

Informe de Estabilidad Financiera

Julio de 2022



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Estabilidad Financiera

Julio de 2022

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 3º). 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 diciembre de 2022.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 7 de julio de 2022.

Contenido

- | | |
|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Pág. 5 | Síntesis ejecutiva |
| Pág. 8 | 1. Contexto internacional y local |
| Pág. 14 | 2. Principales fortalezas del sistema financiero frente a los riesgos enfrentados |
| Pág. 23 | 3. Fuentes de vulnerabilidad y factores específicos de resiliencia del sistema financiero |
| Pág. 46 | 4. Otros tópicos de estabilidad del sistema financiero |
| Pág. 50 | 5. Principales medidas macroprudenciales |
| Pág. 51 | Apartado 1 / Conflicto entre Rusia y Ucrania y desafíos a la estabilidad financiera mundial |
| Pág. 54 | Apartado 2 / Riesgo de crédito asumido por las entidades financieras por su exposición a personas deudoras comunes con proveedores no financieros de crédito |
| Pág. 58 | Apartado 3 / Criptoactivos. Algunos desarrollos recientes y principales implicancias |
| Pág. 62 | Glosario de abreviaturas y siglas |

ISSN 2525-0574 | Edición electrónica

Contenidos y edición | Subgerencia General de Regulación Financiera, Gerencia Principal de Estabilidad Financiera
Colaboraciones | Gerencia Principal de Normas de Seguridad de la Información en Entidades y Gerencia Principal de Emisión y Aplicaciones Normativas
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

En la primera parte de 2022 el agregado de entidades financieras locales siguió evidenciando holgados niveles de capital, liquidez y previsionamiento, así como moderados ratios de mora en su cartera crediticia, situación que contribuye positivamente a configurar un marco de importante grado de resiliencia frente a eventuales situaciones de tensión. El escenario operativo para el sector fue favorecido por el sostenimiento del proceso de recuperación económica local iniciado en 2021, respaldado tanto por las mejoras observadas en la situación sanitaria como por las políticas de estímulo implementadas por el Gobierno Nacional en conjunto con el BCRA. En este contexto, el sistema financiero argentino siguió desarrollando normalmente sus actividades de intermediación de fondos y de provisión de servicios de pago a familias y empresas.

En el inicio de 2022 la economía argentina continuó afianzando el proceso de reactivación ya mencionado, luego de los efectos del shock de COVID-19. Se mantienen perspectivas positivas para los próximos meses, lideradas por la recuperación de los sectores que fueron más afectados por la pandemia, si bien las mismas están sujetas a riesgos en cierta medida crecientes. El contexto internacional se volvió menos favorable tras la publicación del último IEF a fines del año pasado: el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania generó un shock sobre el precio de las materias primas, agravando la preocupación por las presiones inflacionarias en las economías desarrolladas, entre otros aspectos. Esto se tradujo en una implementación de políticas monetarias más restrictivas en forma más rápida que la inicialmente prevista en estos países, generando en los últimos meses temores respecto a la posibilidad de escenarios de estanflación y menor apetito por riesgo.

Los aumentos en los precios de las materias primas repercutieron también sobre la inflación local, en un contexto de actividad económica en recuperación. El BCRA continuó con el proceso de normalización de las tasas de interés de política monetaria, buscando tender hacia un sendero de tasas de interés que permita retornos reales positivos para las inversiones en pesos y evitar presiones en el mercado cambiario, sin afectar el proceso de recuperación económica en marcha. A esto se le sumaron, entre otros, la política de crédito focalizada en el desarrollo productivo con énfasis en las MiPyMEs (Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva -LFIP-), así como medidas destinadas a lograr un uso más eficiente de las reservas internacionales.

Los mercados financieros locales mostraron un desempeño mixto en los últimos meses. Acompañando las políticas para fomentar su crecimiento, el Tesoro refinanció los vencimientos de deuda, mientras que el sector privado mantuvo los montos de financiamiento a través de mercados, en un contexto de incrementos de tasas de interés nominales. La tendencia a la suba en los retornos en los mercados secundarios de bonos en pesos del Tesoro se aceleró en junio, por lo que el BCRA intervino con el fin de recomponer la curva en pesos y de evitar una volatilidad excesiva que comprometa la estabilidad financiera. Se espera que el actual esquema de políticas, en el contexto del acuerdo con el FMI, permita consolidar un marco de certidumbre macroeconómica, ayudando a acotar las expectativas sobre la evolución del tipo de cambio y de la inflación.

El sistema financiero argentino preserva adecuados rasgos de solidez, si bien enfrenta la posibilidad de materialización de distintos factores exógenos de riesgo que, potencialmente, podrían condicionar su normal funcionamiento. Se destaca en los últimos meses el deterioro del contexto externo, con perspectivas de crecimiento global más ajustadas y mayor incertidumbre, volatilidad en los precios de las materias primas, caídas en las cotizaciones de instrumentos de mayor riesgo relativo y salidas desde fondos de inversión especializados en emergentes. Dada la presencia de distintos tipos de vulnerabilidades a nivel global, esto podría desencadenar dinámicas negativas más marcadas con cambios abruptos en los mercados internacionales, implicando desafíos para

las economías emergentes. A nivel local deben tenerse en cuenta factores idiosincrásicos, como el efecto de la sequía en el verano y la posibilidad de tensiones en el mercado energético. Si bien se han logrado significativos avances, no pueden descartarse eventuales efectos negativos de nuevas cepas del COVID-19. Dependiendo del tipo de shock, este tipo de escenarios podrían condicionar la evolución de la economía local o generar volatilidad en el mercado financiero local.

El balance entre fuentes de vulnerabilidad y fortalezas del sistema financiero presenta pocos cambios en comparación con el IEF de fines de 2021. Se registró un ligero incremento en ciertas exposiciones a riesgos, si bien las mismas resultan de bajas a moderadas, con coberturas que se mantienen relativamente elevadas. Adicionalmente, el sistema preserva rasgos estructurales que aconsejan potenciales fuentes de riesgo sistémico: (i) baja profundidad del crédito en la economía, (ii) intermediación financiera tradicional sesgada hacia el corto plazo y con baja relevancia de operaciones complejas, y (iii) reducida interconexión entre las entidades del sector.

En la primera parte del año se verificó un leve incremento de la exposición patrimonial del sistema financiero al riesgo de crédito agregado, si bien se mantiene en niveles reducidos desde una perspectiva histórica. El financiamiento total al sector privado y al público alcanzó 46% del activo del sistema, aumentando levemente en meses recientes, principalmente por el último componente. El leve incremento de la exposición al sector privado (hasta aproximadamente 30,9% del activo total), se produjo conjuntamente con una gradual reducción de los niveles de irregularidad, que alcanzaron 3,6% de la cartera en abril. El indicador de irregularidad prácticamente ya no está influido por las modificaciones regulatorias implementadas en 2020, destinadas a aliviar la carga financiera de las personas deudoras en el marco de la pandemia. De cara a los próximos trimestres, esta fuente de vulnerabilidad para el sistema –derivada de su exposición crediticia– se mantendría como una de las más importante en términos relativos. Para sopesar estos potenciales efectos (sujeto a la materialización de factores exógenos que tengan impacto en la capacidad de repago de personas deudoras), el sistema sostiene elevados y crecientes niveles de previsiones y de capital, en un contexto en el que el endeudamiento y la carga financiera del sector privado son acotados.

El desempeño de la intermediación financiera también podría ser origen de potenciales vulnerabilidades para el conjunto de entidades. Con respecto al IEF anterior la actividad de intermediación se mantuvo en niveles moderados, registrándose un leve aumento del saldo real de crédito al sector privado en pesos, con mayor dinamismo relativo en los bancos públicos y en las líneas comerciales. Esto último se produjo en el marco de la LFIP, programa de estímulo que redundó en un positivo desempeño de los créditos a PyME. Para los próximos meses se espera que continúe el proceso de gradual recuperación de la actividad económica, con impacto positivo sobre la intermediación, tanto de la oferta como de la demanda de financiamiento y de fondeo por depósitos. No obstante, debe considerarse que potenciales escenarios de materialización de los factores de riesgo podrían generar desafíos para el sistema financiero. Frente a esto, el conjunto de entidades mantiene elevados y crecientes indicadores de solvencia, con positiva generación interna de capital.

Una tercera fuente de potencial vulnerabilidad para los sistemas financieros en general, se origina en la evolución, composición y condiciones del fondeo. Con respecto al IEF de fines de 2021, el saldo real de los depósitos en pesos se redujo levemente por el desempeño de las cuentas a la vista, ya que los depósitos a plazo aumentaron. Estos últimos recibieron el impulso de las subas de las tasas de interés mínimas durante 2022, así como una mayor demanda por depósitos a plazo en UVA, instrumentos que ofrecen retornos reales positivos. Con respecto al IEF anterior se verificó un leve aumento de algunos indicadores de exposición frente al riesgo de liquidez, como por ejemplo en términos de la madurez del fondeo. Los indicadores de concentración de depositantes no evidenciaron cambios significativos, si bien se mantienen en niveles superiores a los observados

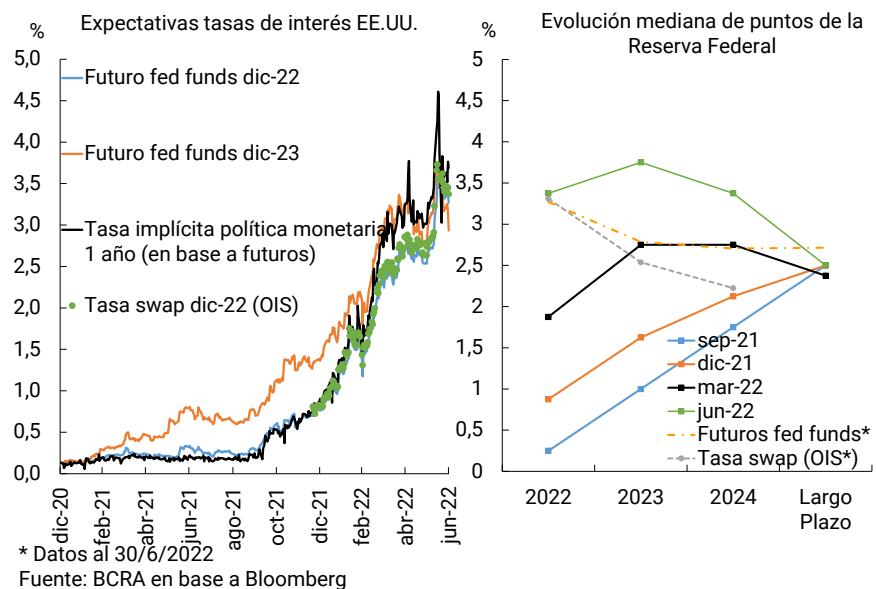
en el pasado reciente. Hacia adelante no pueden descartarse cambios en el fondeo del sistema en el escenario de una eventual materialización de algunos de los factores de riesgo planteados. Frente a situaciones de este tipo, el conjunto de entidades preserva elevadas coberturas con activos líquidos, que superan de forma holgada a las exigencias mínimas regulatorias que están en línea con las recomendaciones internacionales.

En lo que resta de 2022 el agregado de entidades financieras mantendría un adecuado grado de resiliencia, con márgenes adecuados para sortear potenciales escenarios de materialización de alguno de los riesgos antes considerados. El proceso de recuperación económica en curso continuará contribuyendo, sumado al activo accionar del BCRA con sus políticas que propician un contexto de estabilidad financiera.

1. Contexto internacional y local

Desde la publicación del último IEF, y continuando con las tendencias observadas hasta entonces, las fuentes de riesgo provenientes del contexto externo se intensificaron. La preocupación que ya se venía observando respecto al incremento de las presiones inflacionarias a nivel mundial fue acentuada por los efectos del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (incluyendo las sanciones a la economía rusa), con particular impacto sobre los precios de las materias primas. Esta situación colaboró con la persistencia de problemas en las cadenas internacionales de suministros surgidas en el marco del COVID-19. Si bien hasta el momento este conflicto no generó un evento sistémico a nivel mundial, configuró un escenario de mayor volatilidad (ver Apartado 1), con pico a principios de marzo según el índice VIX. Esta incertidumbre creciente condiciona al heterogéneo proceso de recuperación de la economía global que se viene dando en función de las mejoras observadas respecto a la pandemia de Covid-19.¹ Desde fines de abril y principios de mayo se verifica un nuevo rebrote de volatilidad, esta vez centrado en la preocupación respecto a la posibilidad de escenarios de estanflación en las economías desarrolladas. Tanto la evolución del conflicto bélico como los fundamentos macro en las economías desarrolladas y las expectativas respecto al proceso de normalización de sus políticas monetarias serán elementos que condicionarán el comportamiento de los niveles de volatilidad en los próximos meses (con potencial efecto sobre la estabilidad financiera a nivel global).

Gráfico 1 | Expectativas implícitas de tasas de interés en mercados de derivados y proyecciones de miembros del FOMC de la Reserva Federal

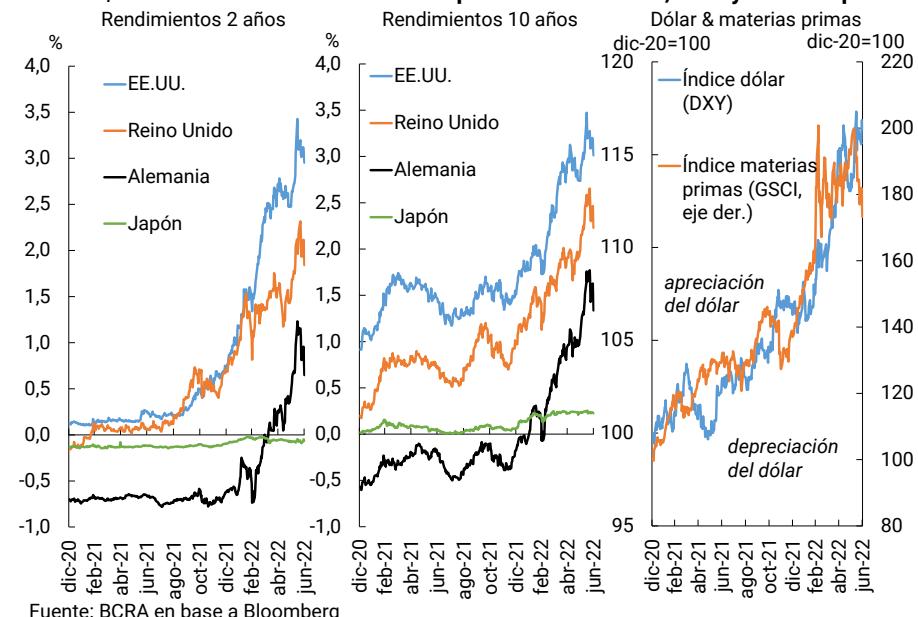


En el caso específico de los EEUU, la Reserva Federal inició en marzo un ciclo de alzas en las tasas de interés (con subas adicionales en mayo y junio), que se sumó a la finalización de las compras

1 La ola de la variante Ómicron resultó más corta y con menor letalidad que las anteriores. Sin embargo, los rebrotes más recientes de Covid-19, implicaron nuevas restricciones en China, obstaculizando los flujos comerciales. Así, en el primer trimestre del año se observa, en general, una desaceleración de la expansión de las principales economías del mundo (con pronósticos de crecimiento menores para 2022 y 2023). Para más información sobre la evolución de la economía a nivel global ver última edición del [Informe de Política Monetaria](#).

netas de instrumentos de deuda². Se dio entonces un incremento en los rendimientos de los instrumentos del Tesoro norteamericano (más marcado para instrumentos a dos años de plazo, con mayor correlación con las tasas de política monetaria), acompañando a distintos indicadores – como las expectativas implícitas en los mercados de derivados y los pronósticos de participantes del FOMC de la Reserva Federal – que fueron evidenciando expectativas de subas más agresivas para las tasas de interés en 2022-2023 (ver Gráfico 1).³ Con mayor volatilidad y expectativas de tasas de interés cada vez más altas, el dólar siguió apreciándose contra el resto de las principales monedas, acumulando una revaluación de 9% en lo que va del año (ver Gráfico 2). En lo que respecta a activos de mayor riesgo relativo, que venían siendo objeto de preocupación dada la existencia de segmentos con cotizaciones en niveles históricamente altos, los índices bursátiles de EEUU y Europa acumulan mermas en dólares en un rango de 10-25% en lo que va de 2022, mientras que las principales criptomonedas acumulan fuertes caídas (en un rango de 60-75%).

Gráfico 2 | Rendimientos títulos de deuda de países desarrollados, dólar y materias primas



Fuente: BCRA en base a Bloomberg

Estos factores influyen para configurar un contexto más desafiante para las economías emergentes, dado que se mantiene la presencia de importantes fuentes de vulnerabilidades a nivel mundial que eventualmente podrían colaborar con la amplificación de situaciones de tensión ante un shock externo (ver Recuadro 1). Un ejemplo es la ponderación creciente a nivel global de fondos de inversión, con sesgo a un comportamiento procíclico y muy sensibles a cambios en el contexto inter-

2 Asimismo, a partir de junio dicha entidad monetaria comenzó con la reducción de la hoja de balance (*Quantitative Tightening*), que implica una contracción mensual de la hoja de balance de US\$47,5 mil millones de dólares hasta septiembre, mes a partir del cual la reducción mensual se incrementa a US\$95 mil millones.

3 La suba en los rendimientos de los instrumentos del gobierno también se dio entre distintas economías desarrolladas, en parte vinculado a cambios en sus políticas monetarias. Por ejemplo, en junio el BCE confirmó la finalización de sus compras netas de activos, además de anunciar que a partir de julio iniciaría un ciclo de subas en las tasas de interés de política monetaria. Por su parte el Banco de Inglaterra ya había comenzado el ciclo alcista de tasas a fines de 2021, con nuevas subas en febrero, marzo y mayo.

nacional. Frente a un *shock* externo el comportamiento de estos fondos podría amplificar el impacto en el flujo de capitales y aumentar significativamente las presiones sobre los mercados de divisas en las economías emergentes.⁴

Recuadro 1 / Principales vulnerabilidades presentes en la economía global

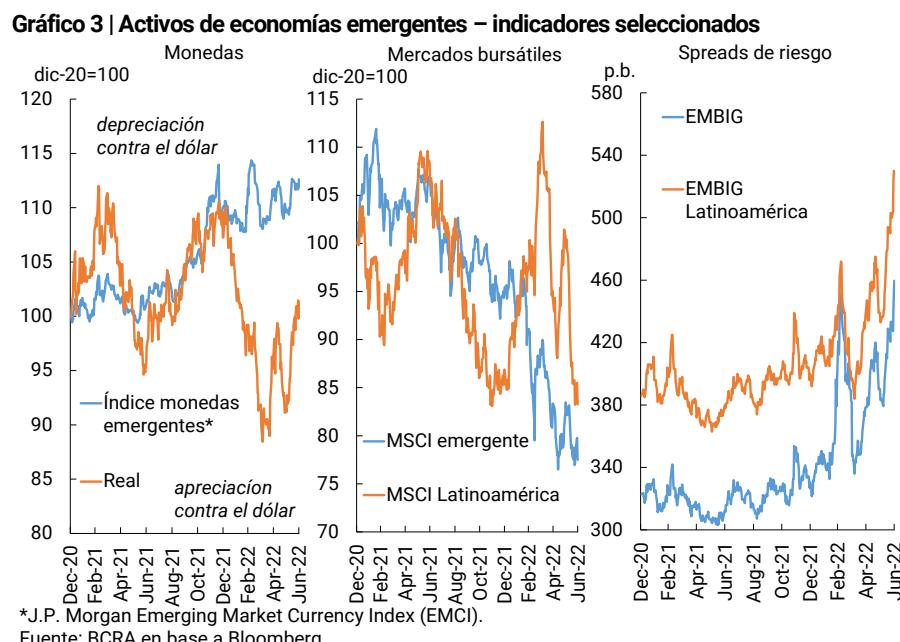
Como se viene mencionado en ediciones previas de este IEF, en un contexto de abundante liquidez y bajas tasas de interés en los mercados internacionales, en los últimos años se fueron cristalizando una serie de vulnerabilidades. Esto resulta desafiantre para la estabilidad financiera a nivel global, dado que estas vulnerabilidades implican que, ante un entorno de mayor riesgo percibido, pueden desatarse dinámicas negativas abruptas a través de diferentes mercados y jurisdicciones. Las principales vulnerabilidades incluyen:

- **Sobre-apreciación en distintos segmentos de mercado**, incluyendo instrumentos de mayor riesgo relativo (acciones, criptomonedas o instrumentos de emergentes considerados como una clase de activos), más susceptibles a súbitas correcciones de precio, por ejemplo, por cambios abruptos en los flujos de portafolio). Esta situación fue en parte corregida (en algunos segmentos) por las bajas en los precios observadas en los últimos meses.
- **Sostenida tendencia global hacia una creciente carga de la deuda tanto del sector público como del sector privado.** Mayor riesgo de repago percibido en un contexto aún marcado por el *shock* del COVID-19 (con espacio fiscal más limitado, rentabilidad corporativa más acotada) y una mayor vulnerabilidad ante un contexto de subas en las tasas de interés. En el caso de las economías emergentes, se suma impacto de mayores fluctuaciones en el valor de las divisas, dada la existencia de descalces de moneda relevantes en muchos países. Dado el mayor apalancamiento observado a nivel global (tanto entre economías desarrolladas como emergentes) se están realizando esfuerzos a nivel internacional para monitorear más de cerca la evolución del sector corporativo.
- **Crecimiento de la intermediación financiera no bancaria** o IFNB (liderada por los fondos de inversión) a nivel mundial. Además de incrementar la interconexión entre segmentos de mercados y jurisdicciones, la IFNB presenta un comportamiento pro-cíclico, en función de la utilización de estrategias pasivas, los descalces de liquidez y –en el caso específico de los *hedge funds*— de la presencia de apalancamiento. Esto implica que puede terminar intensificando los efectos de situaciones de tensión, con particular impacto sobre las economías emergentes, con eventuales efectos negativos tanto en los mercados de deuda en dólares como en los mercados de divisas y en los de deuda en moneda local (en particular en aquellos mercados relativamente menos líquidos y profundos). Dada esta problemática, se están revisando a nivel global las políticas aplicadas para mejorar la resiliencia de la IFNB (por ejemplo, revisando las

4 Los períodos de sostenidas subas en las tasas de interés en economías desarrolladas están asociados a salidas de portafolio desde los emergentes, apreciación del dólar (con efecto sobre los precios de las materias primas) y mayores tasas de interés en mercados locales. Estos movimientos dependen del contexto en que se dan las subas de tasa de interés (en respuesta a qué tipo de *shocks*) y de qué forma (cuánto suben, qué tan rápido y si es en forma sorpresiva), además del desarrollo de los mercados locales (impacto más acentuado en mercados menos desarrollados).

recomendaciones para mitigar los descalces de liquidez de fondos de inversión abiertos) y avanzar hacia un enfoque de riesgos de carácter sistémico para este sector.⁵

En 2022 las monedas de economías emergentes tendieron a depreciarse contra el dólar en promedio, aunque con comportamientos heterogéneos a nivel individual y por región (en función del vínculo de cada economía con las materias primas y la evolución de la propia tasa de política monetaria).⁶ La depreciación de las monedas emergentes fue más marcada a principios de marzo, entre fines de abril y mediados de mayo y en la segunda mitad de junio (ver Gráfico 3), mayormente en consonancia con los períodos de salidas más fuertes desde fondos de inversión especializados en emergentes (aunque desde el último IEF se acumulan entradas netas a este tipo de fondos). En este marco, las acciones de emergentes medidas en dólares acumulan una merma en lo que va del año según el índice MSCI (19%), si bien para América Latina la misma es mucho más acotada (4%). En el mercado de deuda soberana los rendimientos en dólares tendieron a incrementarse, acompañando las subas observadas para los instrumentos del Tesoro de los EEUU. No obstante, el margen del EMBI, que acumula una ampliación de unos 75 p.b. en 2022 para el agregado de los emergentes, se mantiene cerca de su promedio histórico. En los mercados internacionales, los gobiernos y empresas de economías emergentes siguieron colocando deuda durante los primeros 5 meses del año, aunque por montos casi 40% por debajo de los registros récord observados en promedio, para igual período, en los últimos 5 años.



5 La agenda de trabajo planteada en foros internacionales respecto a este tema incluye además de promover el armado de mejores estadísticas para entender la interconexión interjurisdiccional que implica la IFNB, los flujos de portafolio diferenciados por moneda y las características de los distintos tipos de fondos de inversión externos que invierten en cada país (concentración, apalancamiento, etc.). Con respecto al tema de referencia, ver el documento “[US Dollar Funding and Emerging Market Economy Vulnerabilities](#)” (FSB, 2022).

6 Por ejemplo, en el caso del real brasileño la moneda acumula una apreciación de 5% en lo que va de 2022.

En el plano local, la actividad económica continuó mejorando desde la última edición del IEF. Se espera que este proceso de recuperación se mantenga en los próximos meses (liderado por los sectores que en su momento fueron los más afectados por la pandemia, como el sector servicios), aunque condicionado en parte por factores como el impacto de las condiciones de sequía durante el verano y las condiciones externas menos favorables. El acuerdo logrado con el FMI contribuiría, adicionalmente, con la consolidación de un marco de certidumbre macroeconómica, en función de su efecto esperado sobre distintas variables, incluyendo, entre otras, la acumulación de reservas internacionales, la reducción de la asistencia monetaria al Tesoro en términos del PIB y el impacto gradual sobre el déficit primario. El margen del EMBI para Argentina, que antes de que se confirme el mencionado acuerdo llegó a niveles cercanos a 2.000p.b., alcanzó en abril niveles por debajo de 1.700p.b.⁷, aunque posteriormente volvió a subir (hasta superar los 2.400 p.b. a fines de junio) en un contexto de mayor incertidumbre respecto a la posibilidad de estanflación en economías desarrolladas y de expectativas de un sesgo más restrictivo de sus políticas monetarias.

