a marzo 2021; ver Gráfico 26), duplicando el promedio de los últimos 10 años.

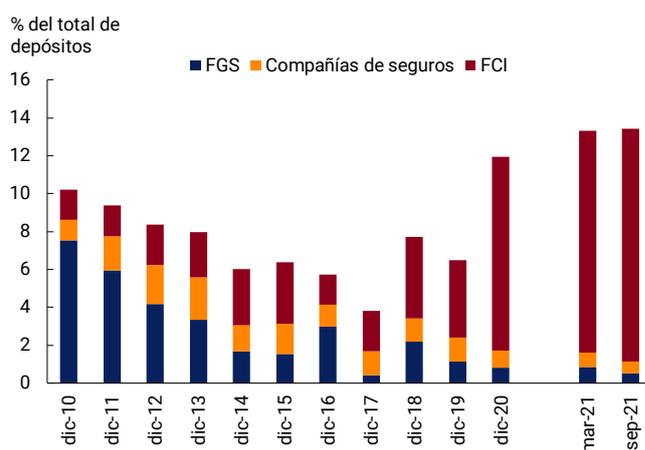
Este desempeño se originó por un aumento en los depósitos de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) medidos en términos reales, que compensó la caída verificada por aquellos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) y de las compañías de seguro (estos últimos dos últimos inversores reducen su ponderación en el fondeo del sistema financiero). En el caso de los FCI, el incremento se dio en un contexto de aumento del patrimonio bajo administración, liderado por los FCI de mercado de dinero. Los FCI aumentaron 9,4% el patrimonio bajo administración entre marzo y septiembre (en términos reales), principalmente a partir de las nuevas suscripciones (los flujos netos positivos crecieron 4,8% en el periodo) y lo restante por el resultado de las inversiones⁶⁷. Para

66 En términos del volumen de activos administrados, el inversor institucional más importante a nivel local continúa siendo el Fondo de Garantía de Sustentabilidad, seguido por la industria de los Fondos Comunes de Inversión y por las compañías de seguros.

67 En agosto la CNV mediante la resolución 900/21 creó un régimen especial para la creación de nuevos fondos de mercado de dinero cuyo objeto sea la inversión en títulos públicos. Por otro lado, en el marco de la RG885/2021 se autorizó la creación de FCI que tengan como objeto la inversión en valores negociables con impacto ambiental, social y de gobernanza (ASG).

los FCI de mercado de dinero, cuya cartera está explicada en más de 90% por depósitos (la mitad de los depósitos de los FCI), el crecimiento en el patrimonio fue de 4,8% en el mismo periodo (2,3% fue el aumento de los flujos netos). Los principales 5 FCI de mercado de dinero explican cerca del 50% del patrimonio conjunto del segmento y 25% del patrimonio de la industria.

Gráfico 26 | Participación de los depósitos de inversores institucionales en el fondeo del sistema financiero



Nota: para FCI y compañías de seguros se utilizan datos de depósitos publicados por BCRA. Fuente: BCRA y FGS.

Con información granular a nivel de fondos y utilizando análisis de red, la interconexión directa entre las entidades financieras y los FCI agrupando por depósitos de cada Sociedad Gerente (SG) de FCI, es superior a la observada de forma previa al inicio de la pandemia COVID-19 (diciembre de 2019) (ver Tabla 4).⁶⁸ No obstante, desde marzo de 2021 algunos indicadores muestran un desempeño dispar. Por un lado, respecto a marzo aumentó tanto el total de entidades financieras con depósitos de SG (de 36 a 40), el tamaño promedio de los depósitos (\$2.820 millones a septiembre de 2021, +7,4% en términos reales) y la cantidad de entidades financieras con la que cada SG tiene depósitos (la mediana pasó de 10 a 11). Por otro lado, si bien en igual período aumentó la cantidad de vínculos entre SG y entidades financieras, es decir, la cantidad de los depósitos consolidados a nivel de cada SG en cada entidad financiera individual pasaron de 504 a 516, en términos de los vínculos posibles disminuyó de 29% a 26%. Más aún, se contrajo ligeramente la importancia del fondeo de las SG de forma agregada a nivel de cada EF, pasando de 18% a 17% considerando respecto al total de los depósitos del SPNF.

68 Se consideran los depósitos como vínculos (links) entre las entidades financieras y los FCI agrupados a nivel de las SG sin distinguir entre cuentas a la vista y plazos fijos. Existen otras inversiones como la tenencia de ON por parte de FCI cuyos emisores son las EF o de acciones de EF que no son incluidas en este análisis. Ver Apartado 5 ["Evolución de la industria de Fondos Comunes de Inversión \(FCI\) e interconexión con el sistema financiero"](#) IEFJunio 2021. Como se menciona allí, con posterioridad al reperfilamiento de instrumentos del Tesoro en agosto de 2019 y dado que se vio afectada la liquidez en los mercados financieros y en presencia de una alta volatilidad, en diciembre de 2019 el BCRA aún estaba realizando subastas de pases activos y compras de Letras del Tesoro en cartera de FCI, medida que tomó transitoriamente.

Tabla 4 | Indicadores de interconexión directa entre depósitos de FCI agrupados por SG y entidades financieras reguladas por BCRA

Indicador	dic-19	dic-20	mar-21	sep-21
Ponderación depósitos en PN total FCI	28%	44%	49%	49%
Cantidad de EF con depósitos de al menos un SG (a)	34	36	36	40
Cantidad de SG (b)	50	48	49	49
Total de vínculos observados (mayores a \$100mil) (c)	325	459	504	516
Vínculos obs./ posibles (c)/((a)*(b))	19%	27%	29%	26%
Depósitos totales de SG/ total depósitos SPNF	5%	13%	14%	15%
Monto promedio depósito (vínculo)*	\$ 1,30	\$ 2,50	\$ 2,63	\$ 2,82
Cantidad de EF por cada SG, mediana	6,0	9,0	10,0	11,0
Total dep. de SG/ dep. SPNF por EF, mediana**	8%	14%	18%	17%
Tamaño cada vínculo/ dep. SPNF por EF, mediana***	0,3%	0,6%	0,7%	0,8%

*Montos en miles de millones de \$ de sep-21. **Sumatoria de depósitos de todas las SG con depósitos por entidad como % de dep. SPNF. ***Monto de depósito de cada SG (individual) como % de dep. SPNF de cada entidad. Nota: Vínculos observados (c): cantidad de depósitos de SG en entidades financieras. Vínculos posibles: producto entre cantidad de EF con depósitos de al menos una SG y cantidad de SG ((a)*(b)).