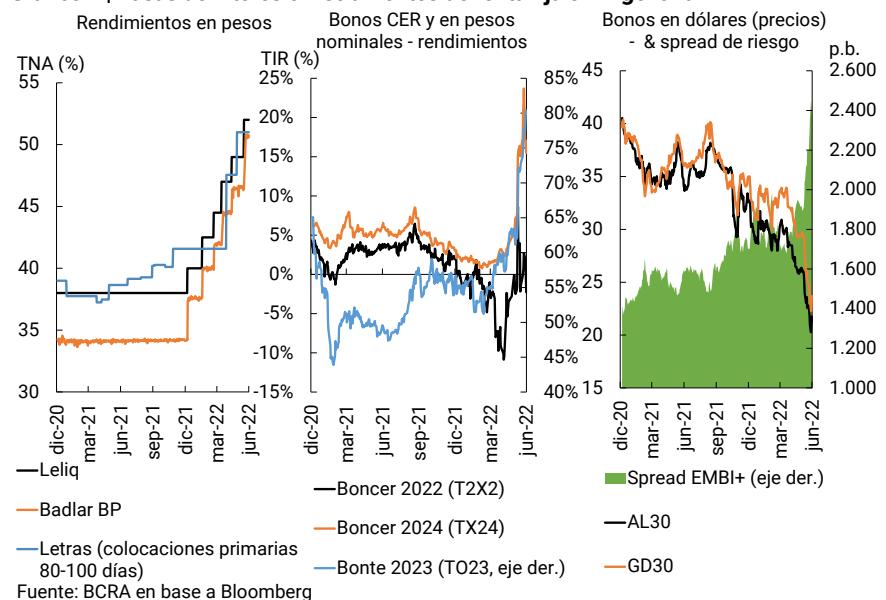
El avance en el proceso de normalización de las actividades de los sectores productivos permitió que el BCRA continuara con su política de crédito focalizada en los sectores más rezagados y en el impulso al desarrollo productivo (ver Recuadro 6). En un entorno macroeconómico más dinámico, junto con los mayores precios internacionales de las materias primas y desfavorables condiciones climáticas, la inflación se elevó significativamente. Frente a este escenario, y en línea con el objetivo de comenzar a dejar atrás el periodo de políticas excepcionales generado por la pandemia, el BCRA incrementó en seis oportunidades la tasa de interés de política monetaria desde enero de manera tal de fijar el sendero de la tasa de interés de política hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y evitar presiones en el mercado cambiario, sin afectar la recuperación económica en marcha (ver [Informe de Política Monetaria de junio](#)). Por otro lado, el ritmo de depreciación se readecuó gradualmente a niveles más compatibles con la tasa de inflación doméstica. Se introdujeron además ciertas flexibilizaciones en la reglamentación para la operatoria de valores negociables con liquidación en moneda extranjera.

El Tesoro siguió logrando refinanciar los vencimientos de deuda en el mercado local (ratio de colocaciones contra vencimientos en promedio mayor a 100% en lo que va del año), además de implementar varias operaciones de conversión de activos. Se mantiene, en este sentido, la política de reconstruir y fomentar un mayor desarrollo del mercado local.⁸ Las colocaciones estuvieron mayormente explicadas por letras –LEDES en pesos nominales y LECER ajustables por inflación— y bonos que ajustan por CER (BONCER). Los instrumentos con CER fueron utilizados para alargar los plazos de colocación. Acompañando la suba de otras tasas de referencia en pesos, en el mercado primario los rendimientos de la deuda del Tesoro fueron aumentando para los instrumentos a tasa fija. En el mercado secundario los rendimientos también tendieron a subir, tanto para instrumentos a tasa fija como para instrumentos que ajustan por CER (ver Gráfico 4). Los incrementos en los rendimientos se dieron con mayor fuerza en junio. Para evitar un excesiva e injustificada volatilidad de precios que podía comprometer la estabilidad financiera, el BCRA intervino entonces en el mercado secundario de títulos públicos con el objetivo de recomponer la curva en pesos.

7 La curva de rendimientos en dólares mantuvo su pendiente negativa.

8 El programa de creadores de mercado se consolida, con participación sostenida de estos agentes.

Gráfico 4 | Tasas de interés e instrumentos de renta fija en Argentina



Con respecto al financiamiento al sector privado a través del mercado local durante el primer semestre de 2022 y considerando los distintos instrumentos (obligaciones negociables u ON, fideicomisos financieros, cheques de pago diferido, acciones, pagarés y otros), los montos totales presentaron una variación prácticamente neutra en términos interanuales (ver Gráfico 5).⁹ El mercado local sigue siendo acotado en comparación con el de otras economías emergentes, con margen para seguir profundizando su desarrollo. Entre las ON sigue destacándose el segmento *dollar-linked*, que mantuvo su dinamismo en términos interanuales, mientras que las colocaciones en pesos retrocedían con fuerza en el caso de las colocaciones con en UVA. Buena parte de los montos colocados en ON *dollar-linked* fueron realizados por los sectores de energía y petróleo y gas. Las operaciones *dollar-linked* presentan plazos más largos que los de colocaciones en pesos nominales.¹⁰ En términos de costo, mientras que los rendimientos de colocación de las ON *dollar-linked* cayeron levemente, para las ON en pesos tendieron a subir, acompañando la evolución de las distintas tasas de referencia. Con respecto a las finanzas sustentables, en lo que va del año 7 empresas llevaron a cabo 9 colocaciones enmarcadas en los “Lineamientos para la emisión de Valores Negociables verdes, sociales y sustentables en Argentina” de la CNV¹¹. Por último, en los últimos meses se dieron unas pocas operaciones de ON en dólares vinculadas a procesos de reestructuración (Com. “A” 7106)¹², luego del dinamismo observado durante el cuarto trimestre de 2020 y el primero de 2021. Estas reestructuraciones han permitido un uso más eficiente de las reservas

9 Montos de financiamiento bruto. No se consideran montos asociados a operaciones de canje.

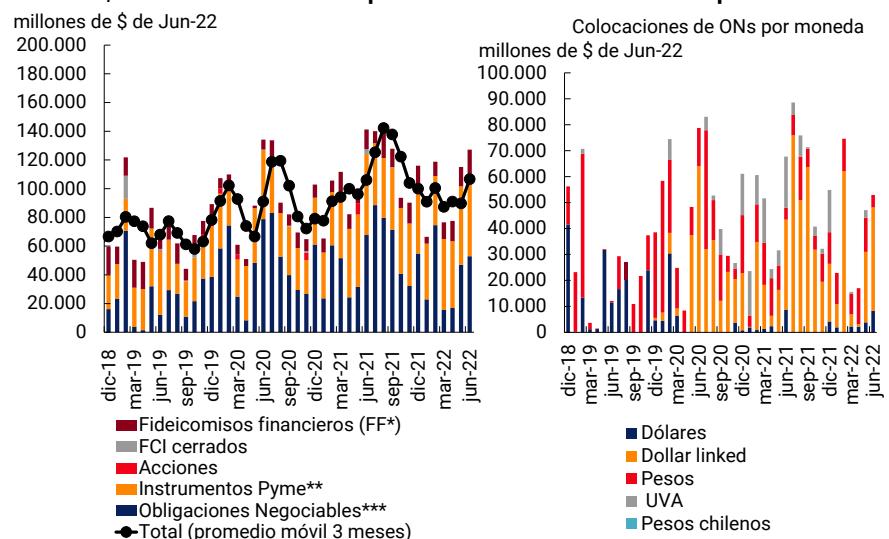
10 En general se observó un alargamiento en los plazos de las colocaciones *dollar-linked* en los últimos meses, debido a colocaciones a largo plazo por montos importantes por parte de grandes empresas.

11 Por un total equivalente a cerca de \$22.000 millones (11% del total de ON colocado en enero-mayo). El 85% fue *dollar-linked* y el resto en pesos.

12 Las operaciones en dólares no vinculadas a procesos de canje se han mantenido en niveles acotados (representan menos del 10% del total colocado en el mercado local) luego de 2019, al tiempo que ganaban dinamismo las operaciones *dollar-linked*. Ver “[Tendencias recientes en las colocaciones de obligaciones negociables](#)” en IEF del segundo semestre de 2021.

internacionales disponibles y evitando una crisis generalizada de impagos¹³. El periodo planteado por Com. "A"7106 para reestructurar pasivos externos fue extendido hasta fines de 2022.

Gráfico 5 | Financiamiento al sector privado a través del mercado de capitales local



* Se excluyen FF de infraestructura y viviendas. ** Incluye: Cheques de pago diferido, pagarés bursátiles y facturas de crédito *** Se excluyen operaciones de canjes y reestructuraciones

Fuente: BCRA en base a BCBA, CNV y MAVSA.

2. Principales fortalezas del sistema financiero frente a los riesgos

Desde la última edición del IEF el sistema financiero continuó operando sin disrupciones y desempeñando sus funciones de intermediación y provisión de servicios de pago, al tiempo que ha podido preservar los aspectos que le son característicos en términos de fortaleza. En particular, se mantuvieron moderadas a bajas exposiciones a los riesgos enfrentados y relativamente elevadas coberturas de liquidez y de solvencia.

Adicionalmente se conservan ciertos rasgos estructurales del conjunto de entidades que refuerzan la percepción de enfrentar un moderado riesgo sistémico: acotada profundidad del crédito en la economía, intermediación financiera fundamentalmente tradicional –con baja relevancia de operaciones complejas y sesgo relativo al corto plazo– y reducida interconexión entre las entidades del sector. A esto se suma que el sistema financiero se encuentra operando en un marco de regulación y supervisión que recogen las mejores prácticas recomendadas a nivel internacional, adaptándolas a la realidad local.

A lo largo de esta sección se repasan los principales rasgos de fortaleza del sistema financiero local frente a una eventual materialización de riesgos. En las secciones siguientes se abordarán con mayor detalle estos y otros aspectos que brindan solidez al sector al evaluar las potenciales vulnerabilidades desde la perspectiva del monitoreo macroprudencial.

13 El efecto sobre los balances de las empresas de haber cerrado el acceso al mercado oficial de cambios las hubiese llevado en algunos casos a una situación de quebranto, imposibilitando el acceso al crédito para la refinanciación y exponiéndose a compras hostiles. Ver [comunicado de prensa](#) reciente sobre reestructuración de deuda privada.

Tabla 1 | Principales indicadores de solidez del sistema financiero

| | Sistema financiero | | | EFB públicas | | | EFB privadas nacionales | | | EFB privadas extranjeras | | | EFNB | | |
|----------------------------------------------------------------------------|--------------------|--------|--------|--------------|--------|--------|-------------------------|--------|--------|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | abr-21 | sep-21 | abr-22 | abr-21 | sep-21 | abr-22 | abr-21 | sep-21 | abr-22 | abr-21 | sep-21 | abr-22 | abr-21 | sep-21 | abr-22 |
| Líquidez | | | | | | | | | | | | | | | |
| Ratio de cobertura de liquidez (1) | 2,2 | 2,2 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 1,7 | 2,1 | 2,3 | 2,0 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | - | - | - |
| Ratio de fondeo neto estable (1) | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,7 | 1,7 | 2,0 | 2,1 | 2,1 | 1,9 | 2,0 | 1,9 | - | - | - |
| Liquidez amplia / Depósitos (%) | 66,1 | 68,7 | 68,0 | 57,7 | 59,0 | 61,4 | 71,0 | 75,2 | 72,6 | 73,7 | 75,9 | 72,8 | 41,8 | 41,6 | 49,3 |
| En \$ | 61,8 | 65,0 | 64,1 | 55,8 | 56,7 | 59,2 | 65,3 | 70,3 | 68,5 | 68,3 | 72,2 | 67,1 | 30,3 | 28,0 | 42,3 |
| En US\$ | 84,2 | 86,1 | 88,9 | 67,7 | 71,4 | 75,0 | 97,7 | 100,5 | 99,0 | 89,4 | 88,6 | 95,7 | 232,9 | 256,1 | 163,0 |
| Solvencia | | | | | | | | | | | | | | | |
| Integración de capital / APR (%) | 25,3 | 26,2 | 27,9 | 22,2 | 23,6 | 25,7 | 29,9 | 30,6 | 31,9 | 24,4 | 25,2 | 26,6 | 19,2 | 19,4 | 21,0 |
| Integración de capital ordinario nivel 1 / APR (%) | 23,4 | 24,5 | 26,4 | 21,5 | 22,9 | 25,0 | 26,4 | 27,6 | 29,5 | 22,7 | 23,7 | 25,3 | 17,4 | 17,6 | 18,8 |
| Ratio de apalancamiento (%) (1) | 12,9 | 13,1 | 14,0 | 10,1 | 10,9 | 11,5 | 15,0 | 14,9 | 16,0 | 14,3 | 13,9 | 14,8 | 24,7 | 17,2 | 24,7 |
| Margen de conservación de capital (% verificación) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 91 | 99 |
| 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 previsiones (%) | 46,2 | 47,8 | 50,0 | 38,9 | 40,5 | 42,8 | 56,5 | 58,2 | 60,9 | 47,7 | 49,4 | 51,0 | 18,5 | 18,7 | 20,6 |
| Posición de capital / Crédito al sector privado neto de previsiones (%) | 31,2 | 33,0 | 35,7 | 24,4 | 26,8 | 30,0 | 40,9 | 42,5 | 45,2 | 31,7 | 33,4 | 35,3 | 10,6 | 10,7 | 12,4 |
| Rentabilidad | | | | | | | | | | | | | | | |
| ROE en moneda homogénea (%a.) (2) | 11,2 | 8,5 | 8,2 | 12,1 | 9,0 | 8,8 | 8,9 | 6,4 | 9,0 | 13,7 | 11,3 | 7,9 | -12,8 | -15,4 | -18,9 |
| ROA en moneda homogénea (%a.) (2) | 1,7 | 1,3 | 1,3 | 1,5 | 1,2 | 1,2 | 1,5 | 1,1 | 1,6 | 2,2 | 1,9 | 1,4 | -2,3 | -2,8 | -3,6 |
| Crédito al sector privado | | | | | | | | | | | | | | | |
| Exposición bruta / Activos (%) | 31,3 | 30,8 | 30,9 | 29,5 | 30,4 | 30,7 | 29,7 | 28,2 | 28,5 | 33,4 | 32,1 | 32,0 | 81,4 | 80,5 | 76,6 |
| Ratio de IRR (%) | 4,2 | 5,0 | 3,6 | 6,7 | 7,5 | 5,5 | 2,9 | 3,9 | 2,6 | 2,5 | 3,1 | 2,0 | 3,8 | 5,9 | 5,5 |
| Previsiones / Cartera total (%) | 5,8 | 5,6 | 4,3 | 7,0 | 6,8 | 5,2 | 5,3 | 4,9 | 3,7 | 5,1 | 4,9 | 3,7 | 3,9 | 4,2 | 4,0 |
| Crédito al sector público | | | | | | | | | | | | | | | |
| Exposición bruta / Activos (%) (3) | 12,1 | 13,4 | 15,1 | 18,0 | 21,1 | 20,2 | 10,9 | 11,4 | 15,2 | 6,2 | 6,3 | 9,1 | 0,8 | 0,5 | 0,7 |
| Exposición neta / Activos (%) (4) | -2,2 | 0,4 | 2,4 | -10,0 | -4,9 | -5,6 | 0,6 | 2,1 | 6,7 | 5,0 | 5,2 | 8,0 | 0,8 | 0,5 | 0,7 |
| Balance en moneda extranjera | | | | | | | | | | | | | | | |
| (Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME) / RPC (%) | 9,2 | 10,0 | 11,8 | 28,5 | 26,3 | 26,5 | 1,0 | 3,1 | 6,2 | 0,4 | 1,6 | 2,4 | 19,2 | 28,3 | 28,3 |
| Depósitos en ME / Depósitos totales - Sector privado (%) | 20,5 | 18,6 | 15,8 | 16,3 | 15,1 | 12,8 | 19,4 | 17,7 | 14,5 | 25,9 | 23,0 | 20,0 | 5,6 | 6,1 | 6,0 |
| Préstamos en ME / Préstamos totales - Sector privado (%) | 14,1 | 12,2 | 8,3 | 14,7 | 12,1 | 8,7 | 10,9 | 9,3 | 6,4 | 15,9 | 14,7 | 9,4 | 21,4 | 15,8 | 12,2 |

(1) En las columnas de abr-22, se computa la última información disponible correspondiente a mar-22 para estos indicadores.

Consecuentemente, en las columnas de abr-21 se computa datos de mar-21 a fin de efectuar una comparación interanual. (2) Acumulado 12 meses.

(3) Posición en títulos públicos (sin títulos del BCRA) + Préstamos al sector público. (4) 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

i. Elevados niveles relativos de liquidez. El sistema financiero mantiene relativamente elevadas coberturas de liquidez al compararlas con sus propios registros de los últimos años así como con el promedio de los valores observados actualmente en los sistemas financieros de la región (ver Tabla 1). En abril de 2022 la liquidez en sentido amplio¹⁴ del conjunto de entidades financieras se ubicó en 68% de los depósitos (64,1% en el segmento en pesos y 88,9% en moneda extranjera). Si bien este registro fue levemente inferior al observado al momento de la publicación del IEF anterior (-0,8 p.p.), superó al verificado en una comparación interanual (+1,9 p.p.), y ampliamente al promedio de los últimos 10 años (+17,4 p.p.).

Los indicadores de liquidez que surgen de las recomendaciones del Comité de Basilea (BCBS) continuaron superando los mínimos regulatorios para el conjunto de entidades locales obligadas a su verificación (Grupo A).¹⁵ El nivel local del Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR)¹⁶ se ubicó en línea con lo evidenciado en una muestra de bancos medianos de otros países¹⁷ (y resulta superior al

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

15 Integrado por aquellas entidades financieras cuyo activo sea mayor o igual a 1% del total de los activos del sistema financiero. Para mayor detalle, ver texto ordenado de Autoridades de entidades financieras.

16 El LCR evalúa la disponibilidad de activos para hacer frente a una potencial salida de fondos en un escenario de estrés de corto plazo. El LCR se ubicó en 2 en el primer trimestre del año (frente a un mínimo regulatorio de 1, siguiendo la recomendación internacional). Para mayor detalle, ver el texto ordenado del [Ratio de Cobertura de Liquidez \(LCR\)](#).

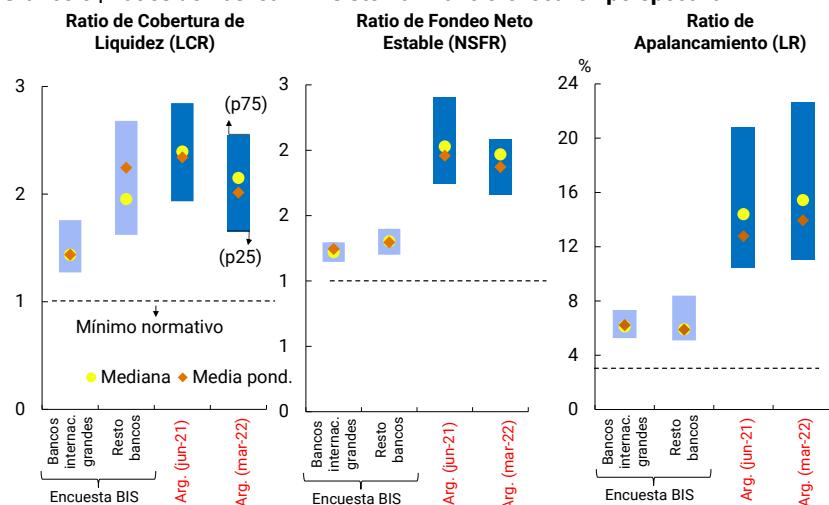
17 Relevamiento del BIS según [Basel III Monitoring Report](#) de febrero de 2022.

registro de bancos grandes), en tanto que el Ratio de Fondeo Neto Estable (NSFR)¹⁸ local siguió siendo relativamente elevado al compararlo con lo observado en otras economías (ver Gráfico 6).

ii. Altos niveles relativos de solvencia. La integración de capital regulatorio (RPC) para el sistema financiero agregado representó 27,9% de los activos ponderados por riesgo (APR) en abril de 2022, aumentando con respecto al IEF anterior y en una comparación interanual. El incremento interanual del indicador (+2,6 p.p.) se debió tanto al crecimiento en términos reales de la RPC (+5,1% i.a.), como a la disminución en términos reales de los APR (-4,7% i.a.), contribuyendo ambos efectos en una magnitud similar. El exceso de capital regulatorio (por sobre lo mínimo exigido) del conjunto de entidades se incrementó hasta alcanzar 248% de la exigencia normativa. Adicionalmente, las entidades financieras locales mantienen una amplia verificación complementaria de los márgenes adicionales de capital establecidos en la normativa local.

Para complementar los requisitos mínimos de capital, el conjunto de entidades también debe verificar un nivel mínimo para el coeficiente de apalancamiento (según la definición del Comité de Basilea). Este indicador se ubicó en 14% sobre el comienzo de 2022, superando holgadamente al mínimo exigido de 3% y a los registros de otras economías (ver Gráfico 6).

Gráfico 6 | Ratios de Basilea III – Sistema financiero local en perspectiva



Nota y fuente: Los bancos internacionalmente grandes se definen por el BIS como aquellos cuyo capital de nivel 1 supera los €3.000 millones. La información del BIS corresponde a junio de 2021, y surge de una amplia encuesta internacional a bancos individuales y supervisores locales (Basel III Monitoring Report - February 2022). Los datos de Argentina corresponden al BCRA.

En un contexto de niveles de solvencia récord, del BCRA adoptó cambios en las normas prudenciales permitiendo la distribución de hasta el 20% de los resultados distribuibles en 12 cuotas mensuales—.

iii. Baja importancia relativa de partidas en moneda extranjera en el balance agregado del sector y acotado diferencial entre activos y pasivos en esta denominación. Los activos totales en moneda extranjera del sistema financiero explicaron 15,2% del activo total en abril de 2022, disminuyendo con respecto al último IEF y en una comparación interanual (siendo valores inferiores al promedio

18 Este indicador contempla que las entidades financieras dispongan de un fondeo alineado con los plazos de los negocios al que se aplica (activos). El NSFR alcanzó 1,9 para el grupo de entidades A en marzo de 2022 (mínimo exigido de 1, al igual que la recomendación del BCBS). Para mayor detalle, ver el texto ordenado del [Ratio de Fondeo Neto Estable \(NSFR\)](#).

de los últimos 10 años, de 18,5%). Dentro de los activos, el saldo de crédito al sector privado en moneda extranjera (fundamentalmente otorgado a empresas cuyos ingresos están correlacionados con el tipo de cambio) explicó sólo 8,3% del crédito total al sector privado en abril de 2022, también cayendo con respecto al último IEF e interanualmente. Por su parte, en el inicio del segundo trimestre el saldo de los pasivos totales en moneda extranjera representó 13,4% del fondeo total (pasivo y patrimonio neto), cayendo respecto a septiembre pasado y con respecto a abril de 2021 (niveles moderados al compararlos con el promedio de los últimos 10 años, de 16,3%). Hacia dentro del fondeo, los depósitos en moneda extranjera totalizaron 15,8% de los depósitos del sector privado, por debajo del nivel del IEF anterior y del observado un año atrás. Considerando todos los activos y pasivos en moneda extranjera, así como las operaciones de compra y venta a término de moneda extranjera clasificadas fuera de balance, el diferencial en esta denominación para el sistema financiero fue equivalente a 11,8% del capital regulatorio en abril de 2022, manteniéndose en un rango de valores acotados en el último año en el marco de las medidas macroprudenciales vigentes.

iv. Moderada exposición al sector privado, con disminución del ratio de irregularidad hasta niveles inferiores a pre-pandemia. La exposición del sistema financiero al sector privado se ubicó en 30,9% del activo total en abril de 2022, levemente por encima del registro de septiembre de 2021, aunque 0,4 p.p. por debajo del nivel de abril de 2021. Estos niveles de exposición resultan moderados al compararlos con el promedio local de los últimos 10 años (de 42,7% para el conjunto de entidades) y con la mediana de una muestra de países de la región (63% para la última información disponible).

En este contexto, el ratio de irregularidad del crédito al sector privado, cada vez menos influido por el efecto de las medidas de alivio financiero, alcanzó 3,6% en abril siendo inferior al nivel registrado de forma previa al comienzo de la pandemia (este indicador alcanzaba 6,2% en febrero de 2020 y 4,9% para el promedio de 12 meses hasta ese momento).

Dadas las fortalezas comentadas del sistema financiero argentino, se espera que el mismo siga mostrando resiliencia de concretarse eventuales escenarios adversos, los cuales debieran ser muy extremos (eventos de baja probabilidad) para impactar sobre las condiciones de estabilidad financiera. En este sentido, como parte del análisis de estabilidad, se explican a continuación cuáles serían los principales factores potenciales de riesgo (exógenos al sistema financiero) a considerar en los próximos meses.

Riesgo de un deterioro aún mayor en el contexto externo, dados los factores de incertidumbre y las vulnerabilidades existentes. Si bien a nivel global se sigue observando un entorno de crecimiento de la actividad económica, y los mercados financieros todavía muestra condiciones relativamente favorables en términos históricos, el panorama es cada vez más incierto y sujeto a una creciente volatilidad (tal como se observara en junio). La base inversora se mantiene enfocada en los procesos de normalización de la política monetaria en economías desarrolladas y su impacto sobre el crecimiento global. El conflicto entre Rusia y Ucrania también sigue en curso, con potencial para seguir afectando los precios de las materias primas y colaborar con la persistencia de cuellos de botella en las cadenas de suministro. A pesar de los considerables avances logrados en el proceso de normalización, el

contexto de pandemia continúa vigente, con posibilidad de complicaciones frente a nuevas cepas aunque con niveles elevados de vacunación. Estos factores de incertidumbre podrían incidir más fuertemente sobre el nivel de actividad a nivel mundial y regional (con efectos sobre el comercio internacional) o combinarse con las vulnerabilidades existentes a nivel global (cotizaciones relativamente altas en ciertos segmentos de mercado, mayor gravitación de los fondos de inversión –con dinámica procíclica–, aumento en la carga de la deuda de gobiernos y empresas –y mayor riesgo implícito–), para gatillar nuevos episodios de súbita revaluación del riesgo percibido que impliquen cambios abruptos en las condiciones financieras y los flujos de capitales. Así distintos tipos de shock tendrán mayor impacto sobre el canal comercial (con efecto más directo sobre el nivel de actividad local) o sobre el canal financiero (con efecto más directo sobre tipo de cambio y tasas de interés), incidiendo a su vez sobre el contexto local en el cual se lleva a cabo la intermediación financiera y el riesgo de crédito enfrentado por el sistema financiero. Dadas las características del sistema financiero doméstico, y la existencia de restricciones en el mercado de divisas, se estima que estos shocks deberían ser abruptos y de muy alta intensidad para condicionar la estabilidad financiera local en forma significativa.