Con respecto a la interconexión directa dentro del sistema financiero, una de las fuentes está dada por el mercado de préstamos interfinancieros no garantizados (mercado de *call*). Este mercado relativamente pequeño,⁶⁹ es utilizado por las entidades financieras para la administración de la liquidez. En un contexto en el que en los últimos meses se observa un ligero aumento en los montos negociados en este mercado (aunque siguen siendo bajos en términos históricos) y con relativa estabilidad tanto en las tasas pactadas como en relación a otras tasas de referencia (como la BADLAR), se observa en los últimos meses un aumento en general en la interconexión en base a los indicadores estimados con metodología de análisis de red. No obstante ello, en la mayoría de los casos los indicadores señalan una menor interconexión respecto a los valores de largo plazo.⁷⁰

5. Principales medidas macroprudenciales

En la segunda parte de 2021 el BCRA mantuvo los ejes de la política prudencial impulsada en el período de pandemia, en un marco de focalización de su accionar ante las mejoras en la situación epidemiológica (ver Sección 1). Como se mencionó en ediciones anteriores del IEF, gran parte de las medidas implementadas localmente para enfrentar el shock están en línea con las adoptadas por otras economías emergentes y desarrolladas, y dejan un conjunto de lecciones a tener en cuenta a futuro (ver Apartado 3).

La política prudencial del BCRA sigue teniendo como pilares:

69 Si bien el monto promedio negociado por día respecto del saldo de los depósitos del sector privado es inferior a 1%, constituye relativamente una de las principales fuentes de interconexión directa entre las entidades financieras.

70 Se observan una mayor cantidad de nodos (entidades financieras participando en el mercado) y vínculos (cantidad de préstamos consolidados a nivel de entidad financiera) en promedio respecto a los 6 meses previos. La mayor interconexión se observa en indicadores como grado medio, densidad de la red y distancia. Para la definición de los mismos y de la terminología principal utilizada en análisis de redes ver Apartado 3 del [IEF II-18](#).

- i. Lograr que el crédito al sector privado, especialmente aquel canalizado a las MiPyMEs y a las familias, continúe gradualmente expandiéndose, en un escenario en el que aún persisten parte de los efectos de la pandemia sobre la economía. Con este fin se fueron realizando distintas ampliaciones a la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyME y se lanzó el Programa Tasa Cero 2021, buscando atemperar así potenciales situaciones de tensión sobre la capacidad de pago de un amplio abanico de personas deudoras, y sus eventuales efectos negativos sobre el sistema financiero y la economía en su conjunto. (ver Recuadros 3 y 4). Por otro lado, el BCRA mantuvo sin cambios y en cero (0%) el nivel requerido del Margen de Capital Contracíclico⁷¹ a las entidades financieras, en un escenario de intermediación financiera que sigue en parte influenciado por la evolución de la pandemia.
- ii. Aliviar la situación financiera de las familias y empresas aún impactadas por el shock, de forma focalizada. De esta manera, se sigue dando la posibilidad de transferir cuotas impagas al final de la vida del crédito a las personas empleadoras alcanzadas por el Programa de Recuperación Productiva II –REPRO II– (devengando solamente el interés compensatorio)⁷² (ver Sección 3.1).
- iii. Favorecer el ahorro bancario en pesos a plazo, en particular en lo que hace a los depósitos ajustables UVA (tradicionales y precancelables) y a los plazos fijos tradicionales en pesos a una tasa mínima regulada por el BCRA.
- iv. Seguir impulsando la conservación de niveles prudenciales de capital de las entidades, por ejemplo, mediante la suspensión temporal de la posibilidad de distribuir resultados/dividendos. Se busca así contar con un sistema con mayor capacidad para afrontar sin tensión significativa un escenario operativo eventualmente más adverso (en caso de materialización de algunos de los riesgos analizados en las secciones precedentes), y reduciendo su potencial impacto procíclico sobre la economía.
- v. Calibrar las regulaciones cambiarias y sobre entidades financieras para continuar haciendo un uso eficiente de las reservas internacionales, evitando desequilibrios transitorios entre la oferta y demanda.

A estos ejes se suma el fuerte impulso que el BCRA le está dando al crecimiento de los medios electrónicos de pago de la economía, especialmente a través del reciente lanzamiento pleno de los pagos con transferencia en el marco de la iniciativa Transferencias 3.0. Este nuevo esquema, lanzado a fines de noviembre, permite tanto a los comercios como a las personas usuarias obtener ventajas en los pagos electrónicos, tanto en términos de seguridad, inmediatez, irrevocabilidad y menores costos, dando lugar a una mayor inclusión financiera de la población (en particular de los grupos relativamente más vulnerables).

71 Ver Texto Ordenado sobre [Distribución de resultados](#). El Margen de Capital Contracíclico es una herramienta de política macroprudencial que dispone el BCRA, cuyo objetivo fundamental es proteger a las entidades financieras de la acumulación de riesgo sistémico que resulte de un crecimiento excesivo del crédito a nivel agregado.

72 Permitiendo asimismo la modificación transitoria sobre los parámetros para clasificar a estas.

Apartado 1 / Reconstrucción del mercado secundario de deuda pública en pesos y riesgo de liquidez

La existencia de mercados de deuda pública líquidos y profundos contribuyen favorablemente sobre el marco de estabilidad financiera de una economía⁷³, pudiéndose mencionar los siguientes beneficios:

- disminuir el riesgo de liquidez enfrentado por inversores (incluyendo los bancos)⁷⁴, ya que pueden deshacerse de sus posiciones cuando así lo requieran sin afrontar costos elevados asociados con la transacción,
- gestión más eficiente de la deuda por parte de los emisores y,
- valoración más correcta de los instrumentos financieros (relevante dado el rol de referencia para la valuación de instrumentos del resto de agentes), contribuyendo al desarrollo de mercados financieros más eficientes, posibilitando la canalización del ahorro hacia inversiones de manera eficaz⁷⁵.

El mercado argentino de deuda soberana se encuentra en parte influenciado por la coyuntura observada en los últimos años, que implicó en 2020 la realización de diversos canjes de deuda tanto a nivel local como internacional (buscando recobrar la sostenibilidad de la deuda pública). En este marco, se buscó propiciar el financiamiento del Estado Nacional en pesos, así como normalizar el mercado de instrumentos de deuda pública en igual denominación⁷⁶, procurando una relación atractiva y sostenible entre plazo y rendimiento.

Como resultado de esta estrategia financiera, en el mercado primario local se fue configurando un menú de amplio de instrumentos en pesos⁷⁷ que, en forma progresiva, tendió a concentrar los vencimientos en cada segmento. Se procuró generar emisiones cada vez de mayor tamaño, en línea con las mejores prácticas internacionales para la administración de la deuda pública. Para brindar mayor previsibilidad, se comenzó a anunciar un cronograma de subastas convocadas para los meses siguientes. Así, se logró la extensión paulatina de los plazos de colocación de la deuda en moneda doméstica, al tiempo que aumentó la ponderación de la misma en el saldo total de la deuda del sector público nacional.