Riesgo de una recuperación menor a la esperada de la economía local o de mayor volatilidad en el mercado financiero. A nivel local las perspectivas económicas siguen siendo positivas, por menor incidencia del COVID (que permitiría una mejora en sectores que aún no se han recuperado a niveles pre-pandemia, como los servicios), el logro de un acuerdo con el FMI (posibilitando una reducción del riesgo percibido) y el mantenimiento de políticas orientadas al crecimiento sostenible y la promoción de la estabilidad financiera. Sin embargo, persisten riesgos vinculados a la evolución de la pandemia, a los que se le suman factores idiosincrásicos como el efecto de escenarios de bajas precipitaciones sobre los cultivos y las exportaciones, además del impacto local del conflicto en Ucrania (por ejemplo, generando potenciales tensiones sobre el mercado energético o debido a su incidencia sobre la dinámica inflacionaria). Esto podría eventualmente condicionar tanto la evolución de la actividad económica como el comportamiento del mercado de cambios (tal como se observa en julio) y de los mercados financieros en general, con incidencia –en la medida en que se trate de shocks de envergadura– sobre el entorno en que se lleva a cabo la intermediación financiera (demanda y oferta de crédito, evolución de los depósitos) y/o sobre el riesgo de crédito que enfrenta el sector bancario.

Riesgo operacional creciente, en función de la mayor dependencia de la tecnología. Luego de crecer durante la pandemia, se espera que el uso del teletrabajo y de los canales digitales para transacciones financieras mantengan su dinamismo, al tiempo que se van sumando otras innovaciones tecnológicas. Aunque hasta el momento no ha habido en Argentina eventos de esta naturaleza con incidencias sistémicas, el auge de las modalidades digitales implica por definición una mayor exposición a riesgos operacionales, incluyendo disruptiones en las operaciones además de fraudes y ciber-ataques. En este sentido, se sostienen esfuerzos continuos del BCRA en materia de divulgación, preventión y supervisión (ver Recuadro 2).

Recuadro 2 / Avances del BCRA en la gestión del riesgo de fraude

El crecimiento en la cantidad y diversidad de los servicios financieros digitales que surgen de la evolución de la tecnología e innovación –proceso acelerado por el escenario de pandemia–, sumado al impulso de nuevas herramientas de pago digitales diseñadas por parte del Banco Central (en particular con transferencias), trajeron aparejados un amplio conjunto de beneficios para las personas usuarias, con un consecuente incremento en la exposición a riesgos.

En ese orden, el documento “BIS CPMI Fast payments – Enhancing the speed and availability of retail payments¹⁹”, señala que estas nuevas operatorias se presentan como una alternativa al dinero en efectivo, por el foco que ponen en la inmediatez e interoperabilidad, facilitando el flujo de transacciones entre consumidores/emisores y beneficiarios/receptores desde cualquier proveedor, interconectando al sistema de pagos nuevos y numerosos participantes. Sin embargo, esta mayor cantidad de participantes y su interconexión y las nuevas facilidades de uso apoyadas en las nuevas tecnologías, si bien facilitan la implementación de nuevos servicios y generan beneficios, también producen nuevos riesgos a considerar.

Como se menciona en dicho documento, existen riesgos que se deben tener en cuenta como el riesgo de fraude y de seguridad. Para este último recomienda que se implementen acciones para abordar la ciberresiliencia del negocio y de los servicios críticos, es decir promover la capacidad de las organizaciones de recuperarse rápidamente ante un cibincidente, manteniendo la redundancia y la continuidad. En relación con el riesgo de fraude, resalta que los sistemas de pagos inmediatos presentan desafíos a la prevención de fraude tradicional dada la cantidad de participantes involucrados en el tratamiento de la transacción, sumado a la inmediatez y naturaleza irrevocable de estos pagos. En este sentido, se recomienda definir procesos de resolución de disputas y errores, establecer responsabilidades claras entre los participantes, mejorar las capacidades de monitoreo, entre otros.

Las entidades financieras locales vienen desarrollando su operatoria en un marco de medidas mínimas de seguridad que deben implementar. Allí, cabe destacar la relevancia del análisis de parámetros extraídos de los sistemas que permiten identificar patrones sospechosos de comportamiento de los clientes que ayuden a prevenir los incidentes de fraude, entre otros.

Este proceso de monitoreo es parte de un esquema integral de seguridad con el que hoy deben contar las entidades financieras para sus canales electrónicos que está integrado por 5 procesos de seguridad interrelacionados: Concientización y Capacitación, control de acceso, Integridad y Registro, monitoreo y control de eventos y gestión de incidentes

En relación con la protección del cliente, una entidad financiera debería implementar los procesos mencionados de forma de:

19 BIS CPMI, Noviembre 2016, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d154.pdf>

- Mantener informado y entrenado a los clientes, mediante un programa de concientización con un contenido acorde a los riesgos de la situación.
- Requerir la identificación y autenticación del cliente para el uso de los canales electrónicos,
- Contar con registros que permitan determinar la trazabilidad de las actividades efectuadas por el cliente.
- Contar con mecanismos de monitoreo transaccional que puedan advertir situaciones sospechosas basados en características del perfil y patrón transaccional del cliente, verificando con el cliente por vías alternativas, ante determinadas alarmas o alertas ocurridas.
- Contar con las capacidades para tratar los incidentes detectados.

Con el objetivo de reforzar las acciones ante ciberataques y mejorar los niveles de ciberseguridad y ciberresiliencia, el BCRA en abril del 2021 emitió la Com.“A” 7266 sobre “Lineamientos para la Respuesta y Recuperación ante ciberincidentes”. Esta regulación abarca a las Entidades Financieras, y se extiende a Infraestructuras de Mercado Financiero y Proveedores de Servicio de Pago cuentas de pago.

En relación con el sistema de pagos con Transferencia local, está integrado por diversos participantes: Proveedores de Servicios de Pago iniciadores, proveedores de servicio de pago que ofrecen cuentas de pago, billeteras digitales, Administradores de los esquemas de transferencias, entidades financieras, clientes, entre otros. Dada la diversa infraestructura tecnológica que soporta el esquema y la gran interconexión resultante por la cantidad de participantes, los fraudes podrían producirse en cualquier integrante de la cadena de pago mencionada. Por lo que se entendía necesario requerir una prevención del fraude integral, de manera que todos los participantes del esquema pudieran aportar información que sirviera para monitorear desde el inicio hasta el final las transacciones y el esquema.

Por lo tanto, para mitigar los riesgos de fraude relacionados con las operaciones de pago mediante transferencias (Transferencias 3.0²⁰), en el primer trimestre de 2022 el BCRA emitió una nueva regulación.²¹ Allí se definió un conjunto de pautas para reducir la potencial ocurrencia de fraude y/o desconocimientos de pagos y transferencias, eventos que pueden presentarse en este tipo de operatoria, requiriendo que:

- Los distintos esquemas de transferencias inmediatas y sus participantes implementen medidas técnicas y organizativas para la gestión de fraudes, así como circuitos, procedimientos de resolución e información a disposición de todos los integrantes;
- La atención de los reclamos de los clientes recaiga en el proveedor de la cuenta afectada;
- Los esquemas definan internamente con sus participantes y entre ellos roles y responsabilidades para la gestión del fraude, documentando los procedimientos a seguir ante reclamos;

²⁰ Ver la evolución de las transferencias inmediatas en los últimos meses en el [Informe sobre Bancos](#). A mayo 2022, estas transferencias crecieron interanualmente 78% en cantidades y 32% real en montos, impulsadas tanto por las operaciones entre cuentas abiertas en entidades financieras (vía CBU), así como por aquellas en las que intervienen cuentas en proveedores de servicios de pago –PSP– (desde y/o hacia un CVU)..

²¹ Comunicación “A” [7463](#).

- Los esquemas y sus participantes definan la información e infraestructura acorde que les permita registrar las operaciones y seguir su trazabilidad²² de extremo a extremo, con los datos que estimen suficientes, precisos e íntegros para que todos los participantes puedan analizar el circuito que siguió una operación y así detectar donde pudo originarse el fraude;
- Los esquemas de transferencias intercambien información sobre vulnerabilidades y amenazas que afecten a sus procesos e infraestructuras, contribuyendo a la prevención del ecosistema.

Esta regulación se extendió a los Proveedores de Servicios de Pago que presten servicio de billetera digital, quienes deberán arbitrar los mecanismos para mitigar el fraude,²³ abarcando de esta manera a todos los participantes de los sistemas de pago con transferencias, y sus interconexiones. Esto permitirá, entre otros, mejorar las bases de información necesarias para detectar un fraude cuando interviene más de un actor en un esquema de pagos, y consecuentemente focalizar y atender de manera más eficiente a los reclamos de los usuarios.

El BCRA sigue trabajando en las medidas destinadas a abordar y prevenir de manera integral los riesgos de fraude que puedan afectar al normal funcionamiento del sistema financiero, en campañas de concientización para el desarrollo de un sistema financiero resiliente.

Sumados a estos riesgos, pueden mencionarse otros factores que, se considera, podrían ser relevantes en el mediano y largo plazo. Por un lado, los riesgos implicados por el rápido crecimiento de la operatoria con criptoactivos a nivel global (aunque aún no sean de uso generalizado). Esto incluye, además de su alta volatilidad –que implica riesgos tanto para los usuarios como para el sistema financiero en términos agregados–, los desafíos que generan en materia de política monetaria y cambiaria para economías emergentes con mercados menos desarrollados. En este sentido, en mayo el BCRA determinó que las entidades financieras no podrán realizar ni facilitar a sus clientes la realización de operaciones con activos digitales. Otro frente de riesgos a tener en cuenta, con mayor monitoreo a nivel internacional, está dado por aquellos vinculados al cambio climático (ver Recuadro 3). Por último, más allá de la normalización de las políticas implementadas durante la pandemia (en particular en lo que refiere a las políticas monetarias de economías desarrolladas), en un escenario pos-pandémico queda por verse cuáles será el alcance estructural de diversos cambios observados en el marco del shock del COVID (incluyendo modificaciones en modelos de negocios con impacto diferencial entre sectores, países y regiones).

Recuadro 3 / Factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza: acciones de los reguladores financieros en Latinoamérica

En la última década se ha tomado conciencia de que los aspectos Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ASG), y en especial aquellos relacionados con el cambio climático, deben comenzar a considerarse como fuentes emergentes de riesgo financiero. Esto es así dado que tienen el potencial para, eventualmente, desestabilizar la prestación de servicios financieros a nivel de una entidad individual como incluso en el agregado del sistema financiero.²⁴

22 Para un mayor detalle, ver [Glosario de Ciberseguridad](#).

23 Comunicación "A" [7462](#).

24 Ver, entre otros, Apartado 3 del IEF de Junio 2021 y Recuadro 1 del IEF de Diciembre 2021

En el marco del Acuerdo de París y de la Agenda 2030 de Naciones Unidas, a nivel internacional se avanzó en el abordaje de los efectos del cambio climático y sus interrelaciones con el sistema financiero, a fin de propiciar un desarrollo económico sostenible a nivel global. Organismos Internacionales²⁵ y reguladores financieros han comenzado a focalizar sus esfuerzos en diseñar estrategias que promuevan una mejor gestión de los riesgos financieros asociados a los factores ASG y de esta manera, entre otros objetivos, lograr una transición hacia una economía baja en carbono y resiliente a los impactos del cambio climático.

Latinoamérica no es ajena a esta tendencia y parte de sus reguladores financieros han comenzado a adoptar distintas acciones de política relacionadas a estos riesgos, en el marco de las respectivas estrategias nacionales vinculadas con el desarrollo sostenible. En líneas generales estas estrategias se mueven alrededor de tres ejes: generación de información, desarrollo de instrumentos verdes y fortalecimiento de la comprensión y capacidades sobre este tema. La mayoría de los reguladores bancarios latinoamericanos están en una etapa inicial indicando a los bancos de su jurisdicción sus expectativas sobre la gestión de estos riesgos. Las tareas de estos reguladores consisten en: (i) analizar el estado de situación, (ii) mejorar su conocimiento sobre el tema para generar las capacidades necesarias para evaluar y diseñar la mejor política posible y (iii) diseñar los planes a futuro tomando en consideración las mejores prácticas que surgen a nivel internacional y los acuerdos voluntarios público-privados que suelen preceder otras acciones.

Dentro de un segundo grupo de reguladores se encuentran los que ya han comenzado a exigir a los bancos la incorporación del riesgo asociado al cambio climático para grandes créditos. Finalmente, Brasil es la jurisdicción que incorporó en forma integral el tratamiento regulatorio del riesgo por cambio climático. Se trata de regulaciones que tuvieron en cuenta para su diseño un concepto de proporcionalidad - con determinados criterios de segmentación, materialidad y bajo una implementación gradual.

El desarrollo de las capacidades de los distintos actores del mercado, esto es reguladores, gobierno, inversores y empresas, así como potenciales emisores de productos "verdes", es uno de los puntos para avanzar en las finanzas sostenibles. A su vez, los desarrollos llevados adelante por otros bancos centrales / supervisores de la región resultan de suma relevancia para avanzar en enfoques armonizados.

En la próxima sección se desarrollará un análisis más pormenorizado de la estabilidad financiera. Se considerarán a tal fin las principales fuentes de vulnerabilidad identificadas para el sistema financiero local, dada su exposición a los factores de riesgo mencionados. Estas fuentes de vulnerabilidad serán analizadas en contraposición a las propias fortalezas del sistema financiero, con el objetivo de evaluar las condiciones presentes para enfrentar la eventual materialización de los factores de riesgo ya señalados.

25 Por ejemplo, Organismos Internacionales y órganos normativos tales como G20, Comité de Estabilidad Financiera, y Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, se han concentrado en la necesidad de contar con datos de calidad para comprender los efectos del cambio climático en el sistema financiero, lograr la medición y evaluación de los riesgos financieros relacionados con el clima, así como la divulgación de información.

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

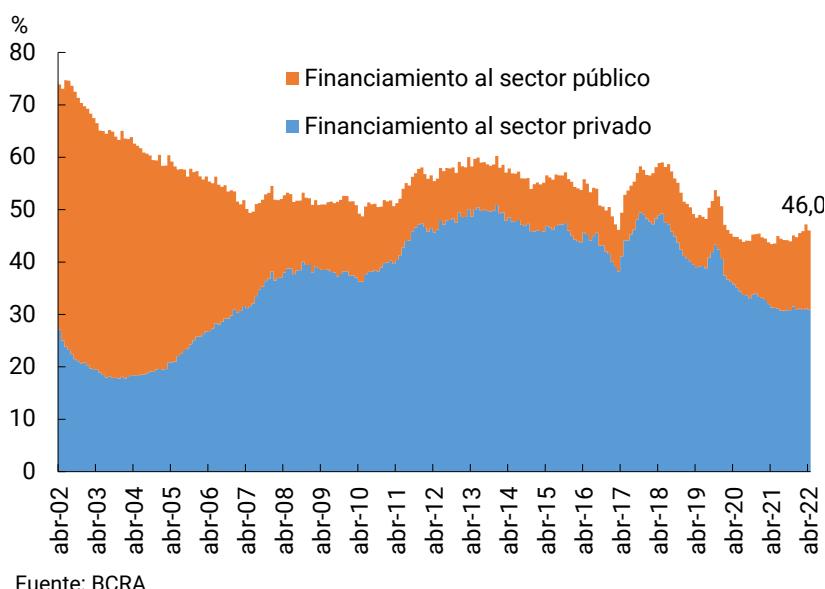
3.1. Exposición patrimonial al riesgo de crédito

En abril de 2022 la exposición bruta del sistema financiero al crédito, tanto al sector privado como al sector público,²⁶ se situó en niveles moderados desde una perspectiva histórica, verificando un incremento con respecto a los registros de 2021. El financiamiento total alcanzó 46% del activo del sistema financiero agregado, 1,8 p.p. y 2,6 p.p. por encima del nivel de septiembre y de abril de 2021, respectivamente (ver Gráfico 7). No obstante, el nivel de este indicador se mantuvo por debajo del promedio de los últimos 20 años (de 55%).

El aumento reciente de la ponderación del crédito en el activo del sistema financiero estuvo explicado principalmente por el financiamiento al sector público. La exposición del conjunto de entidades al sector público totalizó 15,1% del activo total en abril, 1,8 p.p. más que hace 7 meses (IEF anterior) y 3 p.p. i.a. Cabe considerar que este nivel de exposición se ubica por debajo del promedio de los últimos 20 años (aproximadamente 18%). Al tener en cuenta a los depósitos del sector público, en abril el sistema financiero mantuvo una posición neta (financiamiento neto de depósitos) acreedora frente a este sector, del orden de 2,4% de su activo total.

La exposición del sistema financiero al sector privado se mantuvo en niveles moderados (ver Gráfico 8). El saldo del crédito al sector privado se ubicó en 30,9% del activo total del conjunto de entidades financieras, levemente por encima del registro de septiembre de 2021, aunque 0,4 p.p. por debajo del nivel de abril de 2021 (el promedio de los últimos 20 años alcanza 37%).²⁷ El leve incremento de la exposición del sistema financiero al sector privado con respecto al IEF anterior

Gráfico 7 | Exposición bruta del sistema financiero al sector privado y al sector público
En % del activo total



Fuente: BCRA

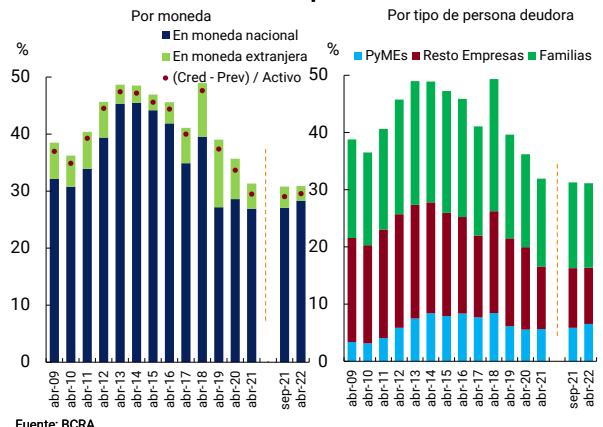
26 En este caso se considera, además de los préstamos, la financiación a través de títulos públicos.

27 El financiamiento al sector privado neto de las previsiones totales en términos del activo aumentó en el período hasta 29,6% a nivel sistemático.

estuvo impulsado por el segmento en pesos (explicó 28,3 p.p. del activo, 1,3 p.p. más que en septiembre de 2021).

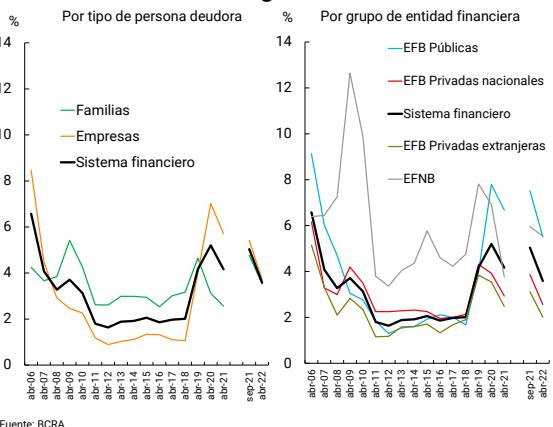
En términos de la composición de la exposición del sistema financiero al sector privado según tipo de persona deudora, a abril de 2022 el 47,4% correspondía a préstamos a familias y 52,6% a créditos a empresas -el orientado a Pymes con relativamente más dinamismo en el margen-.

Gráfico 8 | Crédito al sector privado en % del activo



Fuente: BCRA

Gráfico 9 | Ratio de irregularidad



Fuente: BCRA

En relación con el grado de materialización del riesgo de crédito, el ratio de irregularidad de financiaciones al sector privado para las entidades en su conjunto totalizó 3,6% en abril de 2022, 1,5 p.p. menos que en el IEF anterior²⁸ y 0,6 p.p. por debajo de abril de 2021. Las modificaciones normativas oportunamente implementadas en el contexto de la pandemia que alivianaron la carga financiera de las personas deudoras prácticamente ya no tienen incidencia sobre este indicador permitiendo una comparación más acertada respecto de los niveles pre-pandemia. La disminución experimentada en el ratio de irregularidad con respecto a septiembre de 2021 se verificó tanto en el segmento de crédito a familias como a empresas, y en todos los grupos de entidades financieras (ver Gráfico 9).

Exposición patrimonial al riesgo de crédito de las familias

El crédito a las familias alcanzó a representar casi 15% del activo del sistema financiero en abril de 2022, siendo levemente inferior al registro del IEF anterior (-0,2 p.p.) y en una comparación interanual (-0,6 p.p.). A abril de 2022, se estima que el 64% de la exposición del sistema financiero a las familias estaba constituida por créditos cuya persona deudora tenía un empleo en relación de dependencia (cociente que aumentó aproximadamente 4 p.p. con respecto a la situación de hace 2 años atrás y 3,6 p.p. con respecto al promedio de los últimos 8 años).

28 Una parte de esta variación fue explicada por el traspaso de personas deudoras clasificadas en situación irregular a partidas fuera de balance (irrecuperables), de acuerdo con la normativa vigente. Cabe mencionar que estos movimientos no generan impacto en el cuadro de resultados del sistema financiero, por tratarse de activos que ya estaban totalmente previsionados. Al considerar los últimos siete meses a abril de 2022, se estima que el ratio de irregularidad hubiera igualmente caído pero en un porcentaje menor (0,5 p.p.) si las entidades financieras no enviaban saldo irregular a irrecuperables fuera de balance en el período. Es decir, el efecto de este traspaso se estima equivalente a 1 p.p. del saldo total de crédito (en 7 meses). Se destaca que en el promedio de los últimos 15 años el efecto traspaso en el ratio alcanzó a 0,8 p.p., alineado con los números actuales.

La morosidad de los créditos a las familias se ubicó en 3,5% de esa cartera en abril, 1,2 p.p. por debajo del nivel de septiembre de 2021 (+1 p.p. i.a.) principalmente por el desempeño en el margen de los créditos destinados al consumo (personales y tarjetas de crédito). Los niveles actuales de irregularidad del crédito a familias resultan inferiores a los registrados previo al comienzo de la pandemia (-0,8 p.p. con respecto al promedio de 6 meses a febrero de 2020). Dentro del segmento de crédito a los hogares se mantuvo una baja dispersión en el ratio de irregularidad entre zonas geográficas del país, siendo levemente superior al promedio ponderado en la región de Cuyo y ligeramente inferior en la zona Centro. A su vez, la caída del ratio de irregularidad del crédito a las familias respecto al nivel de septiembre de 2021 fue relativamente mayor en esta zona Centro (-1,4 p.p.) mientras que resultó más moderada en la región del NOA (-0,6 p.p.).

Exposición patrimonial al riesgo de crédito de las empresas

El financiamiento a las empresas representó algo más de 16% del activo del sistema financiero en abril de 2022, sin cambios significativos con respecto al IEF anterior y en una comparación interanual. Dentro de este segmento, el financiamiento a PyMEs (ver Gráfico 8 y Recuadro 4) representó 6,5% del activo del conjunto de entidades, evidenciando una expansión en el margen (+0,7 p.p. y +0,9 p.p. con respecto a septiembre 2021 y a un año atrás, respectivamente), en detrimento del resto, fundamentalmente asociado a empresas grandes.

Recuadro 4 / Financiamiento bancario a PyMEs: aumento reciente, exposición en la hoja de balance del sistema financiero y coberturas

En el marco de la política de crédito impulsada por el BCRA desde fines de 2019 que contribuye a focalizar recursos en la promoción del desarrollo productivo, en los últimos dos años el crédito bancario destinado a las PyMEs²⁹ creció de forma significativa³⁰. El saldo real financiamiento en moneda nacional hacia este sector se expandió interanualmente 26,4% a abril de este año, más que duplicándose al considerar el desempeño desde el inicio de 2020.³¹

A partir de este marcado dinamismo experimentado, en el inicio del segundo trimestre de 2022 el crédito en moneda nacional a las PyMEs alcanzó 5,9% del activo total del sistema financiero, 1,3 p.p. y 2 p.p. por encima de los niveles evidenciados uno y dos años atrás, respectivamente, incremento que asciende a 1,9 p.p. si se compara con el promedio de los últimos 20 años (ver Gráfico R.4.1). Este desempeño se dio en un contexto de gradual reducción de la exposición del conjunto de entidades financieras al sector privado, lo que a su vez generó que el crédito en pesos a las PyMEs alcance un pico de participación cercano a 20% en el crédito total al sector privado en el comienzo de 2022. A pesar del incremento observado en los últimos dos años, al comparar con otras economías se observa que la exposición del sistema financiero local a este segmento de

29 Se considera el universo de las personas jurídicas deudoras clasificadas como PyMEs.

30 Actualmente la política de impulso al crédito del BCRA está principalmente instrumentada a través de la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP), si bien desde el inicio de la pandemia de COVID-19 y hasta fines de 2020 tuvieron especial relevancia las políticas de crédito para enfrentar ese escenario (para más detalle ver Apartado 4 del [IEF I-20](#) y Apartado 5 del [IEF II-20](#)).

31 Este positivo comportamiento se encuentra en línea con los resultados que surgen de la [Encuesta de Condiciones Crediticias \(ECC\)](#) en materia de estándares de aprobación para los últimos 2 años.

personas deudoras se ubica levemente por debajo del promedio de los países de la región (ver Gráfico R.4.1).³²

Gráfico R.4.1 | Saldo de crédito a PyMEs

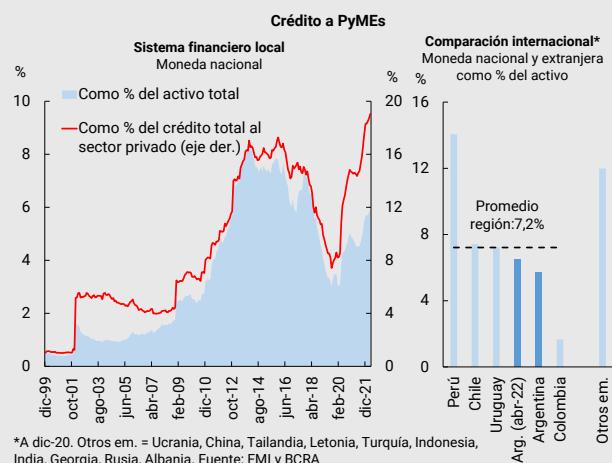
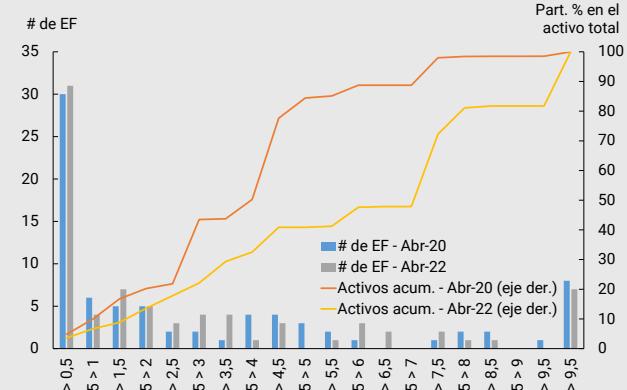


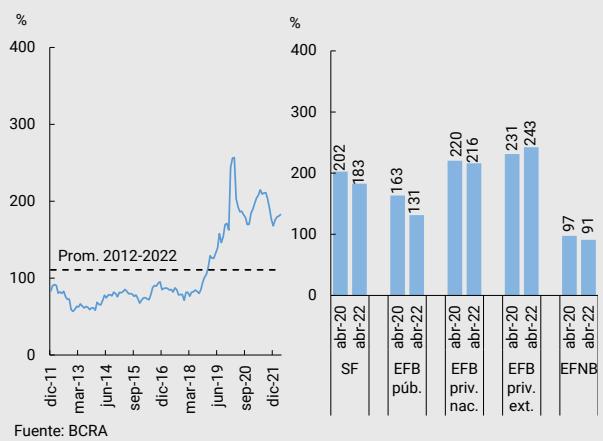
Gráfico R.4.2 | Saldo de crédito a PyMEs en pesos como % del activo – Distribución entre entidades financieras



El aumento que presentó la exposición de la hoja de balance del sistema financiero al crédito PYME en los últimos dos años se dio conjuntamente con un aumento en los indicadores de concentración de las entidades oferentes. En total 27 de las 50 entidades oferentes de crédito PyME presentaron un aumento en la exposición a este segmento en el activo en los últimos dos años (ver Gráfico R.4.2), mientras que 23 la redujeron. En lo que respecta a los indicadores de concentración de la oferta, a abril de 2022 las principales 5 entidades explicaban el 72% del saldo de crédito a PyMEs, 11 p.p. más que en abril de 2020.³³ Cabe considerar que el financiamiento a las PyMEs contribuye a la diversificación de la cartera crediticia de las entidades, atemperando en cierta medida su exposición al riesgo de crédito. Esto se da en un contexto en que este tipo de personas deudoras presentarían relativamente menores niveles de irregularidad.

Para dimensionar el tamaño relativo de las coberturas constituidas por el sistema financiero frente a eventuales escenarios de materialización del riesgo de contraparte de este segmento crediticio, puede considerarse la relación entre el capital regulatorio excedente y el

Gráfico R.4.3 | Posición de capital como % del crédito a PyMES en moneda nacional



32 Como se mencionó, en este Recuadro la información mensual disponible considera a las PyMEs que están constituidas como personas jurídicas. Una aproximación a la totalidad del crédito en pesos a MiPyMEs (tanto de personas jurídicas como humanas) a abril de 2022 arroja un nivel tal que haría incrementar la exposición del sistema financiero a este segmento en 1,6 p.p. del activo total.

33 Esto se dio en un contexto en el que las entidades de mayor porte del sistema incrementaron su exposición a este segmento de personas deudoras. Así, en los últimos 2 años a abril la cantidad de entidades que presentaban una exposición al crédito PYME superior a 4% de su activo se redujo desde 24 hasta 20, en tanto que en términos de los activos acumulados por estas entidades el incremento fue significativamente mayor, pasando de 22,4% a más de 59,1%.

saldo de financiamiento a las PyMEs. Este cociente, si bien se redujo en los últimos dos años en el marco del fuerte dinamismo del crédito PyME, se mantuvo en un rango de valores elevados al comparar con el promedio de los últimos años: a nivel sistémico este ratio ascendió a 183% en abril de 2022, 71 p.p. por encima del promedio de los últimos 10 años (ver Gráfico R.4.3).³⁴

El ratio de irregularidad del crédito a empresas totalizó 3,7% en el período, 1,7 p.p. por debajo del nivel de septiembre de 2021 (-2 p.p. i.a.). Del mismo modo que lo observado en los hogares, los registros actuales de irregularidad del crédito a empresas son menores que los evidenciados antes del comienzo de la pandemia (-2,9 p.p. con respecto al promedio de 6 meses a febrero de 2020).

Al considerar la composición del financiamiento a las firmas por sector, el conjunto de las empresas cuyas actividades presentan el mayor peso en la economía³⁵ mantenía un saldo de deuda equivalente al 9,8% del activo del sistema financiero en abril de 2022, 1,6 p.p. menos que la situación previa a la pandemia (ver Gráfico 10). Las empresas pertenecientes a las actividades primarias se financiaron por un equivalente a 4,3% del activo del conjunto de entidades (-0,7 p.p. con respecto a febrero de 2020). Por su parte, la exposición del sistema financiero a las actividades consideradas con mayor riesgo de contagio (en el marco de los efectos de la pandemia) y a los servicios básicos, fue de 1,4% del activo (ligeramente superior que el nivel de pre-pandemia) y 0,8% (-0,4 p.p. en comparación con febrero de 2020), respectivamente.

El ratio de irregularidad del crédito a abril de 2022 fue relativamente más elevado en el conjunto de las empresas con mayor peso en la economía (4,9%) en comparación con el resto de los agrupamientos, no obstante presentó la mayor disminución con respecto a la situación de pre-pandemia (-6,7 p.p., ver Gráfico 10).

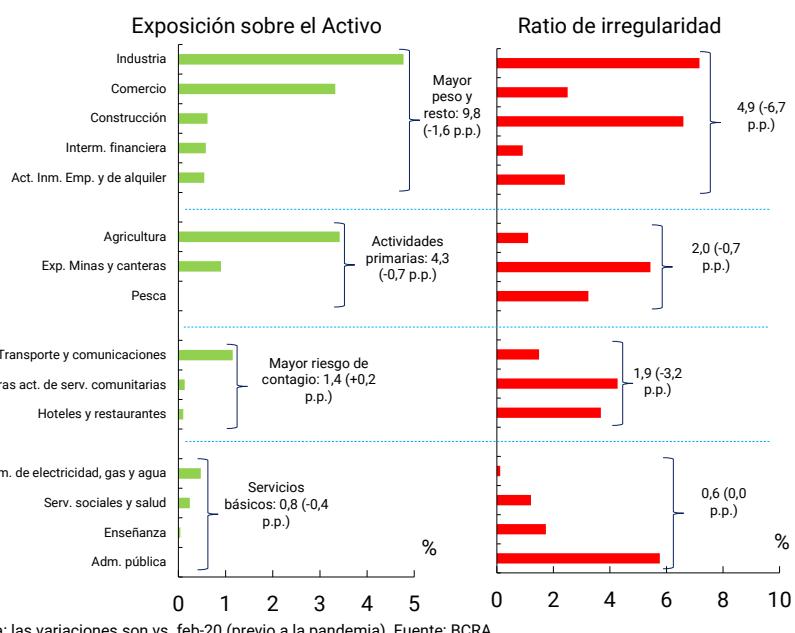
Como se mencionó previamente, el sistema financiero mantiene una reducida exposición a personas deudoras asociadas a las actividades consideradas como de mayor riesgo de contagio.³⁶ No obstante, dado el impacto que recibieron las empresas pertenecientes a estos sectores en 2020 y en 2021, sumado al potencial riesgo de nuevos shocks ocasionales y reiterados de la pandemia sobre su desempeño, se efectúan ejercicios de sensibilidad para el conjunto de entidades a fin de evaluar el grado de cobertura frente a un shock hipotético y poco probable (ver Recuadro 5).

34 indicadores similares que consideran la totalidad del crédito al sector privado también se ubican en niveles elevados. Para mayor detalle ver sección 2 de este Informe.

35 Las actividades económicas fueron agrupadas en 4 categorías: (i) Mayor peso y resto (Industria, Comercio, Construcción, Intermediación financiera y Actividades inmobiliarias y empresariales), (ii) Actividades primarias (Agro, Pesca y Minería), (iii) Mayor riesgo de contagio (Transporte y comunicaciones, Hoteles y restaurantes y Otros servicios sociales y comunitarios), y (iv) Servicios básicos (Administración pública, Salud, Enseñanza y Electricidad, Gas y Agua). Para más información sobre esta agrupación ver [IPOM](#).

36 Más aún, en el caso de las actividades consideradas con mayor riesgo de contagio, la exposición del sistema financiero ascendería a 3,6% si se toma en cuenta también a la deuda de empleados formales de estas empresas (se incrementa 2,2 p.p. con respecto al registro que considera sólo el financiamiento de las empresas). La morosidad del conjunto (actividades de mayor riesgo, tomando financiamiento a empresas y a sus empleados) alcanzaría 3,2% (+1,2 p.p.). A su vez, si comparamos los indicadores de exposición y materialización de riesgo de estas actividades respecto de febrero de 2020 (mes previo al comienzo de la pandemia), los mismos se han reducido 5,3 p.p. y 0,2 p.p., respectivamente.

Gráfico 10 | Composición del financiamiento a empresas por actividad e irregularidad
Abril de 2022



Nota: las variaciones son vs. feb-20 (previo a la pandemia). Fuente: BCRA.

Recuadro 5 / Ejercicios de sensibilidad frente al riesgo de crédito

Los resultados de los ejercicios de sensibilidad efectuados con datos a abril de 2022 proveen evidencia de que el sistema financiero argentino, de forma agregada, mantiene un importante grado de resistencia frente a la eventual materialización del riesgo de crédito asumido.³⁷ En estos ejercicios se analiza cual sería el impacto en la solvencia del sistema financiero (sin suponer cambios adicionales), ante una hipotética imposibilidad total de recupero de cierto conjunto préstamos (supuesto extremo de muy baja probabilidad de ocurrencia). Estos ejercicios forman parte del conjunto de herramientas de monitoreo que dispone el BCRA para evaluar las condiciones de estabilidad del sistema financiero.

Ejercicio 1: se asume que en cada entidad financiera el ratio de irregularidad de los créditos al sector privado aumenta hasta el máximo nivel alcanzado a nivel individual en los últimos 15 años (abril de 2007-abril de 2022).³⁸ Se procede a dar de baja estos activos de la hoja de balance, netos de las previsiones estimadas sobre los mismos.³⁹ Se estima la posición de capital regulatorio resultante a abril 2022 (última información disponible) y a febrero 2020 (previo al inicio de la pandemia).

En este ejercicio la mediana de la posición de capital⁴⁰ del conjunto de entidades disminuiría desde 245% (promedio ponderado de 248%) hasta 197% (226%) (ver Gráfico R.5.1). Partiendo de una elevada posición agregada de capital, se estima que en la actualidad (abril de 2022) se conservaría

37 Para resultados previos ver [IEF II-18](#). Los resultados obtenidos complementan a los que surgen de las pruebas de tensión que efectúa el BCRA de forma anual. Dichas pruebas de tensión se elaboran utilizando análisis de escenarios macroeconómicos, no sólo sobre el riesgo de crédito sino también sobre el riesgo de liquidez, mercado y de negocios (para un mayor detalle, ver Apartado 4 del [IEF I-17](#)).

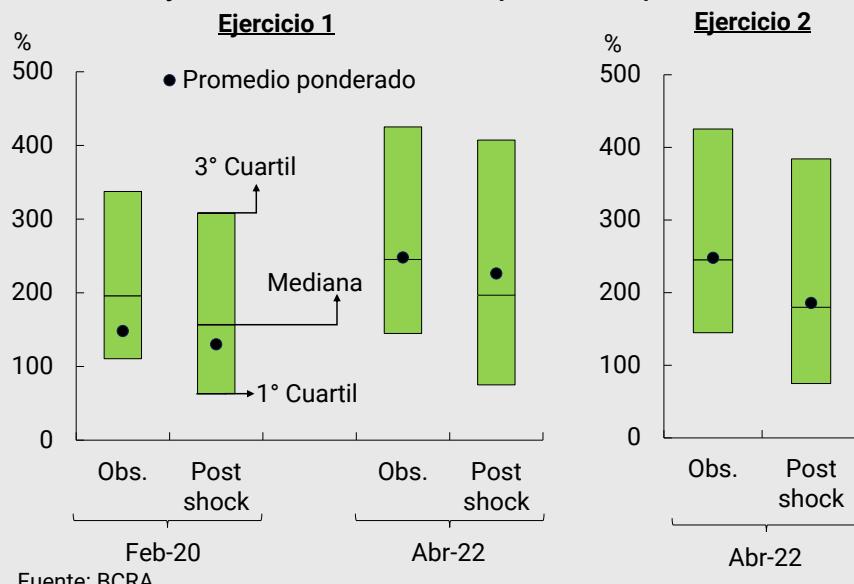
38 Para el sistema financiero el ratio de irregularidad en este período alcanzó un máximo de 6,2% de forma previa al inicio de la pandemia.

39 Para cada entidad financiera, se asume que el saldo de previsiones que correspondería a la cartera en situación irregular surge de las totales menos las teóricas sobre la cartera en situación regular (según los criterios de las normas de previsiones mínimas regulatorias por riesgo de incobrabilidad)

40 Definida como la RPC menos exigencia mínima normativa, todo en términos de dicha exigencia.

una mayor holgura una vez ocurrido un eventual shock respecto de la situación de pre-pandemia (febrero 2020).

Gráfico R.5.1 | Ejercicios de sensibilidad sobre la posición de capital



Ejercicio 2: se supone que las empresas (y sus empleados) que tienen deudas en el sistema financiero y que pertenecen a los sectores de actividad “con mayor riesgo de contagio” por el escenario de Pandemia COVID,⁴¹ presentan una situación de imposibilidad de repago de sus préstamos.⁴²

El impacto estimado en base a este ejercicio hace descender 65 p.p. la mediana de la posición de capital del conjunto de entidades a abril de 2022, hasta alcanzar 180% (el promedio ponderado bajaría 62 p.p., hasta 186%). Aquí también el sistema mantendría, de forma agregada, una apreciable holgura de capital.

En el marco de los cambios que se vienen registrando en las exposiciones crediticias asumidas por el sistema financiero (tanto con el sector privado como con el público), y no obstante la mejora reciente de la calidad de la cartera, en términos relativos esta fuente de vulnerabilidad se mantendría como la más relevante de cara a lo que resta de 2022 para el agregado de las entidades financieras. La eventual materialización de los factores de riesgo antes planteados (en especial un desempeño de la actividad económica menos dinámica que lo esperado) condicionaría la capacidad de pago de las personas deudoras y, dada la exposición que presenta el sistema financiero, podría verificarse algún impacto sobre la hoja de balance del sector.

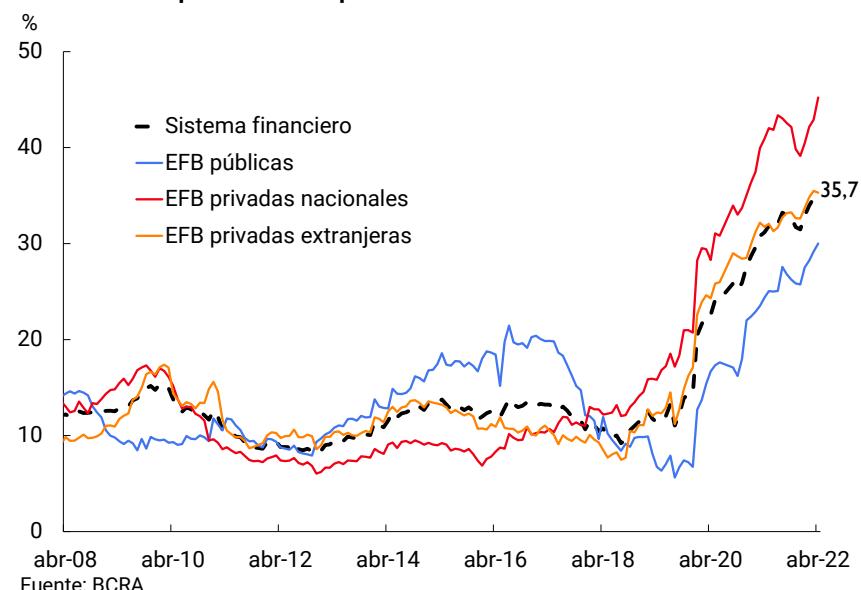
3.1.1 Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

41 Estos sectores son: Transporte y comunicaciones, Hoteles y restaurantes y Otros servicios sociales y comunitarios. Para mayor detalle, ver [IPOM](#).

42 Se considera el impacto de dar de baja del balance estos préstamos netos de previsiones.

Los niveles de previsionamiento y solvencia del sistema financiero agregado se mantuvieron elevados. En abril de 2022 las previsiones contabilizadas para hacer frente a situaciones de incobrabilidad representaron 4,3% del total de financiaciones al sector privado. Estas previsiones continuaron superando a la cartera en situación irregular (118,9% de la misma), por encima del registro de septiembre de 2021 y superior al promedio en los 6 meses previos a la pandemia (de 95%). El exceso de capital regulatorio del conjunto de entidades, medido en términos de la cartera de préstamos neta de previsiones, se mantiene elevado en una comparación histórica (ver Gráfico 11).⁴³ La evolución de este cociente se refleja tanto a nivel del sistema financiero como en todos los grupos de entidades bancarias.

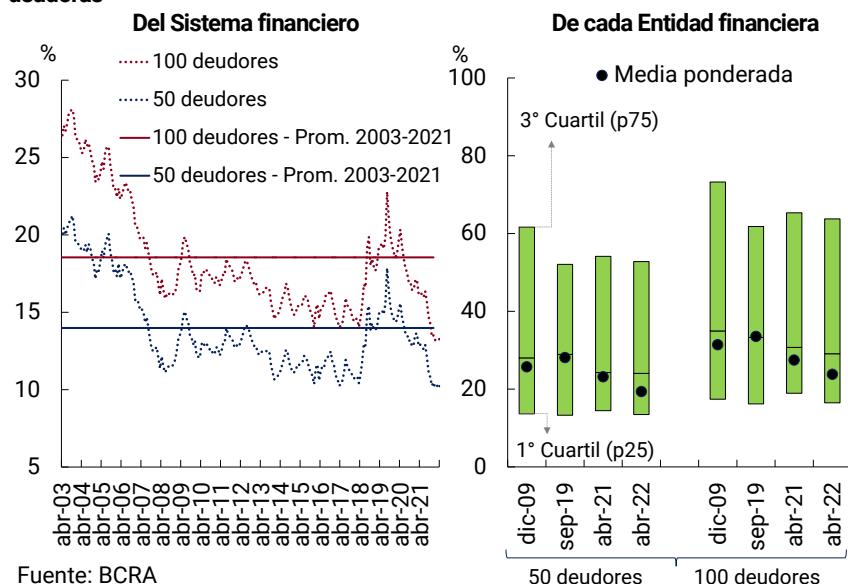
Gráfico 11 | Posición regulatoria de capital (RPC- exigencia) en términos del saldo de crédito al sector privado neto de previsiones



La concentración de las personas deudoras del sector privado en el sistema financiero se mantiene baja. En abril la participación de las 100 y 50 principales personas deudoras representó 13,2% y 10,2% del crédito al sector privado, respectivamente (ver Gráfico 12). Estos niveles resultaron inferiores que los registrados en el IEF anterior (1,5 p.p. y 1 p.p., respectivamente), y se mantienen en valores históricamente bajos. Parte de este desempeño está asociado a los diversos programas de estímulo crediticio impulsados por el BCRA que permitió focalizar los recursos hacia los sectores más rezagados y promover el desarrollo productivo, como por ejemplo la “Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyMEs” (LFIP, para mayor detalle ver Recuadro 6).

43 Equivale a 35,7%, superando ampliamente al promedio de los últimos 10 años de 13%.

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



Fuente: BCRA

Recuadro 6 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP)

A lo largo de 2021 y en lo que va de 2022 la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP) constituyó una herramienta importante para impulsar el crédito al sector productivo, especialmente a las MIPyMEs⁴⁴. En marzo de 2022 el BCRA prorrogó la LFIP hasta fines de septiembre, manteniendo condiciones financieras relativamente favorables para las empresas y beneficios para las entidades financieras participantes.⁴⁵ El cupo 2022 –en un contexto de subas en la tasa de interés de política monetaria– dispone de una tasa de interés (TNA) de 42% para los proyectos de inversión, y de 52,5% para el resto de las financiaciones alcanzadas.⁴⁶

El saldo de crédito de la LFIP se estima en \$790.400 millones a abril de 2022, equivalente a 27% del saldo total de crédito a empresas (+8,7 p.p. en comparación con el nivel de septiembre 2021) y a 13,3% del saldo total al sector privado (+3,7 p.p.).⁴⁷ Del saldo total, aproximadamente 38,5% fue utilizado para financiaciones a proyectos de inversión.

El ratio de irregularidad de los créditos totales de las empresas tomadoras de la LFIP se ubicó en 0,7% a abril de 2022 (-0,8 p.p. respecto a septiembre de 2021), en un contexto en donde este indicador para las financiaciones totales del sistema financiero se ubica en 3,6% (-1,5 p.p.).

Se estima que desde la última publicación del IEF unas 223 empresas que no contaban con financiamiento bancario,⁴⁸ accedieron a esta línea de crédito. Desde el inicio de la LFIP unas 12.151 empresas se habrían incluido al sistema financiero. A abril de 2022 un total de casi 93.700 empresas contaban con saldo de financiaciones canalizadas mediante la LFIP en todo el sistema financiero. La mayor parte de los tomadores de LFIP tienen un tamaño relativamente pequeño: 94%

44 Para más información ver Recuadro 3 del [IEF II-21](#).

45 A mediados de abril de 2022 –mediante Comunicación “A” [7491](#)– se estableció que la reducción de la exigencia de efectivo mínimo se ubique en 34% de las financiaciones que sean canalizadas a proyectos de inversión (hasta ese momento era de 30% de las mismas).

46 Ver Comunicación “A” [7527](#).

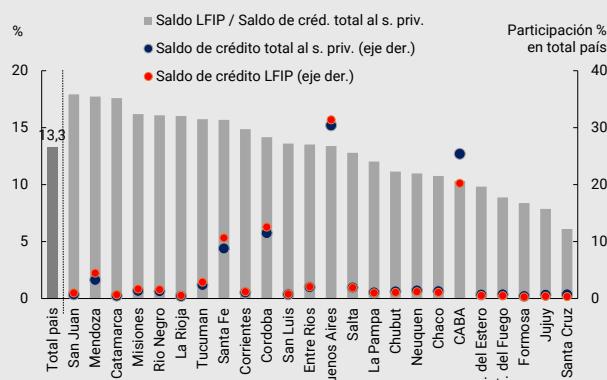
47 Se considera los saldos residuales vigentes de las financiaciones imputadas a los cupos 2020, 2021 y 2021/2022. Información sujeta a rectificación.

48 A febrero de 2020 (fecha previa al comienzo de la pandemia).

(87%) de dichas empresas cuentan con una dotación de personal inferior a 100 (50) trabajadores.⁴⁹ Se estima que la cantidad de personas empleadas por empresas con financiamiento con LFIP equivalen a 19,5% del total de las personas asalariadas del sector privado.⁵⁰

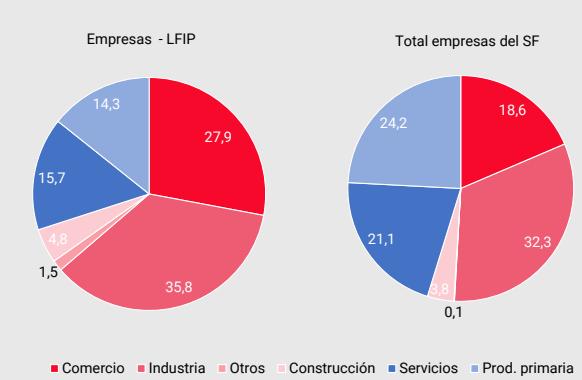
A nivel de la distribución de los recursos de la LFIP entre las distintas jurisdicciones del país, esta herramienta sigue evidenciando un amplio alcance. Trece provincias presentan una ponderación del saldo de crédito instrumentado mediante la LFIP en el total de crédito al sector privado que supera al promedio observado a nivel país (ver Gráfico R.6.1).

Gráfico R.6.1 | LFIP – Estimación de la distribución por provincia
Último dato disponible



Nota: Se considera el domicilio fiscal según padrón de AFIP. Fuente: BCRA

Gráfico R.6.2 | LFIP – Estimación por actividad económica
Participación % en el saldo total – Último dato disponible



Fuente: BCRA

En cuanto a los sectores de actividad de las empresas tomadoras de la LFIP, cerca del 36% del saldo se habría canalizado a la industria (ver Gráfico R.6.2). En particular las empresas que se dedican a la elaboración de productos alimenticios y de bebidas representaron aproximadamente un tercio del total de este rubro. En tanto, se estima que casi 28% del saldo de la LFIP se otorgó a firmas vinculadas al comercio (principalmente empresas de comercio al por mayor). Al comparar la distribución del saldo de LFIP con la distribución del crédito bancario total a empresas, surge que las empresas de la industria, del comercio y de la construcción utilizaron relativamente más este instrumento que el resto de los sectores.

Los estándares de originación crediticia se mantuvieron sin cambios significativos en los últimos trimestres.⁵¹ Para el caso de los créditos a los hogares, según la ECC durante el primer trimestre del año no se presentaron modificaciones relevantes en los estándares crediticios. Por su parte, en el mencionado relevamiento se observó neutralidad en el caso de los estándares de originación de crédito a empresas, tanto para las grandes como para las PyMEs.