Dado que se trata de un mercado aún en vías de desarrollo y con margen de crecimiento, la estrategia financiera posteriormente buscó fortalecer el funcionamiento del mercado primario y secundario de estos instrumentos. Específicamente, seguir avanzando en la construcción de una curva de rendimientos en moneda local, y fomentar el desarrollo del mercado secundario de instrumentos de deuda pública en dicha moneda. En el mismo sentido, el BCRA comenzó a operar en el mercado de futuros de títulos públicos para mejorar la profundidad del mercado.

73 Ver por ejemplo ["Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local"](#) CGFS Papers nro. 28, junio de 2007.

74 En Argentina los principales tenedores de deuda pública soberana son inversores institucionales y entidades financieras.

75 Das, U.; Surti, J.; Ahmed, F.; Papaioannou, M.; Pedras, G., ["Managing public debt and its financial stability implications"](#), FMI, Working Papers 10/280, Diciembre 2010.

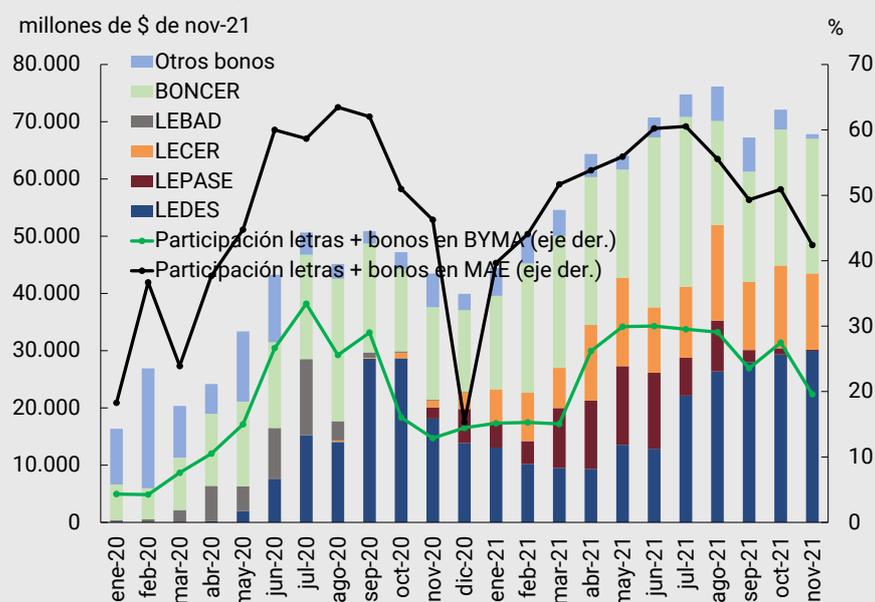
76 Ver IEF [Apartado 3](#) Primer Semestre 2020 y [Apartado 6](#) IPOM Noviembre 2020.

77 Se incluyeron letras a descuento, bonos con cupón en pesos nominales y en pesos con ajuste CER, letras y bonos con cupón a tasa variable (BADLAR) y letras con cupón de tasa de Pases Pasivos a 7 días más un margen (LEPASE). Más recientemente se comenzaron a colocar las Letras de Liquidez de Tesoro (LELITE), destinadas exclusivamente para los FCI, parcialmente pre cancelables y no negociables en el mercado secundario.

En relación con los mercados secundarios, en los últimos tres meses la negociación de instrumentos en pesos representó cerca del 30% del total negociado en títulos públicos en el MAE y BYMA (principales plazas de negociación).⁷⁸

Se transan en la actualidad dos⁷⁹ diferentes tipos de Letras del Tesoro siendo ambas a descuento: en pesos nominales –LEDES, 5 instrumentos vigentes- y en pesos con ajuste por CER –LECER, 8 instrumentos vigentes-, con una mayor participación de las primeras (ver Gráfico A.1.1). Entre los bonos se negocian principalmente tres tipos diferentes de instrumentos: en pesos con ajuste de capital por CER (BONCER, bonos de consolidación y otros bonos emitidos en ocasión de los canjes de 2005 y 2010), bonos en pesos nominales a tasa variable (tasa BADLAR) y a tasa fija. Los bonos en pesos con negociación en los mercados secundarios son cerca de 20 especies en total con preponderancia de las especies con ajuste CER (14 relevadas).

Gráfico A.1.1 | Negociación de instrumentos denominados en pesos
Montos negociados por día por segmento de instrumento y participación de instrumentos en pesos en el total negociado en las principales plazas



Fuente: BCRA en base a Bloomberg.

En el marco de las medidas adoptadas se observó un gradual incremento relativo en la negociación de los instrumentos de deuda pública en moneda doméstica en las principales plazas. No obstante, otros indicadores clásicos considerados para evaluar la liquidez como el diferencial entre puntas compradora y vendedora (ver Gráfico A.1.2) y el monto negociado en función del saldo en circulación (coeficiente de negociación o *turnover*)⁸⁰ (ver Tabla A.1.1), dan cuenta de la heterogeneidad

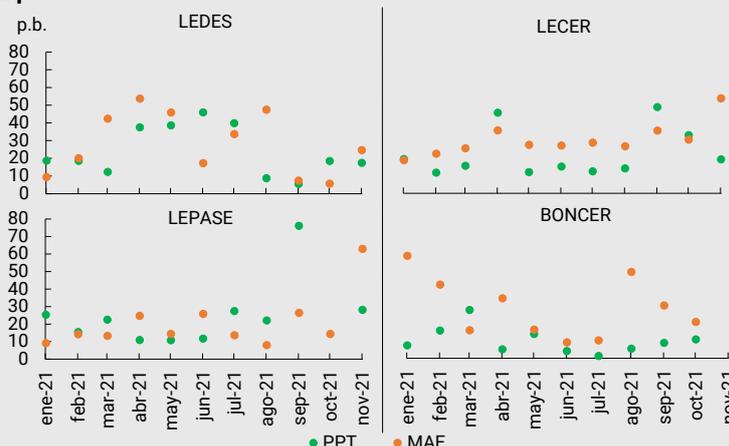
78 Considerando el periodo de enero a noviembre, los instrumentos en pesos representaron el 30% del total negociado. El resto de la negociación se distribuye en 28% del total en títulos públicos nacionales denominados (y pagaderos) en moneda extranjera y lo restante en otros instrumentos como aquellos vinculados al dólar y bonos provinciales, entre otros. El monto total negociado en títulos públicos en lo transcurrido de 2021 ascendió a \$222.000 millones (en valores constantes de noviembre de 2021) en promedio por día, incluyendo los bonos de los diferentes segmentos (dólar, vinculado al dólar, pesos y otros). Se considera la negociación en el segmento prioridad precio tiempo (PPT) y bilateral (SENEBI) de la bolsa (BYMA) y lo negociado en operaciones de compra-venta en MAE.

79 Hasta noviembre se negociaron LEPASE. Dichos instrumentos se colocaron desde noviembre de 2020 hasta agosto de 2021, cuando se realizó la última colocación mediante subasta de la especie con vencimiento en noviembre de 2021.

80 Así, se considera que cuanto más pequeño es el diferencial entre precios de compra y venta medido en p.b., más líquido es el instrumento, siendo usualmente inferior a 5p.b. en las especies de referencia en los mercados profundos como los bonos del Tesoro de Estados Unidos y también en el caso de los bonos soberanos más líquidos de Brasil, México, etc. Como referencia entre 2006 y 2010

existente por segmento y del potencial de mejora en lo que refiere a la profundidad del mercado secundario de deuda en pesos.⁸¹ En términos generales se destacan, no obstante, las LEDES como los instrumentos más líquidos del mercado local.

Gráfico A.1.2 | Diferencial entre precios de compra- venta de instrumentos En pesos



Nota: se considera plazo de negociación 48hs. en todos los casos excepto para las LEDES en la rueda Prioridad Precio Tiempo (PPT) de BYMA que se considera contado. Para cada mes se considera el *spread* promedio de las dos especies más líquidas de cada tipo de instrumento. Fuente: BCRA en base a Bloomberg.

Tabla A.1.1 | Turnover diario de instrumentos en pesos por segmento

Periodo	LEDES	LEPASE	LECER	BONCER
ene-21	3,0%	2,7%	1,3%	0,5%
feb-21	3,2%	1,7%	1,5%	0,7%
mar-21	4,7%	2,8%	1,3%	0,6%
abr-21	4,2%	2,0%	2,2%	0,6%
may-21	5,1%	2,2%	2,0%	0,4%
jun-21	3,2%	3,3%	2,9%	0,7%
jul-21	5,0%	3,0%	2,1%	0,6%
ago-21	5,5%	4,5%	2,0%	0,4%
sep-21	4,5%	1,5%	1,2%	0,4%
oct-21	3,4%	1,8%	1,3%	0,6%
nov-21	4,2%	0,7%	0,8%	0,5%

Nota: Se computa para cada especie el monto promedio negociado por mes en PPT y SENEBI (BYMA) y MAE en relación a los valores en circulación a fin de cada mes previo. Luego se promedia el valor mensual para cada segmento en base a todos los instrumentos con liquidez. Fuente: BCRA en base a Bloomberg y MECON.

Con el objetivo de avanzar en el desarrollo del mercado secundario de instrumentos de deuda pública en pesos y de dar una mayor transparencia en los precios de los instrumentos que son tomados como referencia (*benchmark*) en la curva de rendimientos local, en agosto se puso en marcha el Programa de Creadores de Mercado (PCM)⁸². En su primera etapa, el programa se centra en las Letras del Tesoro e incluye la actuación de un grupo seleccionado de 13 entidades aspirantes a creadores de mercado (9 son entidades financieras)⁸³. En este marco, las entidades que actúan como creadores de mercado (CM) se comprometen a una participación mínima en las operaciones tanto en el mercado primario (1,5% del total licitado por trimestre) como en los mercados secundarios, así como a mantener posturas de precios de compra y venta en un período mínimo de la jornada bursátil.⁸⁴

el *spread* del Boden 12 se ubicaba en un rango promedio de 25-30p.b. Para el coeficiente de negociación, el indicador se calcula típicamente como el monto negociado en términos diarios, semanales o mensuales en función del valor en circulación (cercano al valor técnico) o valor de mercado del instrumento para indicar la rotación o *turnover*: a mayor *turnover* más liquidez tiene el instrumento.

81 La estimación realizada para el diferencial entre puntas compradora y vendedora, que abarcó las especies más negociadas en moneda doméstica entre enero y noviembre de 2021 en MAE y el segmento PPT de la bolsa, arrojó indicadores (en promedio diario mensual) en un rango desde menos de 10p.b. para en las LEDES y BONCER más líquidos, valor que supera los 60p.b. en otros instrumentos. Respecto al coeficiente de negociación, se computó como el promedio diario mensual negociado en MAE y BYMA (segmento PPT y SENEBI) desde enero a noviembre de 2021 en función del valor en circulación estimado a fin de cada mes previo, buscando abarcar la totalidad de los instrumentos con negociación secundaria por segmento. A nivel de especie, para las letras en pesos más líquidas dicho rango se ubicó entre 2,1% a 5,4%, mientras que para los BONCER fue entre 0,5% a 2,1%. Como referencia, en los bonos soberanos más líquidos en dólares el *turnover* diario se ubica en un rango de 4% a 27%.

82 Ver [Resolución Conjunta 1/21](#).

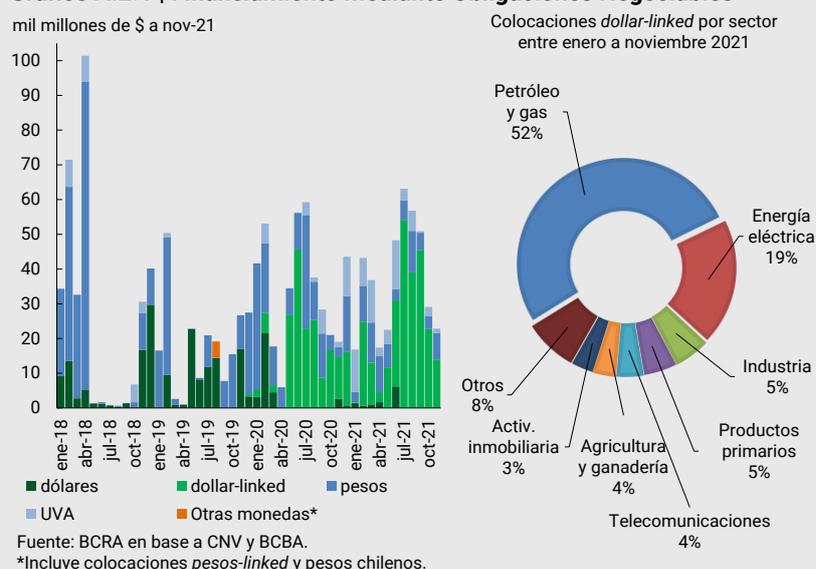
83 Entre otros requisitos a cumplir para ser aceptada como CM, la entidad debe ser Agente de Liquidación y Compensación (ALyC).