En términos agregados y como porcentaje del PIB, los niveles de endeudamiento tanto de empresas como de familias se mantienen acotados. El ratio de crédito en sentido amplio en porcentaje

49 Se consideran las empresas que accedieron a la LFIP y registran al menos un empleado.

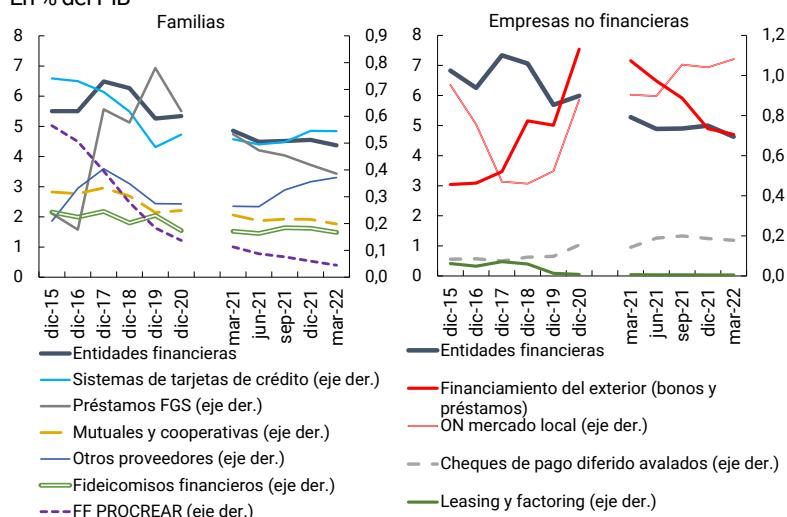
50 Segundo dato a marzo de 2022 del [Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social](#).

51 Para un mayor detalle ver los resultados de la Encuesta de Condiciones Crediticias ([ECC](#)) del primer trimestre de 2022.

del PIB representaba a marzo un nivel de 6,1% para las familias y 10,6% para las empresas,⁵² con descensos en ambos casos respecto a su nivel seis meses atrás (más leve en el caso de las familias). Los datos de empresas con oferta pública también muestran un comportamiento descendente del apalancamiento corporativo en el segundo semestre de 2021 (ver Recuadro 7). El cambio semestral se da en un contexto de suba del PIB y descenso en los montos de crédito (en términos reales) en sentido amplio para las familias (1% semestral) y empresas (10% semestral). Tanto para familias como para empresas los saldos en porcentaje del PIB se ubican en niveles por debajo del promedio de los últimos cinco años (cerca de 8% del PIB para familias y 12% para empresas). Considerando el crédito a las familias, el principal componente sigue siendo el crédito bancario, cuyo monto cayó levemente en términos reales entre septiembre 2021 y marzo 2022, con mermas adicionales para los préstamos del FGS y los préstamos en el FF PRO.CRE.AR, los créditos de mutuales y cooperativas y aquellos en cartera de fideicomisos financieros no vinculados a infraestructura. Por el contrario, aumentaron en términos reales los montos asociados a otros proveedores de crédito registrados en BCRA⁵³ y a tarjetas de crédito no bancarias (ver Gráfico 13). Con respecto al sector corporativo, los principales componentes son el crédito bancario y el saldo de financiamiento financiero del exterior, ambos con mermas semestrales en términos reales a marzo. El saldo de ON local,⁵⁴ con menor peso (6%) sobre el financiamiento total de empresas, evidenció un crecimiento real, en contraposición a lo observado para otros instrumentos de mercado de capitales local, como los cheques de pago diferido (con peso más marginal sobre el financiamiento a empresas).

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

52 Saldos a marzo en porcentaje del PIB estimado al primer trimestre de 2022 sin estacionalidad. Se incluye, además de préstamos del conjunto de entidades financieras reguladas por el BCRA: financiaciones de sistemas de tarjetas de crédito, préstamos de mutuales y cooperativas (en base a INAES), 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 (en base a INDEC) a través de bonos y préstamos (sin incluir créditos y anticipos comerciales).

53 Incluye préstamos otorgados, entre otros, por cadenas minoristas de ventas de electrodomésticos, empresas financieras (por ejemplo, las que otorgan préstamos personales) y fintechs. Ver [Informe sobre Otros Proveedores No Financieros de Crédito](#).

54 En parte debido a la evolución del tipo de cambio y el IPC, dada la existencia de ON dollar-linked, en dólares y UVA (menos de 10% del saldo de ON con legislación local está en pesos nominales).

Recuadro 7 / Situación financiera de empresas con oferta pública

Una de las formas de monitorear la situación del sector corporativo es a través del análisis de los balances de empresas con oferta pública del sector privado no financiero⁵⁵. Medidos en términos de su mediana, los indicadores financieros de estas empresas, tendieron a recomponerse en 2021, tras el deterioro que implicó el shock del COVID-19 en 2020.

La rentabilidad final en términos del patrimonio, en moneda homogénea, mejoró en 2021 (ver Tabla R.7.1), en un contexto de recomposición de los resultados operativos. Esto repercutió favorablemente tanto en los indicadores de liquidez como en la capacidad de pago (ratio de cobertura de intereses con resultados).⁵⁶ El ratio de apalancamiento terminó 2021 con una merma respecto a 2020, que fue acompañada por una tendencia a un menor peso de los pasivos de corto plazo sobre el pasivo total (consistente con un contexto de operaciones de refinaciamiento de pasivos). Por su parte, en valor absoluto el descalce de moneda para empresas que tienen ON en dólares terminó el año levemente por encima del nivel observado un año atrás.

Dada la evolución de los indicadores financieros de las empresas con oferta pública, siguiendo una metodología simple⁵⁷, a fines de 2021 se observa que se redujo la proporción de empresas en situación relativamente más vulnerable. El sistema financiero presenta una exposición muy acotada a estas empresas en situación relativamente más vulnerable (menos de 1% de su cartera total de créditos al sector corporativo).

Tabla R.7.1 | Empresas con oferta pública – Principales indicadores

| Principales indicadores (mediana): | Trimestre | | | | | | | | | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
| | IV-19 | I-20 | II-20 | III-20 | IV-20 | I-21 | II-21 | III-21 | IV-21 | |
| Rentabilidad final en % del PN (ROE) - anualizado | 11,7 | (3,4) | 3,1 | 6,2 | 10,5 | 11,7 | (6,8) | 9,4 | 13,8 | |
| Resultados antes de impuestos en % del PN - anualizado | 14,6 | (0,1) | 0,7 | 9,2 | 9,5 | 11,8 | 8,4 | 9,3 | 16,6 | |
| Resultados operativos en % del PN - anualizado | 12,2 | 5,3 | 4,0 | 12,0 | 12,7 | 11,3 | 12,4 | 17,6 | 14,0 | |
| Liquidez corriente: activo corriente / pasivo corriente (%) | 116,9 | 113,3 | 109,7 | 113,8 | 108,6 | 118,6 | 122,1 | 126,6 | 129,9 | |
| Liquidez ácida: (activo corriente - inventarios) / pasivo corriente (%) | 83,0 | 82,7 | 82,8 | 84,7 | 86,3 | 87,6 | 90,2 | 92,3 | 88,8 | |
| Cobertura de intereses: EBIT* / intereses pagados (veces) | 1,3 | 0,7 | 1,0 | 1,7 | 1,8 | 1,3 | 1,3 | 1,9 | 2,3 | |
| Apalancamiento: pasivo / activo (%) | 57,8 | 57,1 | 57,9 | 57,1 | 57,6 | 56,1 | 59,5 | 57,7 | 56,1 | |
| Deuda de corto plazo / deuda total (%) | 49,4 | 48,3 | 47,3 | 54,4 | 46,8 | 47,7 | 37,3 | 34,3 | 33,9 | |
| Descalce en moneda extranjera empresas con ON en dólares: (activo ME-pasivo ME)/ activo total** (%) | (28,1) | (23,4) | (25,7) | (23,6) | (27,8) | (27,5) | (25,5) | (25,1) | (28,8) | |
| Cantidad de empresas observadas | 126 | 126 | 131 | 130 | 126 | 124 | 125 | 124 | 122 | |

(*) EBIT: ganancias antes de intereses e impuestos. (**) Descalce en Moneda Extranjera (empresas de la muestra con ON en dólares en circulación): Activo en moneda extranjera menos pasivo en moneda extranjera re-expresado en pesos al tipo de cambio vigente a cada momento, dividido el activo total (en pesos).

Fuente: BCRA en base a CNV/BBCA.

55 Las empresas con oferta pública representan un segmento del sector corporativo local caracterizado por empresas de tamaño relativo en general grande/mediano (el análisis aquí desarrollado 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, "Situación financiera de empresas con oferta pública" en IEF I-19, y posteriores actualizaciones en ediciones más recientes del IEF.

56 En 2021 no hubo casos de empresas con problemas para afrontar pagos de servicios o capital de obligaciones negociables (ON), en contraposición a 2020 (con casos puntuales por montos poco significativos en relación al saldo total de ONs).

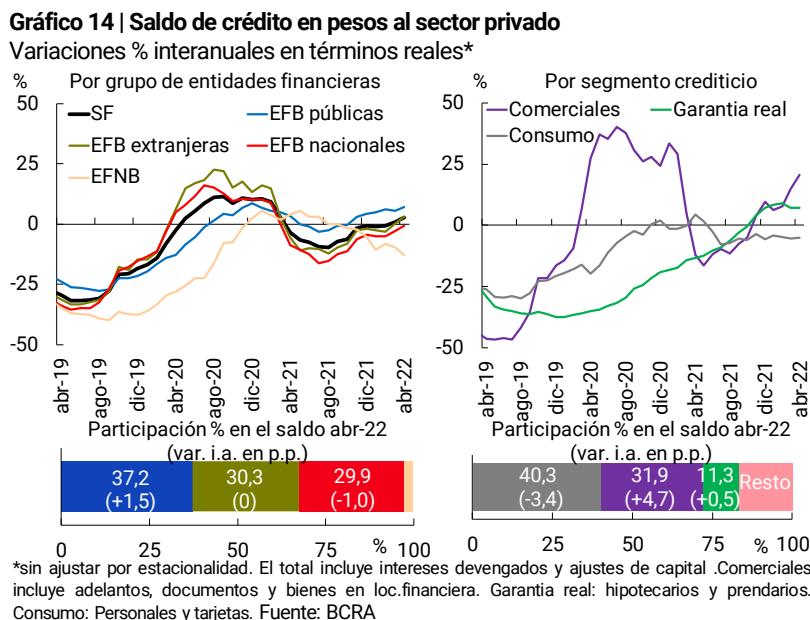
57 Se aproxima de manera simple en base a tres ratios financieros particularmente relevantes para medir riesgo de crédito: cobertura de intereses, apalancamiento y liquidez ácida. Para más detalles sobre la metodología ver "Situación financiera de empresas con oferta pública" en IEF I-19.

Se estima que los hogares mantuvieron una moderada carga de los servicios de su deuda bancaria, incrementándose levemente después del mínimo evidenciado en septiembre de 2021.⁵⁸

Reducida importancia del financiamiento al sector privado en moneda extranjera en el balance agregado del sistema financiero, con bajo descalce de moneda extranjera de las personas deudoras a partir de la normativa macroprudencial vigente. Para mayor detalle ver sección de Principales fortalezas del sistema financiero.

3.2. Desempeño de la actividad de intermediación financiera

La actividad de intermediación financiera se mantuvo en niveles moderados desde la última publicación del IEF, en un escenario de recuperación gradual de los distintos sectores económicos. A pesar del contexto local e internacional de mayores niveles de inflación en el comienzo de 2022 respecto a períodos anteriores,⁵⁹ el saldo real de financiamiento en pesos al sector privado se incrementó levemente tanto en los últimos siete meses, así como en una comparación interanual. Por su parte, el saldo de los depósitos en moneda nacional de dicho sector se redujo ligeramente en el período, acumulando un leve incremento respecto del nivel de un año atrás (ver Sección 3.3). En cuanto a las partidas en moneda extranjera, el crédito y los depósitos del sector privado continuaron gradualmente disminuyendo al comparar con el IEF anterior.



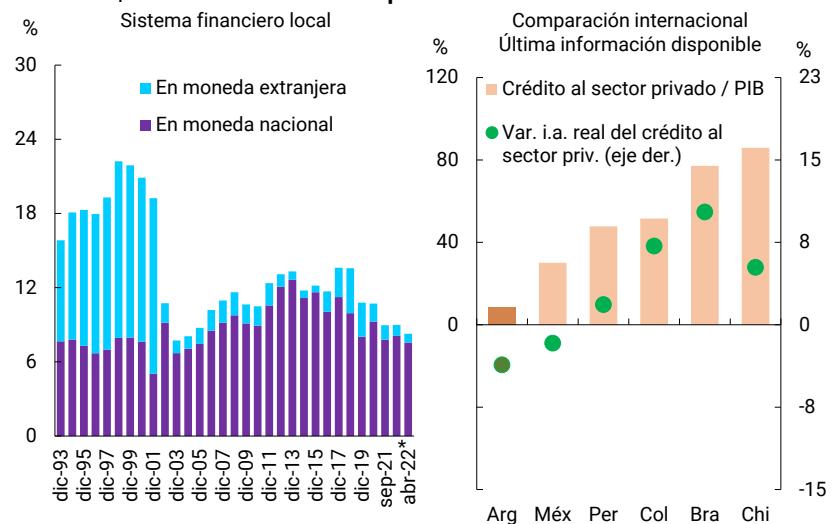
El saldo de crédito en pesos al sector privado aumentó 1,2% en términos reales en los últimos siete meses, y 2,8% i.a. real, con un aporte relativo mayor del grupo de entidades financieras públicas (ver Gráfico 14). Los préstamos comerciales (principalmente los documentos) tuvieron el mayor crecimiento relativo en el período y aumentaron su participación en el crédito total en el marco de los programas de estímulo implementados por el BCRA, seguido por las líneas con garantía real

58 En el comienzo de 2022 se estima que la carga de los servicios de la deuda bancaria de las familias superaba levemente 13% de la masa salarial.

59 Para mayor detalle, ver [IPOM](#).

(fundamentalmente prendarios). Dada la reducción del saldo de financiaciones en moneda extranjera, el saldo de crédito total al sector privado (en moneda nacional y extranjera) acumuló una caída de 3% real en los últimos siete meses (-3,7% i.a. real).

Gráfico 15 | Saldo de crédito al sector privado en términos del PIB



* Estimado. Nota: Per: Perú; Chi: Chile; Col: Colombia; Bra: Brasil; Méx: México; Arg: Argentina.
Fuente: WEO (FMI), INDEC y BCRA

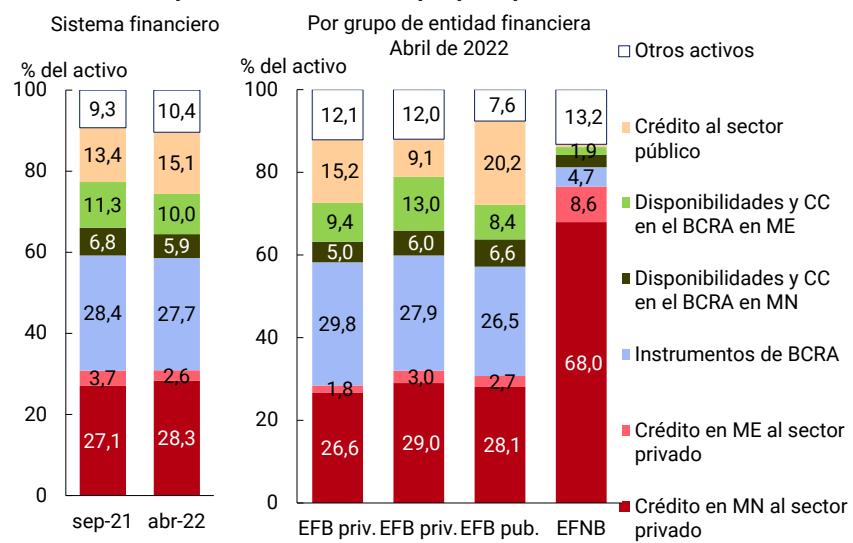
El sistema financiero local continuó manteniendo un bajo grado de profundidad en la economía (ver Gráfico 15). Como se viene comentando en las últimas ediciones del IEF, la relación entre el crédito bancario al sector privado y el producto se ubica en niveles que resultan relativamente bajos al compararlos con el promedio local de los últimos treinta años (13,5%) —ya de por sí moderado—, y con los registros de otros países de la región (mediana de 49,7%).

El desempeño en la intermediación financiera se dio en el contexto del rediseño de los instrumentos de política monetaria que comenzó en enero de 2022, incluyendo el incremento de las tasas de interés nominales de la economía. En este marco, se buscó que las tasas de interés activas se mantuvieran en niveles compatibles con el impulso del crédito a las pequeñas y medianas empresas, de forma que se pueda profundizar el desarrollo de herramientas tales como la “Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME” (Ver Recuadro 6). Se estima que para los primeros cuatro meses de 2022 las tasas de interés activas nominales promedio pactadas para los préstamos en pesos a las personas humanas y a las personas jurídicas se incrementaron menos que la tasa de interés de plazo fijo, registrando subas que están más en línea con lo verificado en la tasa de interés pasiva nominal promedio —operada por los depósitos totales en pesos, tanto a la vista como a plazo—.

En el marco del desempeño comentado de la intermediación financiera, el activo del conjunto de entidades —medido en moneda homogénea— se redujo levemente respecto al nivel del último IEF y en una comparación interanual (-3,3% real y -2,3% i.a. real, respectivamente), reflejando también ciertos cambios en su composición. En particular, en los últimos siete meses se incrementó el peso relativo del financiamiento al sector público (hasta representar 15,1% del activo total) y del crédito en pesos al sector privado (hasta 28,3% del total); mientras que se redujo la ponderación

del saldo de las cuentas corrientes en el BCRA, de los instrumentos del BCRA (fundamentalmente por pasos) y de los préstamos en moneda extranjera al sector privado (ver Gráfico 16). En el período el conjunto de entidades financieras aumentó levemente la relevancia de los activos en moneda nacional con ajuste CER (hasta 11,7% del activo total) y disminuyó la participación de aquellos denominados en moneda extranjera (hasta 15,2% del activo).

Gráfico 16 | Composición del activo total por principales rubros



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

Para los próximos meses se espera que continúe el proceso de gradual recuperación de la actividad económica, escenario que impactaría positivamente en la intermediación financiera (oferta y demanda de crédito y de depósitos, así como de servicios financieros). Sin embargo, esta evolución prevista podría verse afectada por la eventual materialización de los factores de riesgo mencionados en la sección anterior, generando un contexto desafiante para el conjunto de entidades financieras.

3.2.1. Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

Generación interna de capital. El agregado de entidades financieras continuó exhibiendo rentabilidad positiva en el comienzo de 2022, si bien con indicadores en niveles ligeramente inferiores a los observados en los últimos trimestres de 2021 (ver Tabla 2). Considerando los resultados acumulados en los últimos 12 meses, la disminución interanual en los niveles de rentabilidad del sector se explica por el incremento de los egresos por intereses (aumento de tasas de interés nominales y mayor relevancia de los depósitos a plazo en el fondeo) y por mayores egresos por exposición a partidas monetarias (influido por la mayor inflación). Estas variaciones fueron en parte compensadas por mayores primas por pasos y resultados positivos por títulos valores y por menores cargos por incobrabilidad. Los gastos de administración no mostraron variaciones significativas en comparación con el año anterior, manteniendo un importante peso relativo en el cuadro de resultados del sistema financiero agregado (ver Recuadro 8).

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

| Anualizado (a.) - En %a. del activo neteado | IT-21 | IIT-21 | IIIT-21 | IVT-21 | IT-22 | IIT-22* | 2021** | 2022** |
|-------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Margen financiero | 11,7 | 12,0 | 11,7 | 12,4 | 13,7 | 15,6 | 11,7 | 12,8 |
| Ingresos por intereses | 8,0 | 7,6 | 7,7 | 8,1 | 8,3 | 8,5 | 7,9 | 8,0 |
| Ajustes CER y CVS | 1,7 | 1,6 | 1,1 | 1,2 | 1,4 | 1,9 | 1,4 | 1,4 |
| Diferencias de cotización | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | 0,6 |
| Resultado por títulos valores | 8,8 | 9,3 | 9,0 | 8,7 | 12,7 | 16,5 | 8,8 | 10,5 |
| Primas por pasos | 3,3 | 4,2 | 4,9 | 5,2 | 2,3 | 1,0 | 2,4 | 3,9 |
| Egresos por intereses | -10,9 | -11,3 | -11,5 | -11,3 | -11,9 | -13,2 | -9,5 | -11,7 |
| Otros resultados financieros | 0,1 | 0,1 | 0,0 | -0,1 | 0,2 | -0,1 | -0,2 | 0,0 |
| Resultado por servicios | 1,6 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 1,9 |
| Cargos por incobrabilidad | -0,9 | -1,4 | -0,9 | -0,7 | -0,8 | -0,9 | -1,3 | -0,9 |
| Gastos de administración | -6,3 | -6,4 | -6,4 | -6,5 | -6,2 | -6,6 | -6,5 | -6,4 |
| Resultado monetario | -4,0 | -3,6 | -3,2 | -3,4 | -5,8 | -7,2 | -2,8 | -4,3 |
| Impuestos y otros | -1,6 | -0,9 | -1,6 | -2,3 | -1,6 | -2,1 | -1,6 | -1,7 |
| Resultado | 0,5 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | 1,0 | 0,7 | 1,2 | 1,4 |
| Otros resultados integrales (ORI) | -0,3 | -0,3 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,4 | 0,5 | -0,1 |
| Resultado total (ROA) | 0,2 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,0 | 1,1 | 1,7 | 1,3 |
| Resultado total / Patrimonio neto (ROE) - En % | 1,4 | 8,8 | 8,9 | 8,3 | 6,3 | 6,8 | 11,2 | 8,2 |

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.* A abril anualizado. **Acumulado 12 meses a abril.

Fuente: BCRA

Recuadro 8 / Medidas productividad y escala del sistema financiero. Una comparación regional

En comparación con los sistemas financieros de otros países de la región, el sistema financiero argentino presenta niveles similares tanto en términos del costo unitario del personal empleado – gasto en personal por empleado⁶⁰, así como de ciertos indicadores de productividad del empleo – por ejemplo, en base a la cantidad de titulares de cuentas activas por empleado – (ver Gráfico R.8.1, panel izquierdo). No obstante el valor de estos indicadores, los niveles de eficiencia operativa sectorial –por ejemplo aproximado en términos del cociente entre el gasto en personal y saldo de préstamos al sector privado⁶¹– resultan comparativamente menores para el agregado de bancos locales.

Las diferencias en los niveles observados de eficiencia operativa del sistema financiero argentino estarían recogiendo, en gran parte, los efectos de una baja escala relativa del sector –aproximada acá por el saldo de préstamos al sector privado por titular de cuenta– (ver Gráfico R.8.1, panel derecho).⁶² El sistema financiero local mantendría así un amplio margen para beneficiarse de la expansión de su tamaño, generando economías de escala a través del crecimiento del crédito (mayor uso extensivo e intensivo), derivando así en potenciales beneficios para el sector y para la economía en su conjunto. En este sentido cobra relevancia la política activa de promoción del crédito que viene

60 Para hacerlo comparable entre países se convierte a dólares estadounidenses usando los tipos de cambios oficiales de cada país a precios corrientes. Si se considera las monedas expresadas en paridad de poder adquisitivo las conclusiones no se modifican significativamente.

61 Similar conclusión se obtiene al considerar el total de gastos de administración en términos de los activos. Los gastos de administración están conformados por los gastos en personal (actualmente casi 60% del total, incluye remuneraciones, cargas sociales y beneficios) y un resto (40% del total, incluye servicios y honorarios, amortizaciones y otros –electricidad, papelería, alquileres, etc.–).

62 En este párrafo se busca explicar las diferencias de la identidad:

$$\frac{GP}{P} = \frac{GP/E}{C/E \times P/C}$$

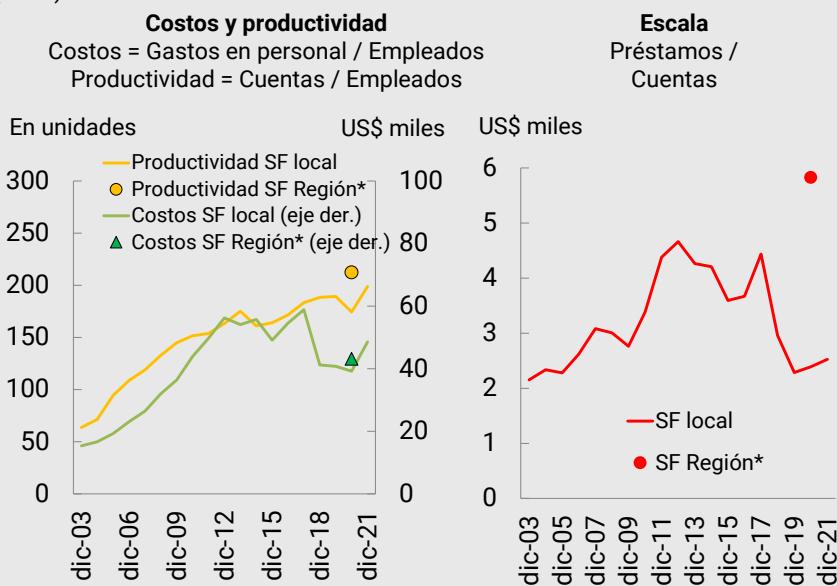
Donde GP = gasto en personal; E= empleo; P= préstamos; C = cuentas.

Es decir, la eficiencia operativa (GP/P) depende del costo unitario del empleo (GP/E), de la productividad (C/E) y de la escala (P/C).

desarrollando el BCRA en años recientes (ver Recuadro 4), a lo que se suma la gradual introducción de nuevas herramientas tecnológicas e innovaciones en los modelos de negocios que, eventualmente, se reflejarían en mejoras en todos los indicadores sectoriales.

Gráfico R.8.1 | Indicadores de escala y productividad de los sistemas financieros

Datos anuales - Evolución local y último dato disponible para países de la región*
(2020)



*Mediana Chile, México, Perú, Colombia, Brasil y Paraguay.

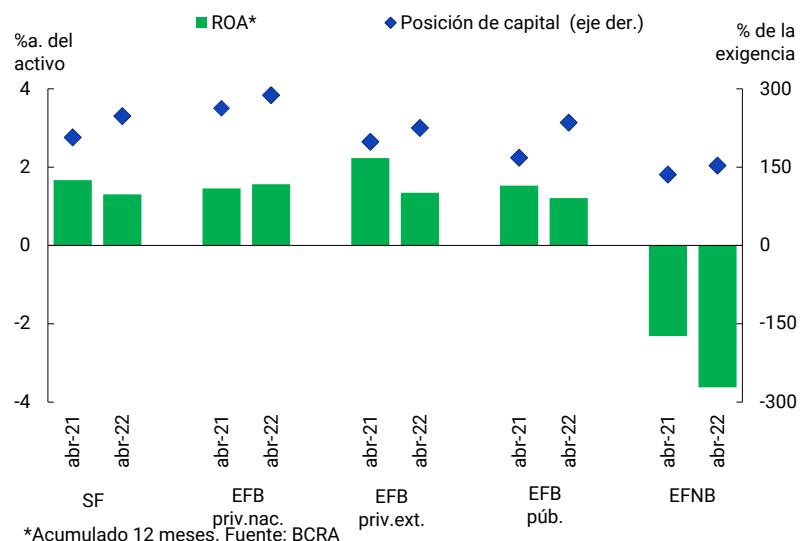
Fuente: BCRA, FMI y Bancos Centrales de los respectivos países.

En el marco de la suba de las tasas de interés de política monetaria y del resto de las tasas de interés operadas, se estima que en la primera parte de 2022 se registraron aumentos graduales en las tasas de interés implícitas nominales para el segmento en pesos.⁶³ Con respecto al cierre de 2021 la magnitud de los cambios en las tasas implícitas fue similar en activas (por préstamos al sector privado) y en pasivas (costo de fondeo por depósitos), de forma tal que el diferencial entre dichas tasas implícitas no presentó cambios significativos en el período. Al estimar tasas de interés implícitas reales (aislando el efecto de la inflación), el diferencial entre ambos conceptos verificó una reducción en el período.

Los indicadores de rentabilidad mantuvieron cierta heterogeneidad entre los grupos de entidades financieras, si bien cabe destacar que todos estos grupos presentaron elevados (y crecientes) indicadores de solvencia (ver Gráfico 17).

63 Se consideran las tasas de interés implícitas nominales que surgen de los principales activos (créditos al sector privado) y pasivos (costo de fondeo por depósitos, considerando la normativa de efectivo mínimo) en pesos. Se consideran los flujos devengados contablemente de ingresos y egresos financieros correspondientes. No se consideran conceptos tales como gastos de administración, egresos impositivos, costo de capital ni otros conceptos relacionados con cobertura por riesgos intrínsecos a la operatoria de intermediación financiera. En esta estimación las tasas de interés implícitas se construyen acumulando los flujos de los últimos 2 meses y se anualizan.

Gráfico 17 | Indicadores de rentabilidad y solvencia
Por grupo de entidades financieras



Esquema de regulación y supervisión en línea con las recomendaciones internacionales en la materia. En el marco del plan de supervisión orientado al riesgo, la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) continúa monitoreando de forma permanente el desempeño de las entidades financieras. Se destaca, en particular, que las entidades financieras definidas como de importancia sistémica a nivel local (DSIBS) mantuvieron elevados niveles de liquidez y solvencia y acotadas exposiciones a riesgos en el período (ver Sección 4.1).

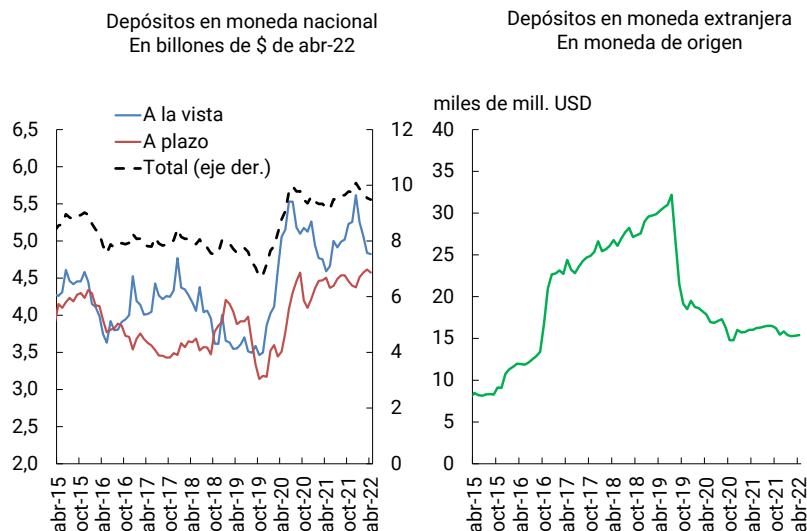
Políticas crediticias orientadas al desarrollo productivo. A lo largo de 2021 y en lo que va de 2022 el BCRA siguió promoviendo diversas políticas para acompañar el proceso de recuperación económica de manera sostenible. Con el objetivo de continuar estimulando la producción de ciertos sectores productivos, sobre el cierre del primer trimestre de 2022 el BCRA resolvió extender la “Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME” hasta fines de septiembre de 2022, conservando condiciones financieras favorables para las personas deudoras.

Bajo descalce de moneda extranjera. En el contexto de la normativa macroprudencial vigente, el descalce de moneda extranjera enfrentado por el sistema financiero agregado continuó manteniéndose en niveles acotados en el inicio de 2022 (ver Sección 2).

3.3. Fondeo y liquidez del sistema financiero

Como se mencionó en la Sección anterior, el saldo real de los depósitos del sector privado en moneda nacional se redujo levemente con respecto al IEF anterior (-1,7% real, variación explicada por el desempeño de las cuentas a la vista, ver Gráfico 18). Por su parte, los depósitos a plazo en moneda nacional del sector privado aumentaron en el período, principalmente por el desempeño en lo que va de 2022 (ver Recuadro 9). El mayor dinamismo en este segmento recogió el efecto de la decisión del BCRA de aumentar los límites mínimos de las tasas de interés sobre los plazos fijos en varias oportunidades. Los depósitos del sector privado en moneda extranjera se redujeron respecto al nivel de septiembre pasado (en moneda de origen).

Gráfico 18 | Saldo de depósitos del sector privado
Sistema financiero



Fuente: BCRA

Recuadro 9 / Comportamiento reciente de los depósitos a plazo en UVA del sector privado

Desde fines de 2021 se observa un destacado crecimiento de los depósitos a plazo en UVA, los cuales ofrecen retornos reales positivos a la persona depositante. El saldo de este tipo de depósitos del sector privado se incrementó 36,4% en términos reales en los primeros cuatro meses del año, alcanzando así un nivel similar al observado a mediados de 2021, y ganando participación en el total de depósitos a plazo en pesos. En particular, aquellos instrumentos con cancelación anticipada⁶⁴ –representan 39% del total– verificaron un mayor crecimiento relativo: aumento de casi 53% real entre diciembre de 2021 y abril de este año (72,4% real i.a.). El saldo de las colocaciones en UVA tradicionales –61% del total–,⁶⁵ acumuló un incremento de 27,6% en los últimos cuatro meses (14,7% real i.a.).

El desempeño del total de depósitos a plazo UVA fue impulsado por las personas humanas: representan casi el 72% de estos depósitos y explican el 83% del crecimiento en los últimos cuatro meses (ver Gráfico R.9.1).⁶⁶ Dentro del segmento de personas humanas, este tipo de colocaciones recibidas por las entidades financieras públicas presentaron el mayor dinamismo relativo en los últimos meses, seguido por las entidades financieras privadas extranjeras. En el caso de las personas jurídicas, los depósitos en UVA de las entidades privadas extranjeras verificaron el mayor incremento relativo desde fines de 2021.

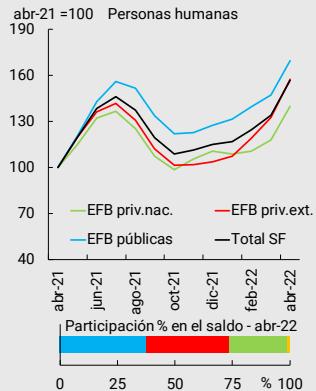
64 Depósitos UVA vigentes desde febrero de 2020 (Comunicación "A" 6871), que si bien tienen un plazo mínimo de 90 días, pueden ser cancelados a partir del día 30 obteniendo un rendimiento. De ejercerse la opción de cancelación anticipada, la imposición devenga una tasa nominal fija por el plazo efectivamente transcurrido. Dicha tasa de interés se incrementó en varias oportunidades desde fines de 2021, pasando de 30,5% TNA (35,2% TEA) a 48% TNA (60,1%TEA) a mediados de junio de 2022, recogiendo lo evidenciado en las tasas mínimas de los plazos fijos tradicionales.

65 Aquellos con plazo mínimo de al menos 90 días, sin opción de cancelación anticipada. Al operar al vencimiento, se calcula el interés devengado y se actualiza el capital en función del valor del UVA del momento.

66 Considerando los estratos de monto, el saldo de los depósitos en UVA que se ubica entre \$1 y \$20 millones presentó el mayor crecimiento relativo en los últimos meses (y explican 37% del saldo total de los depósitos a plazo fijo UVA tradicionales a marzo de 2022), seguidos por aquellos inferiores a \$1 millón (representan 22% del saldo total).

Gráfico R.9.1 | Estimación del saldo de los depósitos a plazo en UVA del sector privado por tenedor

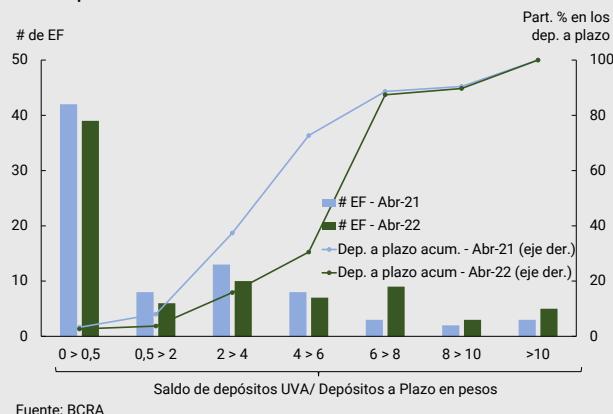
En términos reales*



*sin ajustar por estacionalidad. Nota: Se considera solamente el capital. Fuente: BCRA

Gráfico R.9.2 | Depósitos a plazo en UVA en % de los depósitos a plazo en pesos—Distribución entre entidades financieras

Sector privado



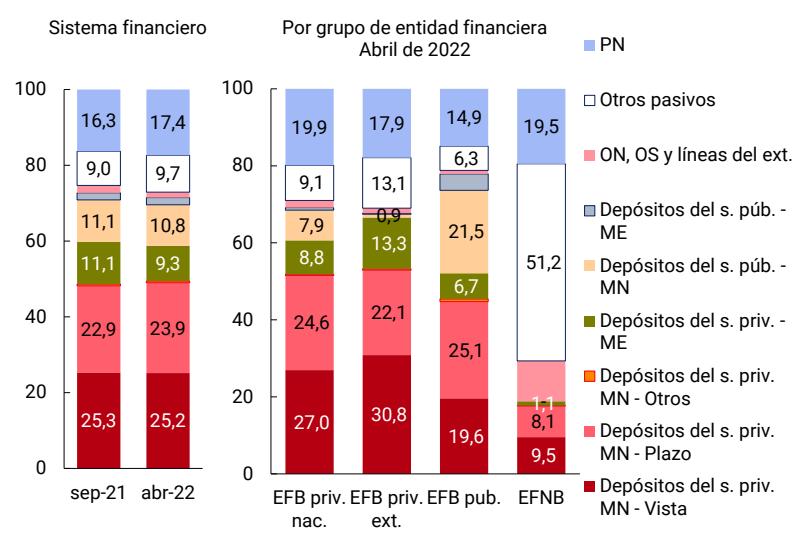
Fuente: BCRA

A raíz del destacado crecimiento, los depósitos a plazo en UVA, considerando los tradicionales y los precancelables, alcanzaron a explicar cerca del 6,4% del saldo total de depósitos a plazo en pesos del sector privado a abril, incrementándose 1,5 p.p. en términos interanuales. Este aumento en la ponderación resultó generalizado entre las entidades financieras (ver Gráfico R.9.2).

Los depósitos del sector privado en moneda nacional continuaron representando la mayor parte del fondeo (pasivo y patrimonio neto) del sistema financiero, alcanzando 49,5% del total. Este nivel resultó levemente superior al evidenciado en el IEF pasado, dinámica impulsada por los depósitos a plazo (23,9% del fondeo, +1 p.p. respecto al septiembre de 2021, ver Gráfico 19). El patrimonio neto del sistema financiero totalizó 17,4% del fondeo total a abril, 1,1 p.p. por encima de lo observado en la última edición del IEF. Como contrapartida, respecto a fines de septiembre de 2021 los depósitos en moneda extranjera de las familias y empresas redujeron 1,9 p.p. su peso relativo en el fondeo total, hasta 9,3% a nivel agregado.

Gráfico 19 | Composición del fondeo

Como % del fondeo total

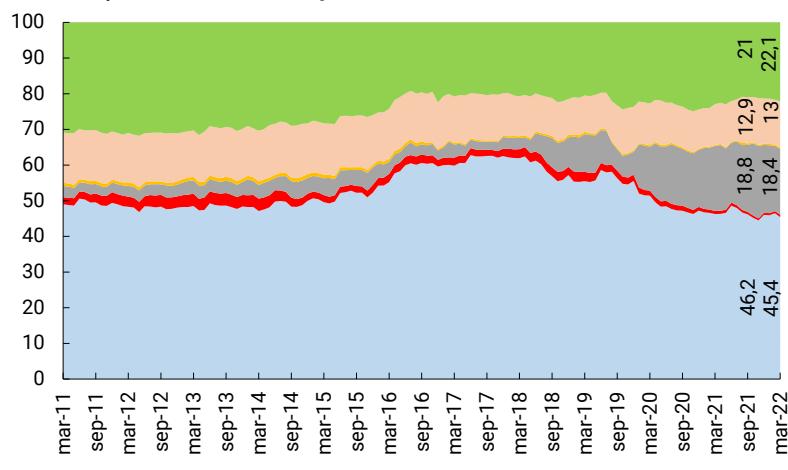


ME: Moneda extranjera. MN: Moneda nacional. Fuente: BCRA

En términos de distinguir potenciales cambios en la exposición que asumen las entidades al riesgo de liquidez, resulta relevante el monitoreo de ciertas características del fondeo bancario agregado, como por ejemplo el perfil de depositantes así como la madurez relativa y grado de concentración de los principales pasivos.

En los últimos seis meses no se evidenciaron cambios de magnitud en lo que respecta a la composición de los depósitos por tipo de cliente (perfil de depositante). En un contexto en que la mayor parte de los depósitos del sector privado se asocia a un perfil minorista (con cierto sesgo a una mayor estabilidad relativa), ya que la proporción de los depósitos de las personas humanas y PyMEs se ubicó en torno a 58,4%, en el período se observó un leve aumento de la importancia relativa de los depósitos provenientes de grandes empresas (perfil mayorista). Además, la participación de los depósitos concertados con inversores institucionales —también de perfil mayorista— tales como FCI, no presentó cambios de magnitud respecto al IEF pasado (ver Gráfico 20), si bien se mantuvo en un nivel superior al promedio de los últimos 5 años (18,4% vs 10,8%). En el mismo sentido, el peso relativo de los principales depositantes en el fondeo de cada entidad (concentración de los depositantes a nivel de cada entidad) tampoco evidenció cambios significativos con respecto al último IEF, si bien se mantiene en niveles superiores a los observados en el pasado reciente (ver Gráfico 21, panel derecho).

Gráfico 20 | Depósitos del sector privado en moneda nacional
 Participación % por tipo de persona depositante – Sistema financiero

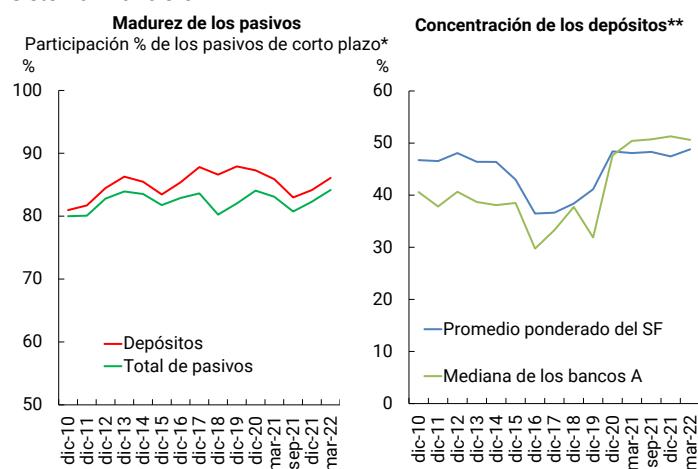


Fuente: BCRA

En términos de madurez, a nivel agregado la participación de los pasivos (todas las monedas y sectores) con un plazo residual inferior a un mes aumentó levemente respecto al último IEF, representando 86,1% y 84,2% para los depósitos y del fondeo total respectivamente (ver Gráfico 21, panel izquierdo), niveles que se corresponden con el sesgo transaccional del sector. De cara a los siguientes meses, la madurez de los pasivos podría modificarse en la medida que continúe el dinamismo de los plazos fijos en pesos del sector privado.

Gráfico 21 | Indicadores de exposición al riesgo de liquidez

Sistema financiero



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

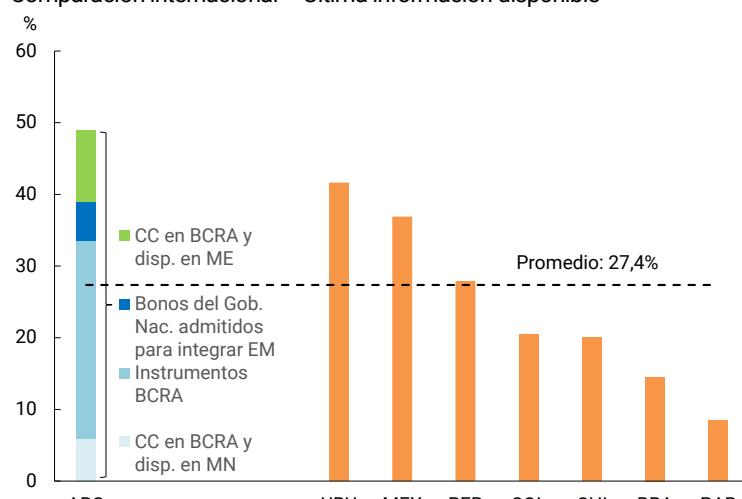
En este contexto, dado el desempeño reciente de los indicadores de exposición frente al riesgo de liquidez -con leves incrementos en algunos casos o niveles que resultan superiores al promedio de los últimos años en otros-, no podrían descartarse cambios en el fondeo del sistema financiero en el escenario de una eventual materialización de algunos de los factores de riesgo planteados en la Sección 2.

3.3.1 Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

Posición holgada en materia de liquidez a nivel agregado. Como mencionó en la sección 2, el sector mantuvo elevados niveles de liquidez, muy por encima de los observados en la última década y en comparación con otros sistemas financieros de la región (ver Gráfico 22).

Gráfico 22 | Activos líquidos como % del activo total

Comparación internacional – Última información disponible*



*Argentina (abr-22), Uruguay (jun-21), México (may-21), Perú (sep-21), Colombia (nov-21), Chile (sep-21), Brasil (sep-21), Paraguay (sep-21). Fuente: FMI y BCRA

En lo que respecta a los indicadores de liquidez que se derivan del marco regulatorio local a partir de los estándares recomendados por el Comité de Basilea (Ratio de Cobertura de Liquidez -LCR- y de Fondeo Neto Estable -NSFR-)⁶⁷, el conjunto de entidades evidencia niveles que prácticamente duplican a los mínimos regulatorios y, como se detalla en la sección 2, se ubican en un entorno elevado al comparar con otras economías (ver Gráfico 6). En particular, todas las entidades que se encuentran obligadas a cumplir con estos ratios (Grupo A⁶⁸) superaron el requisito mínimo a marzo de 2022 (situación que se viene reflejando ininterrumpidamente en los últimos años). ^{69 70}

Acotada transformación de plazos. Se estima que la duración de los activos, de los pasivos y su diferencia⁷¹ para el sistema financiero agregado no presentaron cambios significativos con respecto al IEF anterior, reflejando la acotada transformación de plazos que desarrolla el sector. En línea con la conformación de los depósitos (a la vista y a plazo) y los indicadores de madurez de los mismos antes mencionada, se estima que la duración de la cartera pasiva total del sistema financiero se mantuvo en niveles acotados en el período (en algo más de 2 meses). Por su parte, la duración estimada de los activos también permaneció en un entorno de valores reducidos (superando levemente los 3 meses), a partir de la preponderancia de líneas de crédito e instrumentos de deuda de corto plazo.⁷²

El fondeo a través de mercado de capitales sigue mostrando una ponderación marginal para el sistema financiero, con vencimientos mayormente en pesos para los próximos meses. El saldo de obligaciones negociables (ON) en circulación representaba a abril de 2022 un 0,4% del fondeo total del sistema financiero (1,1% para el subgrupo de entidades que efectivamente tienen ON en circulación).⁷³ Los vencimientos para el segundo semestre de 2022 (estimación a junio de 2022) ascienden sólo a 16% del saldo en circulación de ON del sistema financiero y son mayormente en moneda local (77% de los flujos a pagar son en pesos nominales y en UVA), si bien el saldo de ON del sistema financiero está compuesto por una parte significativa en dólares (72%).⁷⁴ En lo que va del año 9 entidades financieras colocaron ON en el mercado local, por un total equivalente a

67 Para mayor detalle, ver el texto ordenado del [Ratio de Cobertura de Liquidez \(LCR\)](#) y del [Ratio de Fondeo Neto Estable \(NSFR\)](#).

68 El grupo A se conforma por las entidades de mayor tamaño relativo (1% o más del activo del total del sector). Para mayor detalle, ver [Comunicación "A" 7403](#).

69 A nivel agregado el LCR se ubicó en un registro de 2 sobre el cierre del primer trimestre, 0,2 menos que en septiembre y que en marzo de 2021. En términos reales, los fondos líquidos de alta calidad (FALAC, numerador del ratio) se redujeron 6,2% real respecto al último IEF. En la conformación del FALAC, se verificó una mayor participación de los títulos públicos nacionales, en detrimento de los depósitos de las entidades en el BCRA. Por su parte, las salidas netas de fondos (SENT, denominador del ratio) del sector se incrementaron 4,4% real respecto al IEF pasado. Dentro del SENT, en línea con el desempeño mencionado en cuanto al perfil de los depositantes, el fondeo mayorista no garantizado incrementó ligeramente su relevancia en el período, mientras que los depósitos en moneda extranjera perdieron ponderación.

70 El nivel del NSFR se ubicó en torno a 1,9 para el Grupo de bancos A, similar registro al evidenciado 6 y 12 meses atrás. El capital regulatorio resultó el fondeo estable disponible (numerador del ratio) que mayor ponderación ganó en los últimos 6 meses, en detrimento de los depósitos a la vista y a plazo con vencimiento residual inferior a un año. Por su parte, entre los componentes que hacen al fondeo estable requerido (denominador del ratio), en el último semestre a marzo ganaron relevancia los títulos de deuda libre de restricciones que no se encuentran en situación de impago (y que no forman parte de los activos de nivel 1), en tanto que los préstamos libres de restricciones otorgados al sector financiero (con vencimiento menor a 6 meses) redujeron su importancia relativa en el período.

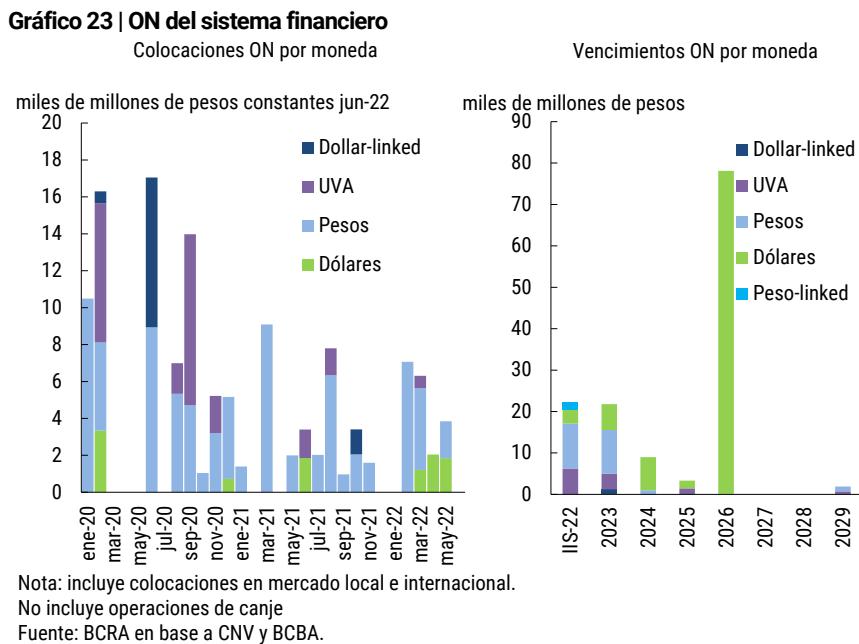
71 Estimado en función de los datos del Régimen Informativo de capitales mínimos (flujos que generarían activos –ingresos– y pasivos –egresos– en moneda nacional por intermediación financiera ponderados por la banda temporal a la que pertenecen y que no están valuados a precio de mercado).

72 Principalmente instrumentos de regulación monetaria del BCRA y títulos públicos nacionales.

73 Para algunas entidades puntuales este ratio presenta valores menos acotados. Del total de 79 entidades, a may-22, solo 17 tienen ON en circulación.

74 Incluyendo tanto instrumentos colocados en mercados locales e internacionales. El resto del saldo está expresado mayormente en pesos nominales (17% del total) o en UVA (9%).

\$17.500 millones (ver Gráfico 23), en un período en el cual vencían ON por \$38.800 millones (tanto en el mercado local como internacional).⁷⁵ En pesos constantes, estas colocaciones fueron 21% mayor al monto observado en igual período de 2021.



Finalmente, a principios de mayo el BCRA dispuso que las entidades financieras no podrán realizar ni facilitar a sus clientes la realización de operaciones con activos digitales,⁷⁶ incluidos los criptoactivos y aquellos cuyos rendimientos se determinen en función de las variaciones que éstos registren (ver Apartado 3). Esta medida procura mitigar las exposiciones a los riesgos asociados a estos activos que podrían impactar tanto sobre las personas usuarias de servicios financieros como sobre el fondeo del sistema financiero.