84 Respecto a los derechos para las entidades CM, éstas podrán participar en la segunda vuelta de las licitaciones y participar en reuniones con la Subsecretaría de Financiamiento sobre temas relacionados con el desarrollo de los mercados de capitales y el diseño de los instrumentos. Podrán acceder a préstamos de instrumentos de deuda pública (cuando estén disponibles) y a incentivos económicos a definir.

Apartado 2 / Tendencias recientes en la colocación de Obligaciones Negociables

Las Obligaciones Negociables (ON) son el principal vehículo de financiamiento de las empresas en los mercados de capitales en Argentina. En un contexto de reconstrucción del mercado local de deuda pública (ver Apartado 1), se observa una recuperación en los montos de colocación de ON en 2021, tras la etapa de incertidumbre de 2018-2019 y del impacto inicial del shock de COVID-19 en 2020. Sin embargo, el desarrollo del mercado de capitales local es incipiente, dado que se trata de un mercado aún chico en comparación internacional y en relación a la economía.

Gráfico A.2.1 | Financiamiento mediante Obligaciones Negociables



Las financiaciones brutas mediante ON suman \$586 mil millones (en pesos de noviembre pasado) en los 11 meses transcurridos de 2021, con 39% i.a. de crecimiento respecto al mismo periodo de 2020⁸⁵. En el caso de las ON colocadas en el mercado local, representan casi la mitad del financiamiento acumulado en 2021, considerando el abanico de instrumentos utilizados (cheques de pago diferido, fideicomisos financieros, pagarés, acciones y otros, además de ON).

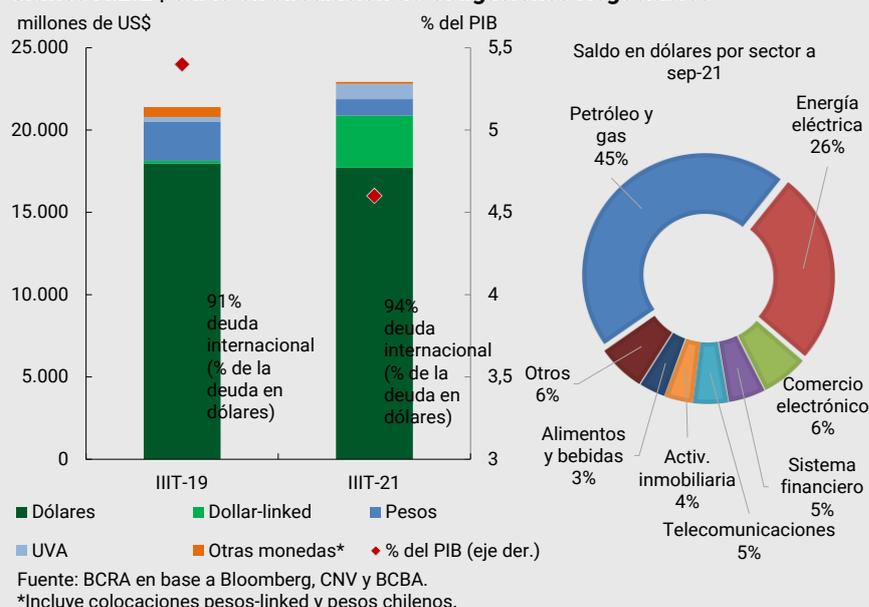
Las colocaciones *dollar-linked* (denominadas en dólares y pagaderas en pesos) fueron el principal vehículo de financiamiento desde 2020: explican más de 60% del monto de ON colocado en 2021 en el mercado local⁸⁶ (ver Gráfico A.2.1, 1 panel izquierdo). El resto se distribuye entre las colocaciones en pesos (19%) y UVA (16%). Las operaciones *dollar-linked* en el mercado local se asocian a mayores montos y plazos. Respecto del monto promedio por operación en lo que va de 2021 (a precios de noviembre), mientras que para estas últimas equivalente a \$3.257 millones, para las operaciones en pesos y en UVA son de \$862 millones y \$2.903 millones respectivamente. En términos de plazo promedio, mientras que en las colocaciones *dollar-linked* en 2021 es de 53 meses (con colocaciones de hasta más de 130 meses) para las colocaciones en pesos y UVA es de 14 meses y 42 meses (con colocaciones de hasta 60 meses de plazo en ambos segmentos).

85 Considerando sólo operaciones de carácter genuino (excluye canjes), con toda legislación. Si se excluyen las ON con legislación internacional, el monto en igual período es de \$408 mil millones en pesos de noviembre de 2021, con un crecimiento de 9% i.a.

86 Las ON *dollar-linked* explicaron cerca del 45% del monto total en 2020. De las operaciones en 2021, varias se enmarcan en los [Lineamientos para la emisión de Valores Negociables sociales, verdes y sustentables en Argentina](#) de CNV (considerando 9 colocaciones en 2021 en este segmento, 4 fueron *dollar-linked*, 4 en pesos y 1 UVA).

Esto se da en un contexto en el cual las colocaciones de ON en dólares perdieron dinamismo (tanto en mercados locales como internacionales), siendo actualmente en su mayoría en el mercado externo y tratándose de colocaciones puntuales de gran tamaño.⁸⁷ En lo que va del año las operaciones en dólares explican un 32% del total de colocaciones de ON,⁸⁸ cuando en 2016-2017 explicaban un 70% en promedio. Por su parte, las emisiones *dollar-linked* fueron principalmente realizadas por empresas de petróleo y gas, seguidas en menor medida por sectores como el de energía eléctrica y productos primarios (ver Gráfico A.2.1, panel derecho), con empresas que en varios casos tienen al menos parte de sus ingresos en moneda extranjera.

Gráfico A.2.2 | Saldo en circulación de Obligaciones Negociables



Como resultado del mayor protagonismo en las colocaciones *dollar-linked* se incrementó el saldo de las ON en circulación (que compensaron el retroceso en las ON en dólares y en pesos), al tiempo que hubo un incremento en la ponderación de esta moneda en el saldo total. El saldo total de ON en circulación (considerando con legislación local e internacional) se estima en US\$23 mil millones (4,6% del PIB) a fines septiembre, frente a US\$21,4 mil millones (5,4% del PIB) dos años atrás (pre-pandemia), al tiempo que las ON *dollar-linked* pasaron a representar 14% del saldo total (+13 p.p. respecto a dos años atrás) (ver Gráfico A.2.2). Las ON en dólares continúan explicando la mayor parte del saldo (77% del total, con más del 90% en instrumentos con legislación internacional).⁸⁹ Considerando la suma de ON pagaderas en moneda extranjera (dólar, *peso-linked* y en pesos chilenos) representa 78% del total, contra 87% dos años atrás. Con respecto al riesgo de moneda vinculado al saldo de ON en dólares, se destaca que se presenta una ponderación significativa de empresas del rubro petróleo y gas (45%), con parte de sus ingresos en moneda extranjera.