4. Otros tópicos de estabilidad del sistema financiero

4.1 Entidades financieras sistémicamente importantes a nivel local (DSIBS)

Desde una perspectiva macroprudencial y siguiendo los lineamientos internacionales en la materia, oportunamente el BCRA estableció una metodología para identificar a las entidades sistémicamente importantes a nivel local (DSIBs, por sus siglas en inglés),⁷⁷ asignándoles un tratamiento prudencial especial, que incluye el requisito de un margen adicional de capital (1% de los APR, a integrar con el capital que cuenta con la mejor capacidad para absorber potenciales pérdidas).

75 En lo que va del año no hubo colocaciones de ON de entidades financieras en los mercados internacionales. Tampoco hubo canjes de ON vinculadas a entidades financieras.

76 Para mayor detalle, ver [Nota de Prensa del 5 de mayo de 2022](#).

77 El criterio utilizado para determinar la importancia sistémica de una entidad se basó en su tamaño, grado de interconexión, sustituidabilidad de su negocio y complejidad. Para mayor detalle sobre la metodología empleada consultar [aquí](#).

A abril el peso del grupo de las entidades definidas como sistémicas a nivel local alcanzó 50,4% en términos de activos, 1 p.p. por encima del nivel evidenciado en el IEF pasado. Desde niveles relativamente elevados, los ratios habituales de solvencia para este grupo de entidades aumentaron en comparación con septiembre pasado -variaciones levemente inferiores que las del resto del sistema- y continuó verificándose un cumplimiento pleno del margen de conservación de capital que deben observar todas las entidades, así como del componente adicional específico para entidades sistémicas. Los indicadores de rentabilidad para el acumulado de los últimos 12 meses del grupo DSBIS presentaron niveles por encima del resto del sector, siendo mayores a los verificados en el IEF anterior, aunque menores en una comparación interanual.

En lo que respecta a los indicadores de liquidez de este conjunto de entidades, desde niveles ligeramente más bajos que el resto del sistema, se evidenció un leve incremento en el indicador amplio de las DSIBs -ya sea tanto para las partidas en moneda nacional como extranjera- al comparar con el IEF anterior (ver Tabla 3). Por su parte, en materia de riesgo de crédito, a abril este grupo de entidades presentó: una leve mayor exposición relativa al sector privado que el resto del sistema (apenas superior al registro del IEF pasado), mayores niveles de morosidad del crédito al sector privado que el remanente de entidades (si bien inferiores a los que tenían en el IEF anterior), y una mayor exposición al sector público que el resto del sector (y que en comparación con los registros del último IEF).

Tabla 3 | Principales indicadores de solidez para las entidades DSIBS

| | abr-21 | sep-21 | abr-22 |
|--------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| Liquidez | | | |
| Liquidez amplia (%) | 57,9 | 61,4 | 61,6 |
| En \$ | 51,7 | 55,3 | 56,0 |
| En US\$ | 82,7 | 87,1 | 89,7 |
| Ratio de cobertura de liquidez (1) | 2,1 | 2,2 | 2,0 |
| Ratio de fondeo neto estable (1) | 1,8 | 1,8 | 1,7 |
| Solvencia | | | |
| Integración de capital / APR (%) | 24,7 | 26,0 | 27,0 |
| Integración de capital / Crédito s. priv. neto de prev (%) | 44,3 | 46,5 | 47,3 |
| (Integración de capital - Exigencia) / Crédito s. priv. neto de prev (%) | 30,1 | 32,3 | 33,6 |
| Ratio de apalancamiento (1) | 13,1 | 13,5 | 14,1 |
| Rentabilidad | | | |
| ROE en moneda homogénea (%a.) (2) | 13,7 | 8,1 | 11,6 |
| Crédito al sector privado | | | |
| Exposición bruta / Activos (%) | 33,7 | 33,3 | 33,7 |
| Ratio de IRR (%) | 4,2 | 5,2 | 4,0 |
| Previsiones / Crédito al sector privado (%) | 6,1 | 5,9 | 4,8 |
| Crédito al sector Público | | | |
| Exposición bruta / Activos (%) (3) | 16,5 | 17,6 | 19,2 |
| Posición en moneda extranjera | | | |
| (Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME) / RPC (%) | 16,6 | 14,8 | 18,8 |

(1) En la columna de abr-22 se computa la última información disponible, que corresponde a mar-22 para estos indicadores. Consecuentemente, a fin de efectuar la comparación interanual, en las columnas de abr-21 se computa datos de mar-21. (2) Acumulado 12 meses. (3) Posición en títulos públicos (sin títulos del BCRA) + Préstamos al sector público.

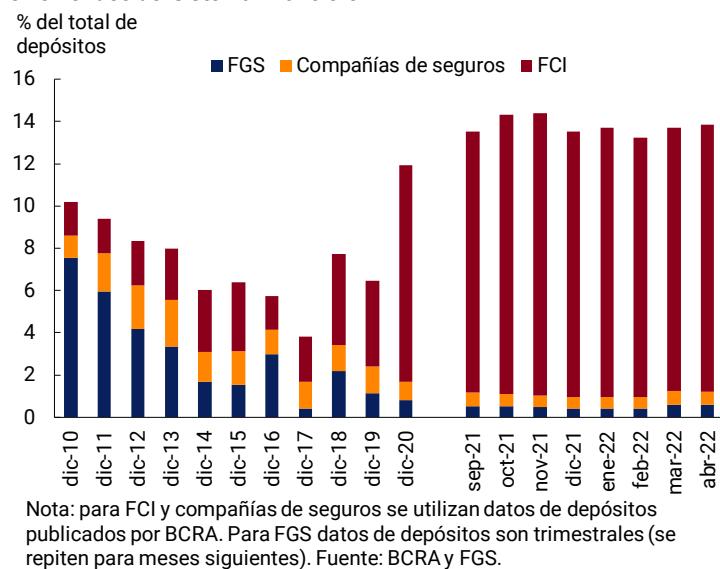
APR: activos ponderados por riesgo; IRR: irregular; ME: Moneda extranjera.

Fuente: BCRA

4.2 Interconexión en el sistema financiero

En relación con el análisis de la interconexión de los inversores institucionales⁷⁸ con el sistema financiero (conjunto de entidades reguladas por el BCRA), los depósitos e inversiones a plazo de los primeros siguen siendo el principal canal de interconexión directa. En los últimos meses se observó un ligero incremento en la ponderación de estos depósitos hasta alcanzar 13,9% del total a abril de 2022 (ver Gráfico 24). Este desempeño se observó para los tres principales inversores institucionales, acompañando el aumento en el valor de las carteras bajo administración. En perspectiva, la ponderación actual de los depósitos de los inversores institucionales en el total del sistema financiero es casi 6 p.p. superior a la del promedio de los 10 años previos, con un peso cada vez mayor de los FCI, en particular de aquellos de mercado de dinero (movimiento observado desde la mitad de la década pasada).⁷⁹

Gráfico 24 | Participación de los depósitos de inversores institucionales en el fondeo del sistema financiero



Haciendo foco en los FCI, el incremento de los depósitos en lo transcurrido del año se dio en sintonía con el del patrimonio bajo administración, que aumentó 2% en términos reales hasta mayo. A diferencia de lo que venía sucediendo en los últimos años, se destacó el alza en los FCI de renta fija, que crecieron 17% en términos reales, mientras que los FCI de mercado de dinero cedieron 6% en términos reales en el mismo período. Los FCI de renta fija (con menor interconexión con el sistema financiero) alcanzan a representar actualmente 42% de la cartera total de la industria, detrás de 44% de los FCI de mercado de dinero (ver Gráfico 25).⁸⁰ Considerando las nuevas suscrip-

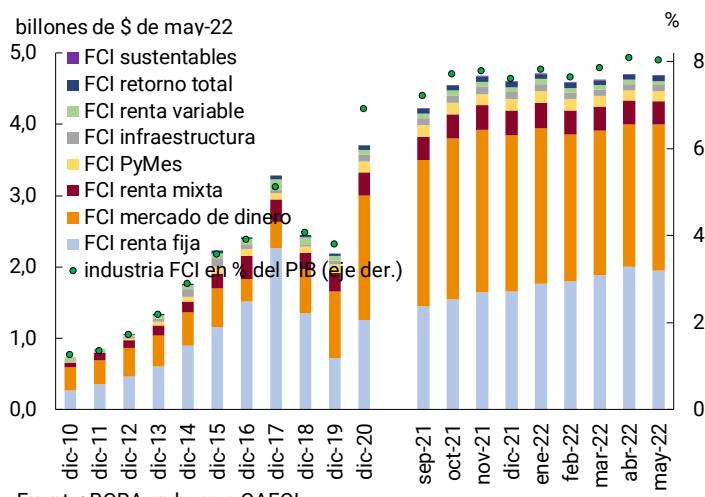
78 En términos del volumen de activos administrados, el inversor institucional más importante a nivel local continúa siendo el Fondo de Garantía de Sustentabilidad, seguido por la industria de los Fondos Comunes de Inversión y por las compañías de seguros. Se destaca no obstante que existen diferencias en cuanto a la forma de valuación de ciertos activos como los títulos públicos, que explican la mayor parte de la cartera considerando la cartera agregada de cada uno de los tres inversores institucionales mencionados.

79 Ver Apartado 5 IEF I-21.

80 En diciembre de 2021 estas ponderaciones eran de 36% y 48%, respectivamente.

ciones netas de rescates hasta fin de mayo, que explicaron cerca del 40% de la variación patrimonial del conjunto de los FCI (siendo lo restante el resultado de las inversiones), más del 90% se dirigió a los fondos de renta fija, mientras que los fondos de mercado de dinero registraron salidas netas.⁸¹ En particular, se destaca que tres cuartas partes de los nuevos flujos hacia FCI de renta fija se direccionaron a los FCI que invierten principalmente en títulos públicos con ajuste CER, en consonancia con la estrategia de financiamiento del sector público nacional y con la demanda de activos que ofrecen esta cobertura.⁸²

Gráfico 25 | Evolución de la industria FCI por tipo de fondo



Fuente: BCRA en base a CAFCI.

Con respecto a la interconexión directa dentro del sistema financiero, se puede analizar la misma mediante el mercado de préstamos interfinancieros no garantizados (mercado de *call*). Si bien se trata de un mercado relativamente pequeño,⁸³ contiene información relevante ya que las entidades financieras lo utilizan para la administración de la liquidez. En este sentido, se observó un incremento en los últimos meses en los montos negociados en promedio por mes (si bien los montos continúan siendo relativamente bajos en términos históricos), al tiempo que las tasas pactadas acompañaron la suba en las tasas de referencia (como la tasa de política monetaria y la BADLAR). En este contexto, a partir de los indicadores estimados con metodología de análisis de red se observa en términos generales una mayor interconexión directa tanto con relación al período previo como interanual.⁸⁴ No obstante, en la mayoría de los casos los indicadores señalan niveles de interconexión menores a los valores promedio de los últimos 10 años.

81 Las cotizaciones de los instrumentos de renta fija verificaron caídas en los precios en mayo, con un incremento en la volatilidad, con impacto en retiros de fondos de la industria en ese mes. Este desempeño se mantuvo en junio. A futuro, el BCRA continuará operando en la curva para garantizar la liquidez de los instrumentos del Tesoro y el sostenimiento de sus precios (como lo hizo en junio) e instrumentará una línea de liquidez, exclusiva para FCI, para títulos de deuda del Tesoro.

82 Considerando la cartera de los FCI de renta fija, la tenencia de deuda del Gobierno Nacional con ajuste CER pasó a 54% del total en mayo de este año, mientras que, como referencia, a diciembre de 2019 ascendía a 4%. A diferencia de los FCI de mercado de dinero, las operaciones a plazo y las disponibilidades (mayormente depósitos en el sistema financiero), representaban a mayo de 2022 sólo 5,2% del total de la cartera de los FCI de renta fija.

83 El monto promedio negociado por día es equivalente a menos de 1% del saldo de los depósitos del sector privado.

84 Desde el segundo semestre de 2021 hasta fin de mayo, aumenta la cantidad de nodos de 57 a 62 (se refiere a las entidades financieras participando en el mercado). La mayor interconexión se observa en indicadores como grado medio simplificado, diámetro, camino más corto y reciprocidad tanto en relación al período previo como en forma interanual. Para la definición de los mismos y de la terminología principal utilizada en análisis de redes ver Apartado 3 del [IEF II-18](#) y sección 4 del [IEF I-19](#).

5. Principales medidas macroprudenciales

Desde la publicación del último IEF el BCRA continuó con el proceso de calibración de su política prudencial, en un contexto en el que paulatinamente fue afianzándose la reactivación y crecimiento económico observado desde 2021, en gran parte dada la progresiva normalización de la movilidad social (ver Sección 1).

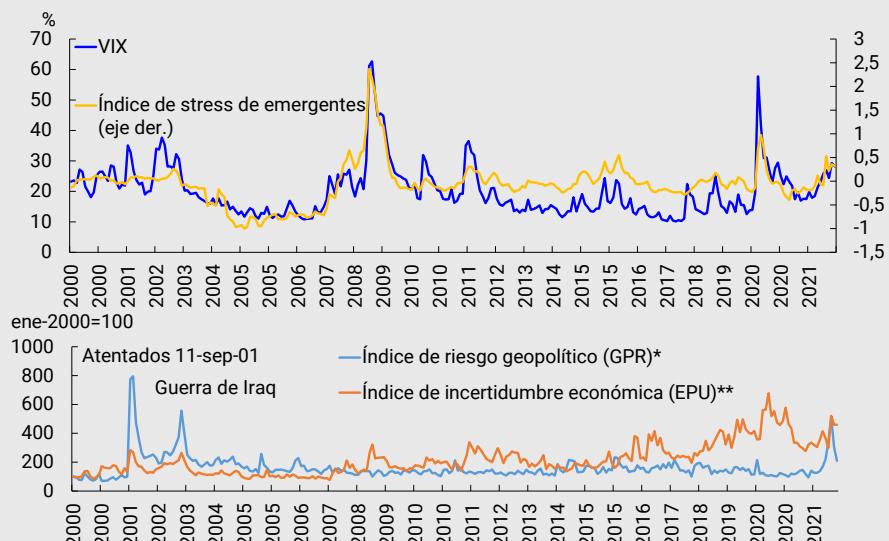
En este escenario, el BCRA orientó su política prudencial a:

- i. Fortalecer el financiamiento a familias y empresas —con particular énfasis en el desarrollo de las MiPyMEs—, sin perder de vista los crecientes desafíos originados en el escenario global de mayores tensiones financieras y geopolíticas (ver Sección 1). Así, en marzo lanzó una nueva edición de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyME (Cupo 2022), con moderados ajustes sobre las tasas de interés nominales dados los cambios implementados en la política monetaria. Por otro lado, ante el aun relativamente débil desempeño de la intermediación financiera, el BCRA decidió ampliar el límite de financiaciones disponible para las grandes empresas exportadoras, al tiempo que se mantuvo sin cambios y en cero (0%) el nivel requerido del Margen de Capital Contracíclico a las entidades;
- ii. Robustecer el ahorro en pesos a plazo en el sistema financiero, implementando ajustes en las tasas de interés mínimas de los depósitos en línea con la evolución de las tasas de política monetaria, al tiempo de generar nuevos incentivos para la constitución de depósitos a plazo de personas con actividad agrícola. Además, el BCRA dispuso que las entidades no puedan realizar ni facilitar a sus clientes la realización de operaciones con activos digitales —incluidos los criptoactivos— (ver Apartado 3), medida que procura mitigar los riesgos a los que podrían quedar expuestas las personas usuarias, a la par de atemperar potenciales vulnerabilidades que podrían generarse sobre el fondeo por depósitos de los bancos;
- iii. Mantener adecuados niveles de capital del sistema financiero: en 2020 y 2021 se suspendió la posibilidad de distribuir dividendos para las entidades financieras, situación que comenzó a normalizarse de forma paulatina a comienzos de 2022. De esta manera se acompaña al proceso de recuperación de la actividad económica después del shock de la pandemia, sin descuidar la capacidad del sistema financiero para afrontar contextos potencialmente adversos como los descriptos en la Sección 3.1, con eventual impacto sobre las familias y empresas;
- iv. Ayudar a aliviar la situación financiera de las empresas, focalizando el accionar en aquellas que aún reciben el impacto del shock de años recientes;
- v. Adecuar las regulaciones cambiarias y sobre entidades para disponer una utilización eficiente de las reservas internacionales, reduciendo la probabilidad de potenciales desequilibrios transitorios en el mercado cambiario.

Apartado 1 / Conflicto entre Rusia y Ucrania y desafíos a la estabilidad financiera mundial

Desde un punto de vista estrictamente financiero, la escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania, además de afectar directamente a las cotizaciones vinculadas a estas dos economías (y a los activos de la región)⁸⁵, generó un contexto de mayor volatilidad a nivel global. Acompañando la suba en el riesgo geopolítico y la incertidumbre económica⁸⁶, se dio un aumento en la volatilidad esperada (ver Gráfico A.1.1). El VIX (volatilidad esperada para acciones de los EE.UU.) pasó de un promedio por debajo de 20% en 2021 a niveles por encima de 30% en la primera quincena de marzo.⁸⁷ Un comportamiento similar mostró el índice de estrés financiero de emergentes elaborado por el Departamento del Tesoro de los EE.UU.⁸⁸

Gráfico A.1.1 | Volatilidad en mercados internacionales



*Mide nivel de riesgos y eventos geopolíticos adversos en base a publicaciones periodísticas.

** Mide nivel de incertidumbre en la política económica en base a publicaciones periodísticas.

Fuente: BCRA en base a Bloomberg y Reserva Federal de EE.UU.

El comportamiento volátil fue particularmente marcado entre los precios de las materias primas. Productos como el petróleo y el gas mostraron picos relativos en sus cotizaciones en marzo y posterior corrección parcial, incorporando lo que podía interpretarse como expectativas de un conflicto relativamente corto. Una tendencia similar se verificó para varios alimentos (granos) y para ciertos metales (como el níquel, cobre y aluminio). Sin embargo, posteriormente los precios de las materias primas retomaron su tendencia alcista, al tiempo que el conflicto se iba estirando en el

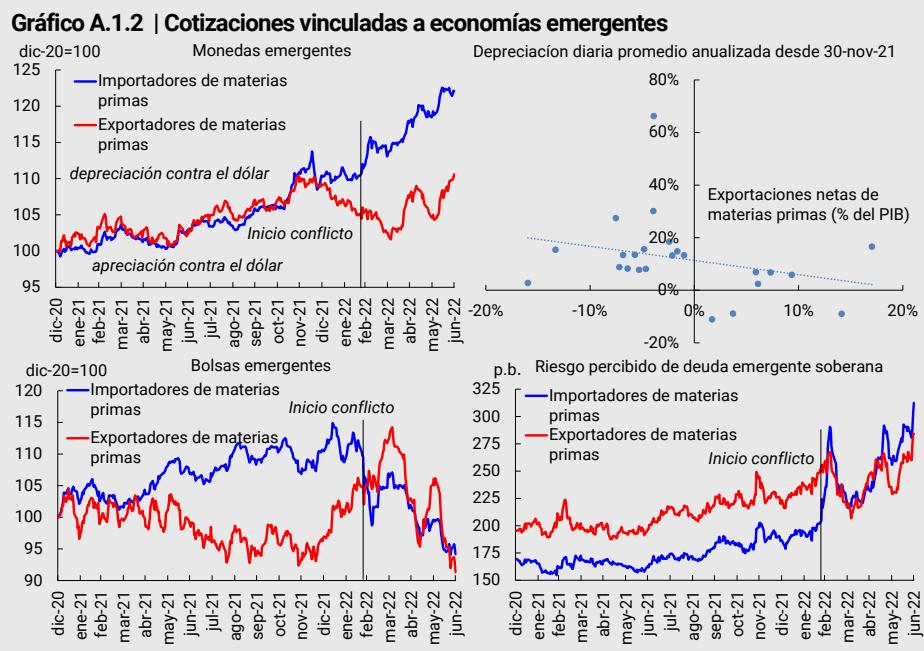
85 En los mercados de monedas el rublo ruso pasó de un valor cercano a 76 unidades por dólar en la primera quincena de febrero a valores cercanos a 140 a principios de marzo, aunque luego recuperó la totalidad del valor perdido, en función de las distintas medidas tomadas por Rusia. En el caso de la moneda ucraniana, el banco central del país estableció una paridad fija frente al dólar desde el inicio del conflicto bélico. Los spreads del EMBI para la deuda rusa y ucraniana saltaron a niveles en promedio cercanos a 3.500-3.700 p.b. en marzo (la liquidez de estos instrumentos sería mucho más limitada). Para más información sobre el impacto del conflicto sobre la economía real, ver últimas ediciones del [Informe de Política Monetaria](#).

86 El índice de Riesgo Geopolítico (GPR) elaborado por la Reserva Federal mostró hacia marzo-abril un salto hasta niveles que no se observaban desde la Guerra con Iraq (2003) y el atentado a las Torres Gemelas (2001). El índice de Incertidumbre respecto a las Políticas Económicas (EPU) creció con fuerza en marzo 2022, aunque se mantiene por debajo de lo observado frente al shock del COVID.

87 Niveles que no se veían desde principios de 2021 (episodio relacionado con el accionar de traders minoristas nucleados en foros de Reddit), pero muy por debajo de los observados en marzo de 2020 (reacción inicial frente al shock de la pandemia).

88 Índice construido en base a 6 variables: spread del EMBI Global, spread del CEMBI, volatilidad implícita monedas emergentes, ratio precios a valor libros del del índice MSCI emergente, volatilidad implícita del petróleo y cotización del oro.

tiempo (con nuevas sanciones a Rusia). Con precios de las materias en alza se intensificó la preocupación preexistente por las presiones inflacionarias a nivel global, acelerando la tendencia a la suba de tasas de interés de política monetaria –y reafirmando las expectativas sobre medidas más restrictivas— tanto entre economías desarrolladas como emergentes. Estos desarrollos (con impacto sobre la actividad económica) explican el deterioro de los mercados financieros a nivel global verificado más recientemente (mayo-junio). Se pasó a monitorear más de cerca la evolución de los mercados de derivados vinculados a materias primas, dado que el comportamiento más errático de las cotizaciones incrementó el riesgo de efectos derrame en función de la dinámica de los márgenes de garantía o debido a pérdidas vinculadas a posiciones especulativas. Hasta el momento estos mercados han funcionado en forma mayormente ordenada.



El contexto de mayor volatilidad, marcados aumentos en los precios de ciertas materias primas y tasas de interés crecientes enfatizaron la tendencia que ya se venía observando hacia una apreciación del dólar contra el resto de las monedas de economías desarrolladas y una suba en los rendimientos de los instrumentos del Tesoro Norteamericano⁸⁹. Hasta el momento no se verificó una búsqueda generalizada y global de liquidez con fines precautorios –como la observada a principios de 2020 ante el surgimiento del COVID– ni movimientos disruptivos entre inversores. Sí se verificó una merma en la demanda de activos de mayor riesgo relativo (aunque no necesariamente como efecto directo del conflicto en Ucrania), con algunas diferencias en el comportamiento por región (como el deterioro más claro entre las bolsas europeas en marzo).

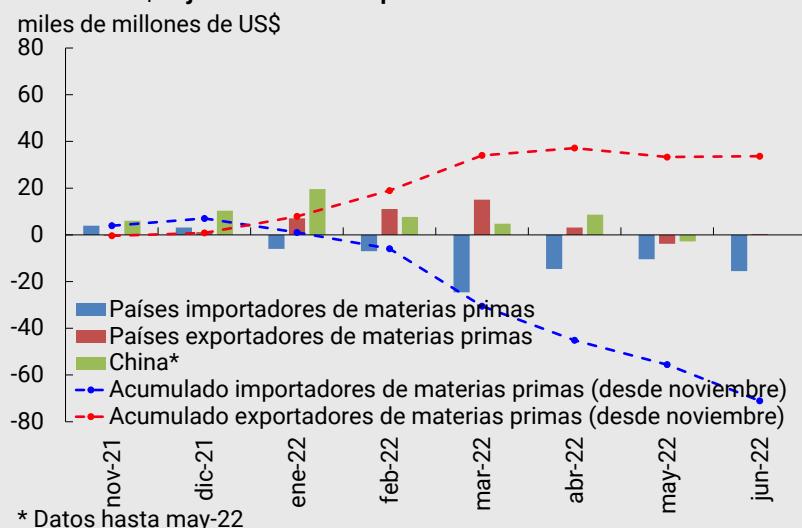
En el caso de los activos de mercados emergentes, las monedas y las bolsas se vieron presionadas a la baja hasta mediados de marzo en el contexto del conflicto bélico, y desde abril en un marco centrado en las expectativas de estanflación en economías desarrolladas. En el caso de los spreads de deuda, los mismos se incrementaron, lo que se sumó las subas de los rendimientos de

89 En el Reino Unido y Alemania también se registraron subas en los rendimientos de bonos soberanos de corto y largo plazo, acompañando subas en la tasa de interés de política monetaria (Banco de Inglaterra) o expectativas de un pronto inicio de un ciclo alcista (BCE).

los instrumentos del Tesoro norteamericano. Se observó una importante heterogeneidad en el comportamiento entre países. Por ejemplo, las acciones y las monedas de economías exportadoras de materias primas⁹⁰ mostraron una mejor performance en marzo que aquellas de economías que importan este tipo de productos (ver Gráfico A.1.2).⁹¹ Para los flujos a fondos especializados en emergentes también se dio un comportamiento diferenciado entre países exportadores e importadores de materias primas (ver Gráfico A.1.3).

El conflicto entre Rusia y Ucrania es un suceso aún en desarrollo que sigue actuando como fuente de incertidumbre. No puede descartarse que pueda volver a gatillar en forma súbita un escenario desafiante en los mercados internacionales, dada la existencia de una serie de vulnerabilidades a nivel global y que podrían terminar interactuando entre sí para amplificar situaciones de tensión.

Gráfico A.1.3 | Flujos hacia fondos especializados en renta variable de EMEs



Fuente: BCRA en base a J.P. Morgan (en base a EPFR)

En este marco, se mantiene el monitoreo del conflicto, su impacto sobre los mercados financieros y los potenciales canales de transmisión. Un enfrentamiento más severo, expectativas de un sesgo restrictivo más agresivo en las políticas monetarias de economías desarrolladas o movimientos desordenados en los mercados de derivados de materias primas (con impacto sobre la demanda de liquidez), podrían afectar en forma significativa el apetito por riesgo entre las y los inversores, afectando a los activos de emergentes. Por otro lado, dadas las sanciones para Rusia podrían verificarse dificultades para el repago de pasivos directa o indirectamente vinculados con ese país, con posible impacto directo entre agentes con alta exposición, una evaluación del riesgo de contraparte de otras economías vinculadas y hasta efectos sobre la deuda emergente en forma más generalizada.⁹² Otros factores mencionables son el impacto de una mayor volatilidad en el mercado de criptomonedas o el riesgo de ciber-ataques más extendidos que afecten el normal funcionamiento de los mercados.