87 Las operaciones aquí consideradas excluyen canjes y por lo tanto no incorporan las operaciones vinculadas a procesos de refinanciación llevadas a cabo en función de las nuevas normas del BCRA a partir de octubre de 2020 (Comunicación "A" 7106 y posteriormente "A" 7230) sobre los vencimientos en moneda extranjera. Estas operaciones implicaron menores compras netas en el mercado de cambios por unos US\$ 1.800 millones respecto a los vencimientos originales para deudas financieras con el exterior y/o títulos locales en moneda extranjera (desde la entrada en vigencia y durante semestre de 2021, ver "Informe sobre deuda externa privada"). En diciembre se decidió extender por seis meses la vigencia de las disposiciones cambiarias que vencen a fin de año en materia de refinanciación de títulos de deuda en moneda extranjera y otros pasivos financieros.

88 El monto total ascendió a US\$ 1.621 millones en 2021 y US\$ 665 millones en 2020. El plazo medio de las colocaciones ON en dólares, por otra parte, es de 89 meses en los 11 meses transcurridos de 2021 (con operaciones de hasta 120 meses).

89 Los canjes internacionales a principios de 2020 y las operaciones de refinanciación en el marco de la Comunicación "A" 7106 (y luego "A" 7230) no implicaron en general quitas de capital, si bien generaron una mejora en términos del perfil de vencimientos.

Apartado 3 / Algunos desafíos y lecciones frente a las normas financieras implementadas para hacer frente a la pandemia

Como respuesta al surgimiento de la pandemia de COVID-19, las autoridades a nivel mundial implementaron una amplia gama de medidas extraordinarias destinadas a mitigar los efectos adversos del shock. Si bien todavía la pandemia no se superó, su duración lleva a que se planteen discusiones vinculadas al abordaje regulatorio realizado hasta el momento, así como a las lecciones que se pueden extraer de lo actuado.

Aunque el shock no se originó en sector bancario, las agencias regulatorias debieron recurrir a una mayor flexibilidad normativa para impulsar a los bancos a sostener el flujo de crédito a la economía real.⁹⁰ La pandemia puso de relevancia la importancia de contar con un sector bancario que se mostró sólido y resiliente, producto en gran parte de los cambios regulatorios introducidos a partir de la crisis global 2008 (Basilea III). Por otro lado, debe señalarse que muchos bancos internacionales fueron reticentes a utilizar los colchones de capital y liquidez que tenían a disposición ante el escenario de pandemia.⁹¹ Una de las lecciones aprendidas es que hay herramientas prudenciales que fueron diseñadas para enfrentar determinados tipos de riesgos –como los colchones de Basilea III para contrarrestar el riesgo financiero sistémico- que no necesariamente sirven adecuadamente para enfrentar eventos originados fuera del sector financiero.

Si bien el sector bancario actuó atemperando parte de los efectos del shock macroeconómico, no todos los actores en los mercados financieros tuvieron el mismo desempeño. Los cambios regulatorios tomados ante la crisis global 2008, sumados al contexto de bajos rendimientos a nivel global a partir de ese momento, llevaron a que los riesgos financieros fueran cada vez más relevantes en entidades financieras no bancarias. El inicio de la pandemia llevó a que varias jurisdicciones sufrieran un estrés de liquidez en este sector generado por la reversión del apetito al riesgo, en un contexto de creciente demanda de activos considerados seguros. Esto hizo necesario la intervención a gran escala de los Bancos Centrales, permitiendo así aliviar la tensión existente en los mercados. Esta situación puso de relevancia la dimensión que tomaron las entidades financieras no bancarias y su interconexión con el sector financiero. Dado esto, existe consenso internacional y los foros globales están avanzando en el diseño de un esquema regulatorio global que incorpore a estos actores de creciente relevancia.⁹²

El carácter totalmente inesperado de la pandemia llevó a que a principios de 2020 se plantearan medidas de emergencia de amplio alcance y con perfil de corto plazo. La persistencia de la pandemia hizo que se revieran varias de las medidas, prolongándose su vigencia en varios casos. Durante la segunda mitad de 2020 se observó de manera generalizada a nivel global la modificación de las políticas crediticias tomadas ante la situación inicial, buscando focalizarlas hacia los sectores más vulnerables o afectados por la crisis.⁹³

90 Ver [IEF II-20. Apartado 4 / COVID-19. Uso de la flexibilidad normativa](#); FSB: [COVID-19 Pandemic: Financial Stability Impact and Policy Responses \(noviembre 2020\)](#).

91 FSB: [COVID-19 Pandemic: Financial Stability Impact and Policy Responses - Interim report \(Julio 2021\)](#).

92 FSB: [Enhancing the Resilience of Non-Bank Financial Intermediation: Progress Report \(noviembre 2021\)](#).

93 Ver [IEF I-20 Apartado 1 / Abordaje prudencial del shock de COVID-19 por parte de Bancos Central y Organismos de Supervisión](#).

Por su parte, a partir de mediados de 2021 el foco se centró en la planificación de la remoción de la combinación de políticas fiscales, monetarias y financieras que se adoptaron. Aunque varias jurisdicciones comenzaron a revertir alguna de las medidas implementadas, la mayoría de las medidas de apoyo siguen vigentes, en gran parte como resultado de las diferencias en la recuperación económica entre regiones. Incluso, en algunas oportunidades se han realizado anuncios sobre la finalización de medidas de asistencia que posteriormente fueron revisados, principalmente por el desarrollo de la situación sanitaria y su potencial impacto sobre las economías.

A nivel global existe consenso en que el diseño de la estrategia de salida presenta desafíos importantes y está presente en la agenda de los organismos internacionales. Estos últimos refieren a la necesidad de coordinación entre diferentes instituciones y autoridades de supervisión, así como de flexibilidad y gradualidad. A su vez, se plantean en un contexto de considerable incertidumbre respecto de la situación económica (si bien hay mejoría, esta podría revertirse ante un eventual rebrote de la pandemia).⁹⁴

Esta situación tiende a llevar a evaluar los costos de mantener las medidas por un plazo demasiado prolongado, frente a los costos de retirarlas muy pronto. En este sentido, gran parte de los foros internacionales indican que mientras más tiempo estén vigentes, mayor podría ser la posibilidad de afectar la disciplina crediticia, asignar recursos a empresas no viables (p.e. por alto endeudamiento, cambio estructural de entramado productivo, etc.), generar opacidad y mayor vulnerabilidad en los balances de proveedores de crédito y finalmente afectar así a la inversión y la trayectoria de mediano plazo del producto y el empleo.

Por otra parte, también hay cierto consenso global sobre el hecho de que la eliminación temprana de las medidas de apoyo podría generar dificultades en el sector corporativo afectando así a sus acreedores (los bancos y demás inversores), con efectos de segunda ronda. Este desafío se agudiza cuando se incorpora el hecho de que la pandemia no afectó a todos los sectores por igual, generando la posibilidad de que la viabilidad económica de ciertos sectores o empresas se encuentren bajo tensión. De esta manera, se tiende a argumentar que la estrategia de salida debe adaptarse al contexto de cada país (situación sanitaria, fiscal, financiera entre otras dimensiones) y su capacidad para mantener el apoyo al sector privado. Dadas las dificultades que trae aparejada las acciones destinadas a desarmar las políticas vinculadas a pandemia, la comunicación de esta estrategia es sumamente importante.

Finalmente, la crisis dejó algunos temas para analizar. Desde el punto de vista de la regulación, tendió a dejar cierta evidencia de que es cada vez más necesario tener un abordaje prudencial holístico incluyendo a las entidades financieras no bancarias, que las herramientas diseñadas para un objetivo específico pueden no resultar tan eficientes frente a otras situaciones (por ejemplo, el caso de los colchones de Basilea III) y que la normativa para mitigar prociclicidad bancaria no alcanza para tratar una crisis. Asimismo, se deberá ir incorporando los cambios estructurales como la mayor digitalización del sector financiero que pone el foco en la resiliencia operativa, particularmente en los riesgos cibernéticos que son cada vez más frecuentes y sofisticados. Estas lecciones y las que vendrán hasta superar totalmente la pandemia impactarán en las políticas financieras futuras.

94 [FSB: Lessons Learnt from the COVID-19 Pandemic from a Financial Stability Perspective - Final report](#)

Apartado 4 / Basilea III: finalización de las reformas poscrisis

El esquema normativo conocido comúnmente como Basilea III (BIII) surgió tras la revisión integral realizada por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) a propósito de la crisis financiera global originada en 2007. Los cambios propuestos fueron incorporándose en forma paulatina, dándose el proceso por finalizado con las reformas de diciembre 2017.^{95 96} Estas últimas reformas apuntan a mejorar la medición del riesgo e impulsar una mayor homogeneización en las metodologías utilizadas por los bancos para elaborar dicha medición.

Las medidas que entrarán en vigencia en enero 2023 buscan principalmente restablecer la credibilidad del cálculo del capital en base al riesgo, teniendo en cuenta que la crisis global 2008 puso en evidencia que las distintas metodologías utilizadas por los bancos para la medición de sus riesgos generaron diferencias considerables en sus ratios de capital que no podían ser explicadas por discrepancias en el perfil de riesgo de sus portafolios.⁹⁷ La forma en que se instrumentó el uso de modelos internos (IRB) -que en principio debería haber permitido una medición más precisa del riesgo que los modelos estandarizados- generó incentivos a minimizar los ponderadores de riesgo y opacidad en la información brindada, y además resultó de difícil aplicación para cierto tipo de activos. La variabilidad que se observó en los ratios de capital dificultó su comparación entre entidades perjudicando su confiabilidad.⁹⁸ En este sentido, las reformas del 2017 intentan limitar la excesiva complejidad en el cálculo, introduciendo restricciones en las estimaciones y removiendo, en algunos casos, la posibilidad de aplicar los modelos avanzados del enfoque IRB para el cómputo de los activos ponderados por riesgo (APR).⁹⁹

En el caso del **riesgo de crédito**, la revisión limita el uso de modelos internos. Asimismo, se introducen cambios al enfoque estandarizado (SA) con el fin de incrementar su sensibilidad al riesgo y de reducir las referencias a calificaciones externas de riesgo mediante la posibilidad de aplicar métodos alternativos y el requisito de debida diligencia.^{100 101} El análisis de debida diligencia incorporado al enfoque SA busca asegurar no solo que los ponderadores de riesgo sean apropiados y prudentes sino también que el banco tenga en todo momento un conocimiento adecuado del perfil de riesgo y las características de sus contrapartes. Además, tiene implicancias en la gestión de riesgos, al requerir el uso de mayores ponderadores que los fijados en el estándar cuando los propios bancos identifiquen mayores riesgos implícitos.

95 Las primeras adecuaciones incorporadas en BIII se centraron en el fortalecimiento de los requisitos de capital y en la introducción de medidas tendientes a contener el riesgo sistémico y limitar la prociclicidad de la regulación (Ver Apartados 5 II-11, 3 I-14, 4 II-14 y 7 I-16 del IEF para un detalle de las primeras etapas de implementación). Se incorporaron los márgenes de conservación y contra-cíclico como requisitos de capital suplementarios (ver Apartado 7 I-16 y recuadro 10 II-17 del IEF) y el coeficiente de apalancamiento (ver Apartado 4 II-14 del IEF) como complemento de los requisitos basados en riesgo; estándares cuantitativos de liquidez (ver Apartados 3 I-14 y 3 II-15 del IEF); límites a las grandes exposiciones a una contraparte y lineamientos específicos para los bancos de importancia sistémica. Se revisaron además ciertas áreas del marco de capital por riesgo que no estaban adecuadamente diseñadas, lo que incluyó a los estándares por riesgo de mercado, riesgo de contraparte y titulizaciones.

96 [Basel III: Finalising post-crisis reforms - 2017](#)

97 Su fecha de implementación inicialmente era enero 2022 pero fue postergada con motivo de la crisis generada por la pandemia por COVID-19.

98 Análisis realizados para jurisdicciones desarrolladas encontraron que el precio del capital fijado por el mercado para estos grandes bancos tenía una correlación positiva con un coeficiente de apalancamiento calculado por los propios inversores y no con el capital regulatorio. Ver, por ejemplo, Hoenig, T (2013): "*Basel III Capital: A Well-Intended Illusion -Research Conference*"; Basilea, Suiza.

99 El enfoque basado en calificaciones internas (IRB) puede ser aplicado mediante el uso de dos métodos: IRB avanzado y IRB básico.

100 Se incrementa la granularidad en los ponderadores de riesgo a asignar. Eso es particularmente relevante en las exposiciones con garantía hipotecaria a los que BII les asignaba un ponderador constante.

101 Se incorporan métodos no basados en calificaciones externas de riesgo crediticio (método de evaluación estándar) para algunas de las exposiciones crediticias.

Por otro lado, y con el fin de reducir la variabilidad en los requisitos de capital de las entidades que aplican el enfoque IRB respecto de las que no lo hacen, el cómputo queda sujeto a un piso (output floor) en base a los APR calculados según el nuevo modelo SA. Además se introducen ciertas restricciones en las estimaciones de los parámetros y se remueve la posibilidad de usar el IRB avanzado en algunas exposiciones¹⁰².

También se simplificó el estándar para el cómputo de los APR por **riesgo operacional** a través de un único enfoque (SA), teniendo en cuenta que la naturaleza de las pérdidas asociadas a este riesgo dificulta su predicción mediante la aplicación de modelos IRB. Esas medidas facilitan la comparación de los APR entre distintos bancos al remover el uso de múltiples enfoques y la opción del método IRB previstos en BII. El nuevo método SA es más sensible al riesgo, los requerimientos se definen a partir de los ingresos del banco y de sus pérdidas operacionales históricas. Se asume que el riesgo operacional de un banco aumenta a un ritmo creciente según lo hacen sus ingresos y que aquellos bancos con mayores pérdidas operacionales históricas son proclives a sufrirlas de nuevo en el futuro.

Las adecuaciones al marco de riesgo de crédito y riesgo operacional complementan al requisito de margen del coeficiente de apalancamiento (LR) para los bancos de importancia sistémica global (GSIBs). La medida resulta congruente con el margen ponderado por riesgo que se aplica a esas entidades con el fin de mitigar las externalidades que generan.

En las adecuaciones finales divulgadas se realizan asimismo modificaciones al cómputo del capital por riesgo de contraparte. Las entidades financieras deben observar una exigencia de capital por las posibles pérdidas derivadas de valorar a precios de mercado el riesgo de contraparte esperado –pérdidas conocidas como “ajustes de valuación del crédito”, CVA–. Durante la crisis financiera mundial, este riesgo causó cuantiosas pérdidas a los bancos por lo que se buscó mejorar su sensibilidad. Se elimina el uso de modelos IRB, permitiendo a los bancos con bajos importes nominales calcular el requisito por CVA como un multiplicador de su requerimiento por riesgo de crédito de contraparte.

Con estas recomendaciones finales, que se suman al abordaje realizado hasta 2017, el BCBS busca dar una respuesta exhaustiva y completa a los problemas identificados en la crisis de 2008. Este nuevo esquema regulatorio ofrece una visión relativamente más prospectiva y compleja que la de los marcos regulatorios precedentes que incluye la revisión de los requisitos microprudenciales y el desarrollo de instrumentos macroprudenciales.

102 El método IRB avanzado deja de ser aplicable a exposiciones a bancos y otras entidades financieras y a grandes empresas pertenecientes a grupos económicos con ingresos consolidados mayores a € 500M. Se elimina el uso de cualquiera de los enfoques del método IRB (avanzado y básico) para el cómputo de las exposiciones por acciones.

Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro	LELIQ: Letras de Liquidez del BCRA
a.: anualizado	LR: Ratio de Apalancamiento
AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos	MAE: Mercado Abierto Electrónico
ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social	MERCOSUR: Mercado Común del Sur
APR: activos ponderados por riesgo	Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires (índice bursátil de referencia)
ASPO: Asilamiento, social, preventivo y obligatorio	MiPyME: Micro, Pequeñas y Medianas empresas
ATM: <i>Automated Teller Machine</i>	MSCI: <i>Morgan Stanley Capital International</i>
BADLAR: <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)	MULC: Mercado Único y Libre de Cambios
BCE: Banco Central Europeo	NIC: Norma Internacional de Contabilidad
BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires	NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS)
BCBS: <i>Basel Committee on Banking Supervision</i>	OCDE: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico.
BCRA: Banco Central de la República Argentina	ON: Obligaciones negociables
BID: Banco Interamericano de Desarrollo	OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo
BIS: <i>Bank for International Settlements</i>	ORI: Otros resultados integrales
BoE: <i>Bank of England</i>	p.b.: Puntos básicos
CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires	p.p.: Puntos porcentuales
CAFCI: Cámara Argentina de FCI	PEN: Poder Ejecutivo Nacional
Call: Tasa de interés de las operaciones del mercado inter-financiero no garantizado	PGNME: Posición Global Neta de Moneda Extranjera
CCP: <i>Central Counterparty</i> (Contraparte Central)	PIB: Producto Interno Bruto
CDS: <i>Credit Default Swaps</i>	PN: Patrimonio Neto
CEMBI: <i>Corporate Emerging Markets Bond Index</i>	PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	REM: Relevamiento de Expectativas del Mercado
CNV: Comisión Nacional de Valores	ROA: Rentabilidad en términos de los activos
COVID-19: Coronavirus disease 2019	ROE: Rentabilidad en términos del patrimonio neto
DSIB: <i>Domestic Systemically Important Banks</i>	ROFEX: <i>Rosario Futures Exchange</i> (Mercado a término de Rosario)
ECAI: <i>External Credit Assessment Institution</i>	RPC: Responsabilidad Patrimonial Computable
ECB: <i>European Central Bank</i>	S&P: <i>Standard and Poors</i> (Índice de las principales acciones en EEUU por capitalización bursátil)
ECC: Encuesta de Condiciones Crediticias	s.e.: Serie sin estacionalidad
EEUU: Estados Unidos	SEFyC: Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias
EFNB: Entidades Financieras No Bancarias	SGR: Sociedad de Garantía Recíproca
EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica	TCR: Tipo de cambio real
EMBI+: <i>Emerging Markets Bond Index</i>	TM20: Tasa de interés por depósitos a plazo fijo de 20 o más millones de pesos o dólares.
FCI: Fondos Comunes de Inversión	TN: Tesoro Nacional
Fed: Reserva Federal de EEUU	TNA: Tasa Nominal Anual
Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EEUU	TO: Texto Ordenado
FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad	Trim.: Trimestral / Trimestre
FMI: Fondo Monetario Internacional	UE: Unión Europea
FSB: <i>Financial Stability Board</i>	US\$: Dólares Americanos
i.a.: Interanual	UVA: Unidad de Valor Adquisitivo
IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales	UVI: Unidad de Vivienda
IEF: Informe de Estabilidad Financiera	Var.: variación
INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos	VIX: volatilidad del S&P 500
IPC: Índice de Precios al Consumidor	WTI: <i>West Texas Intermediate</i>
IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor	
IPOM: Informe de Política Monetaria	
IVA: Impuesto al Valor Agregado	
LCR: Ratio de Cobertura de Liquidez (siglas en inglés)	