90 Se considera en este Apartado a un país como exportador / importador de materias primas a los que, en base a las estadísticas publicadas por Naciones Unidas, resultan exportadores / importadores netos de este tipo de productos.

91 Mientras que las monedas de los países importadores de materias primas llegaron a depreciarse hasta 4% en promedio tras el inicio del conflicto, las monedas de países exportadores llegaron a mostrar apreciaciones de 3%.

92 Dadas las sanciones vigentes, en junio Rusia terminó incumpliendo el pago en dólares de bonos vencidos. La deuda gubernamental y corporativa rusa fue excluida a fines de marzo de los índices que elabora J.P. Morgan (EMBI+, CEMBI), mientras que MSCI excluyó a Rusia de la categoría de emergente (colocándola en la categoría de *standalone*). Hasta el momento, esto no generó situaciones disruptivas por rebalanceo de cartera. En un contexto de escasa liquidez, el desarme de posiciones se llevaría a cabo de forma paulatina.

Apartado 2 / Riesgo de crédito asumido por las entidades financieras por su exposición a personas deudoras comunes con proveedores no financieros de crédito⁹³

Como se detalló en el Apartado 4 del IEF del primer semestre de 2021, desde la perspectiva del monitoreo macroprudencial, en particular del análisis de las fuentes de vulnerabilidad del conjunto de entidades financieras (EF), resulta pertinente estudiar los canales de interconexión que puedan existir entre éstas y otros conjuntos de agentes económicos, como por ejemplo los proveedores no financieros de crédito (PNF). Se observa que en los últimos años disminuyó la exposición al riesgo de crédito del conjunto de EF a las personas humanas deudoras comunes (PHDC) con PNF. El saldo de crédito en términos reales por persona deudora del grupo de PHDC (en EF y en PNF) se ha reducido en los últimos años, desempeño similar al registrado por el resto de las personas humanas deudoras en EF (exclusivas). No obstante, el saldo de deuda por persona deudora de las PHDC es sustancialmente mayor que el de aquellas exclusivas de EF. Esto se da en un contexto en el que la irregularidad de las primeras es relativamente mayor, sumado al hecho de que la porción de la deuda que toman en PNF ha venido aumentando. A partir de un análisis de sensibilidad (ejercicio hipotético, extremo y poco probable) en el que se supone un eventual deterioro crediticio de las PHDC en las EF, aumentando su nivel de morosidad hasta el presentado en los PNF, no se generaría un impacto significativo sobre la solvencia del sistema financiero en su conjunto, dando cuenta de relativamente alto grado de resiliencia.⁹⁴

Sobre el cierre del primer trimestre de 2022 las EF y los PNF en conjunto canalizaban créditos a más de 17 millones de personas humanas deudoras —PHD—, nivel que ha venido creciendo en los últimos años (ver Gráfico A.2.1), con algunas modificaciones en su composición. Mientras que las PHDC representaban cerca de 25,2% del total a marzo de 2022 (4,3 millones) y el restante 74,8% (12,9 millones) eran exclusivas de EF o de PNF —PHDE—, 4 años atrás las personas comunes representaban 31,1% del total, 5,9 puntos porcentuales adicionales. Más aún, la exposición crediticia del conjunto de las EF a las PHDC fue equivalente a 33,8% del saldo de financiamiento a PH a marzo pasado,⁹⁵ 2,1 p.p. por encima del registro del mismo mes del año anterior y 5 p.p. por debajo de marzo de 2018.⁹⁶ De esta manera, en los últimos años disminuyó la interconexión entre EF y PNF por medio de este canal, indicio de una menor exposición bruta de las EF a la potencial vulnerabilidad asociada a las PHDC.

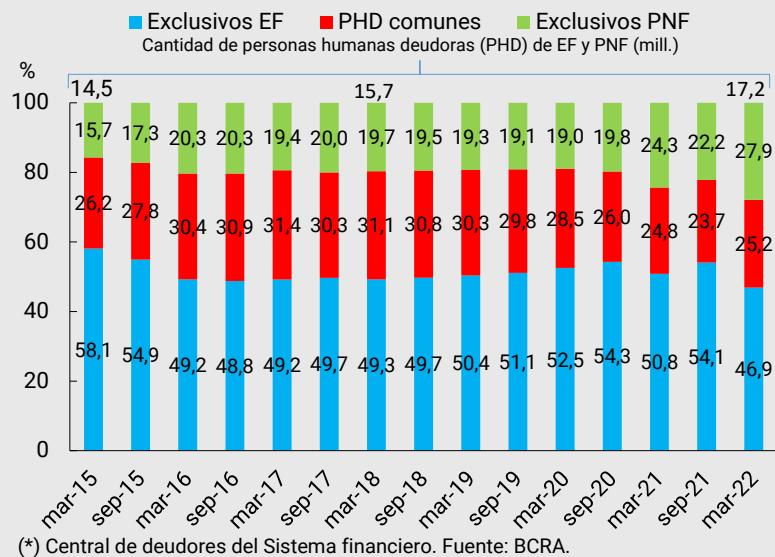
93 Para ver su definición, ver [Texto Ordenado de Proveedores no Financieros de Crédito](#) así como el [Informe de Otros Proveedores de Crédito](#).

94 Para más información ver [Informe de Otros Proveedores No Financieros de Crédito](#) de diciembre 2021.

95 Cabe considerar que existe dispersión en términos de este indicador para las EF. En particular, al ordenar las EF por el nivel del mismo a marzo de 2022, el primer y tercer cuartil de la distribución se ubicaban en 32,1% y 60,6%, respectivamente.

96 Consecuentemente, en este período se incrementó la relevancia de los deudores exclusivos.

Gráfico A.2.1 | Personas humanas deudoras (PHD) en CENDEU (*) – En % del total



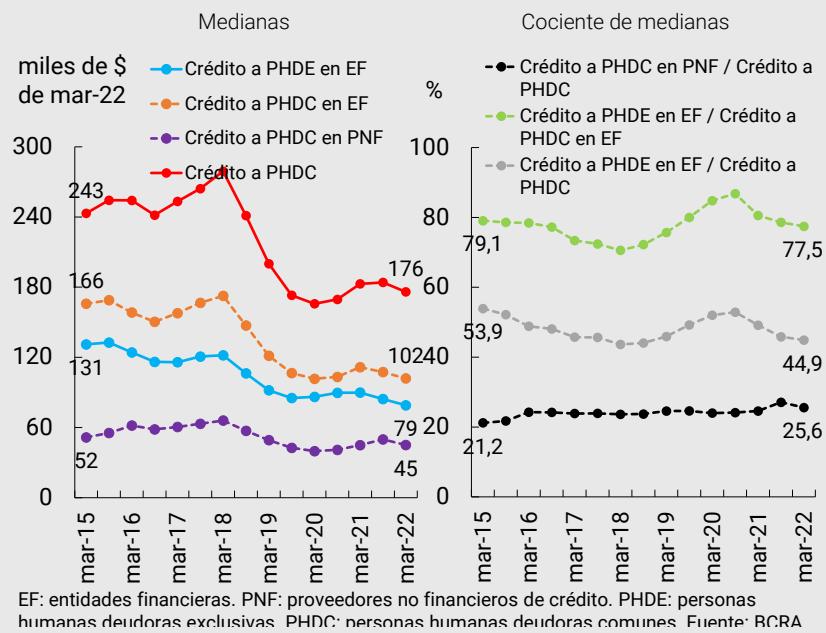
(*) Central de deudores del Sistema financiero. Fuente: BCRA.

De forma complementaria al monitoreo de la cantidad de PHDC y de la exposición que tiene el sistema financiero, resulta relevante hacer un seguimiento del saldo de deuda per cápita de las PHDC para indagar si se verifican niveles excesivos de endeudamiento que podrían estar vinculados a una búsqueda de fuentes adicionales de financiamiento. Así, en los últimos años se observó que el saldo de deuda per cápita en las entidades financieras de las PHDC fue muy superior al de las exclusivas de EF —si bien ambos saldos se redujeron en términos reales a una tasa similar—, en un contexto en que aumentó la importancia relativa de la deuda de PHDC en PNF. A marzo, la mediana del saldo de deuda per cápita de las PHDC ascendía a \$176.000 (en EF y en PNF), mientras que este valor representaba \$79.000 en el caso de aquellas personas humanas exclusivas de EF. La relación actual entre estas medianas se ubica en un nivel similar al registrado hace 4 años, a partir de que ambos saldos de deuda per cápita se han reducido en algo más de 30% real en este período. Por otro lado, puntualmente en el caso de las personas humanas comunes, se produjo cierto incremento en el cociente entre la mediana del crédito per cápita en PNF respecto a aquella del saldo per cápita total a PHDC (25,6% en marzo, ver Gráfico A.2.2). Es decir, las PHDC cada vez toman una mayor parte de su financiamiento en PNF.⁹⁷

Al considerar los indicadores de materialización de riesgo en el conjunto de las EF, se observa que el ratio de irregularidad de las PHDC en EF (5,9%) resulta mayor que el del crédito a las PHDE de EF (2,6%) (ver Gráfico A.2.3). La diferencia relativa entre estos dos indicadores (2,3 veces) se ubica actualmente en niveles similares a los de pre-pandemia (2,1 veces en mar-18), si bien se amplió con respecto al nivel de hace 7 años (1,4 veces). Adicionalmente se verifica que el ratio de irregularidad de las PHDC en PNF (10,4%) es mayor que el que presenta este conjunto de deudores en EF (5,9%), si bien la diferencia relativa entre ambos se redujo en el último año (actualmente es 1,8 veces, mientras que hace 4 años era 2,9).

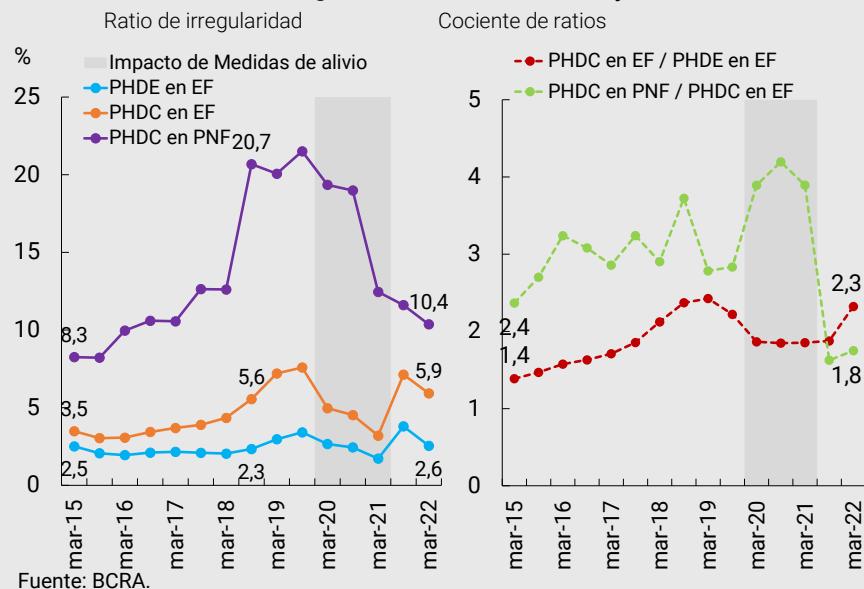
97 Vale aclarar que esto no implica que las PHDC toman el 25,6% de su financiamiento en PNF. El cálculo con medianas es adecuado para dar cuenta de lo que ocurre al interior de las poblaciones sin estar influidos por significativos valores extremos (valores que tendrían un mayor impacto en el caso de los promedios). Si consideramos los promedios, los PHDC toman el 25,1% de su financiamiento en los PNF, 3 p.p. más que hace 4 años. Finalmente, cabe señalar que la información disponible en la Central de Deudores del BCRA no necesariamente refleja el universo completo de PNF. Esta situación depende de los requisitos informativos presentes en las regulaciones vigentes.

Gráfico A.2.2 | Medianas del saldo de crédito per cápita a personas humanas deudoras



EF: entidades financieras. PNF: proveedores no financieros de crédito. PHDE: personas humanas deudoras exclusivas. PHDC: personas humanas deudoras comunes. Fuente: BCRA.

Gráfico A.2.3 | Ratios de irregularidad del crédito a PHD y cocientes de los ratios



Fuente: BCRA.

Del anterior análisis de indicadores de exposición del conjunto de EF a PHDC (moderada y decreciente), del crédito per cápita (también decreciente, con cierto indicio de aumento en la relevancia del endeudamiento de PHDC en los PNF), de materialización de riesgo de crédito de PHDC en EF (con niveles ligeramente crecientes y relativamente mayores de irregularidad en comparación con

PHDE), conjuntamente con las coberturas constituidas el sector y su dinámica reciente (ver Capítulo 2 del IEF), surge que el sistema financiero mantiene su característica de resiliencia frente a este tipo de potencial vulnerabilidad. Para ilustrar complementariamente este último punto, puede efectuarse un ejercicio de sensibilidad (hipotético, extremo y poco probable) tendiente a dimensionar la magnitud de eventuales shocks sobre las PHDC y evaluar la importancia relativa de las coberturas que tiene disponible el conjunto de EF. Por ejemplo, si: (i) suponemos que migra a una situación de no pago el saldo de las PHDC que están regulares en EF, pero que tienen deudas irregulares en otras EF y/o en los PNF;⁹⁸ y (ii) se considera que el previsionamiento de esta parte de la cartera es actualmente de sólo 1% en las correspondientes EF (por estar en situación “normal” en EF); entonces se generaría un impacto de sólo 4% del capital regulatorio agregado.

En el marco del monitoreo macroprudencial, el BCRA continuará analizando estos y otros conjuntos de conjuntos de deudores (así como fuentes de interconexión entre actores económicos financieros) siempre que considere que puedan aportar a una mejor evaluación de las fuentes de vulnerabilidad para el sistema financiero.

98 Esta situación la cumple el 12% de las PHDC, que tienen un saldo regular en EF equivalente al 11% del total de las PHDC en EF.

Apartado 3 / Criptoactivos. Algunos desarrollos recientes y principales implicancias

Los avances tecnológicos combinados con el cambio de las preferencias de los usuarios llevan a que los participantes del sector financiero se desenvuelvan en un entorno dinámico. Entre los desarrollos recientes más relevantes se encuentran los criptoactivos, los cuales implican potenciales beneficios y riesgos⁹⁹. Ante este escenario, los reguladores han tendido a enfocar sus esfuerzos en fortalecer las herramientas de monitoreo, así como en alertar al público sobre los riesgos de operar con ellos. Los mercados de criptoactivos han evolucionado rápidamente en el pasado reciente en términos de su nivel de capitalización (ver Gráfico A.3.1, panel A). Sin embargo, de acuerdo con la última evaluación de riesgos del FSB¹⁰⁰, pese a su evolución reciente, los criptoactivos siguen representando una pequeña porción de los activos totales del sistema financiero global (aproximadamente 1%). Asimismo, las conexiones directas entre los criptoactivos y las instituciones financieras, si bien están creciendo, se mantienen limitadas, y los episodios de volatilidad no se han extendido a los mercados e infraestructuras financieras tradicionales. Los criptoactivos no se utilizan de forma generalizada en los servicios financieros críticos, incluidos los pagos¹⁰¹. Los episodios de tensión observados recientemente parecen reforzar estos mensajes clave¹⁰².

En la actualidad no existe una clasificación universalmente aceptada de criptoactivos. Sin embargo, se observa un creciente consenso a nivel de algunas jurisdicciones y organismos encargados de establecer estándares (*Standard-Setting Bodies –SSBs–*) en torno a la aplicación de un enfoque funcional, considerándolos como instrumentos que se pueden utilizar con propósitos de pago, con fines de inversión o para el acceso exclusivo a un servicio o plataforma digital. Los desarrollos recientes sugieren una clasificación complementaria, que diferencia entre los criptoactivos de primera generación, esto es, aquellos instrumentos sin valor intrínseco ni una entidad centralizada que respalde su emisión y circulación ('unbacked crypto-assets', por ej., bitcoin), de aquellos que, aún sin valor intrínseco, cuentan con algún mecanismo explícito de estabilización tendiente a mantener su valor con respecto a otros activos, comúnmente conocidos como *stablecoins*¹⁰³. Como resultado, un criptoactivo tiende a ser caracterizado como una representación digital de valor de carácter privado¹⁰⁴, cuyo valor depende de la oferta y demanda de mercado. Por el lado de la oferta, su valor se asocia al uso de la criptografía y la tecnología DLT y, por el lado de la demanda,

99 Para un detalle del funcionamiento de la tecnología de registros distribuidos (DLT) asociada a los criptoactivos ver, por ejemplo, Apartado "Criptoactivos: innovación tecnológica y estabilidad financiera" del IEF II-18.

100 FSB (2022a), ["Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets"](#).

101 Se destaca, sin embargo, la dificultad de evaluar los puntos de inflexión dada la rápida evolución de estos mercados y las brechas de datos (*data gaps*) existentes, que dificultan la evaluación del alcance del uso de los criptoactivos en el sistema financiero limitando así la evaluación de los riesgos por parte de las autoridades.

102 Los precios de los criptoactivos y disminuyeron drásticamente durante mayo 2022, llevando el tamaño global del ecosistema a un nivel similar al de febrero de 2021. La venta masiva estuvo vinculada a eventos al interior del ecosistema, en particular, el colapso de TerraUSD/Luna, la mayor stablecoin basada en algoritmos. Para más detalles sobre las vulnerabilidades estructurales del ecosistema de criptoactivos, ver, por ejemplo, BIS (2022), ["Annual Economic Report 2022"](#).

103 A la luz de las tensiones recientes, los mecanismos de estabilización de estos instrumentos han revelado serias limitaciones. Para más información sobre las *stablecoins*, ver BCRA (2019), ["Informe de Estabilidad Financiera"](#), Segundo semestre.

104 Los criptoactivos no deben ser confundidos con la versión digital del dinero del banco central. Al respecto, ver Katz (2022), ["¿Qué es el Dinero Digital de Bancos Centrales \(CBDC\)? Una introducción a sus principales características, oportunidades y riesgos potenciales"](#).

a las creencias por parte de sus tenedores de que vaya a cumplir funciones financieras tradicionales en el futuro¹⁰⁵.

Los riesgos originados en los criptoactivos que son de interés para la estabilidad financiera son todos aquellos que, mediante algún canal de transmisión, puedan terminar convirtiéndose en fuentes de riesgo financiero sistémico. A continuación, se evaluarán una serie de vulnerabilidades asociadas a riesgos a nivel de las entidades individuales. Luego, se describirán los posibles canales de transmisión asociados a riesgos a nivel agregado (FSB 2018¹⁰⁶)¹⁰⁷.

El riesgo de liquidez podría materializarse en un escenario de alta adopción con sustitución de los depósitos bancarios. Esta situación reduciría la capacidad del sistema financiero para obtener fondeo. El riesgo de mercado podría materializarse en caso de que una entidad asumiera una exposición a criptoactivos en su hoja de balance y, posteriormente, su precio disminuyera en moneda local. El riesgo de crédito podría observarse en caso en que los tenedores de criptoactivos no pudieran atender sus obligaciones crediticias a raíz de la elevada volatilidad de estos instrumentos (ver Gráfico A.3.1, panel B), afectando a las entidades financieras con exposiciones en su hoja de balance. Otros riesgos relevantes desde el punto de vista del análisis de estabilidad financiera emergen de la infraestructura tecnológica subyacente, como la posibilidad de pérdidas financieras ocasionadas por disruptiones operacionales y/o ataques cibernéticos. Asociado a estos aspectos, muchas actividades en entornos DLT (por ejemplo, la “minería” de criptoactivos) se concentran en un número relativamente pequeño de agentes, situación que podría tener implicancias para la integridad del mercado.

La materialización de riesgos financieros, operacionales y/o cibernéticos en el ecosistema de criptoactivos puede mermar la confianza del público (FSB 2018). La confianza es un aspecto esencial en el contexto de los criptoactivos, dado que su prevalencia como instrumento de pago depende de que los individuos que participan del sistema confíen en su utilidad. Finalmente, los riesgos originados en estos mercados podrían transmitirse al sistema financiero en el contexto de crecientes interconexiones con las entidades reguladas. La evolución reciente en la correlación entre los rendimientos de bitcoin y el SP500 sugiere un contexto de interconexiones crecientes (ver Gráfico A.3.1, panel C).

Los riesgos mencionados tienen el potencial de afectar la estabilidad financiera si se convierten en una fuente de riesgo sistémico en un contexto de alta adopción. Por ejemplo, en caso de que se incremente significativamente el nivel de adopción de los criptoactivos como reserva de valor, especialmente los de primera generación, cualquier variación significativa de precios podría afectar a sus tenedores (efecto riqueza). Adicionalmente, podría producirse un proceso de sustitución en-

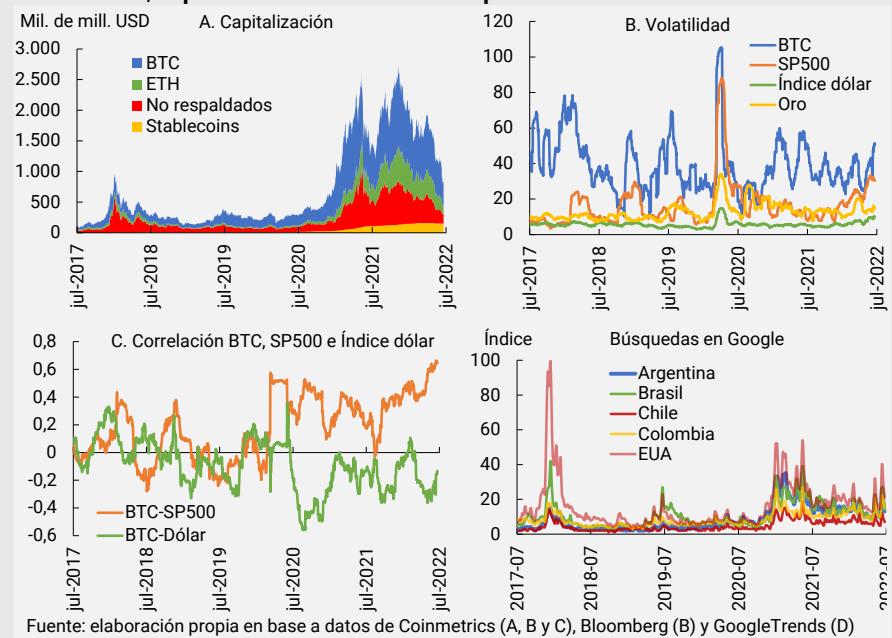
105 Para el caso de los criptoactivos con pretensiones de pago, la creencia debería estar asociada a la posibilidad que los criptoactivos vayan a funcionar como medio de pago y como reserva de valor. Para una referencia sobre el valor de los criptoactivos y las creencias asociadas ver, por ejemplo, Garrat & Wallace (2016), [*“Bitcoin 1, Bitcoin 2, ... : An experiment in privately issued outside monies”*](#).

106 FSB (2018), [*“Crypto-asset markets: Potential channels for future financial stability implications”*](#).

107 Prácticamente la totalidad de literatura asociada a criptoactivos y estabilidad financiera tiene como referencia a los países avanzados. Con la excepción de trabajos del IMF sobre pagos transfronterizos y sustitución monetaria ([IMF 2020, 2021](#), [FSB 2020](#), [He et al 2022](#))..

tre criptoactivos y moneda de reserva que puede afectar el nivel y la volatilidad del tipo de cambio¹⁰⁸. Este posible incremento en el nivel de adopción como reserva de valor puede ser significativo en economías emergentes¹⁰⁹.

Gráfico A.3.1 | Capitalización de mercado de criptoactivos



Los riesgos podrían verse amplificados en el caso que se incremente su adopción, en el largo plazo, para pagos y compensaciones. La función de pagos se encuentra asociada a las stablecoins mientras que la actividad de compensación se puede vincular a los criptoactivos de primera generación, en función de las ventajas ofrecidas por la tecnología DLT en términos de resiliencia operacional. Este incremento en la adopción podría generar un proceso de sustitución entre criptoactivos, dinero del banco central y depósitos bancarios. Se podría reducir así la tenencia de circulante y los depósitos en moneda doméstica, debilitando el rol de los bancos en el proceso de intermediación financiera. Esto tendería a reducir el control de la autoridad monetaria sobre la liquidez de la economía, debilitando así la efectividad de la política monetaria al afectar sus canales de transmisión. Adicionalmente, este proceso de sustitución podría dificultar la gestión del tipo de cambio.

En el contexto de las actividades de monitoreo, una herramienta para contar con una primera aproximación sobre el grado de interés del público consiste en relevar la evolución de las búsquedas en Internet de términos vinculados al ecosistema¹¹⁰. De manera preliminar, tanto a nivel global como a nivel local, se estima que el interés relativo en los criptoactivos se ha incrementado a fines

108 Ver, por ejemplo, Giupponi, E. (2022). Activos digitales y estabilidad financiera. Riesgos de un incremento en la demanda de bitcoin sobre la volatilidad del tipo de cambio en Argentina, UCEMA.

109 FSB (2020), *"Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements"*; ver, también, IMF (2021), *"Global Financial Stability Report October 2021"*.

110 Los datos se obtienen a partir de la plataforma Google Trends. La información corresponde a un índice del número de búsquedas de una palabra clave (Choi y Varian 2009, 2011) y no a volúmenes de búsqueda en sí. Para un detalle metodológico ver *"Herramientas de Big Data: ¿Podemos aprovechar Google Trends para pronosticar algunas variables macro relevantes?"*, Blanco, 2014, XLIX Reunión Anual AAEP.

de 2020 y comienzos de 2021 para luego disminuir durante el año 2022 (ver Gráfico A.3.1, panel D). Estas aproximaciones permiten conjeturar cierto grado de asociación entre el grado de interés global y doméstico que trasciende el contexto idiosincrático de cada economía¹¹¹.

En cuanto a los desarrollos regulatorios, en el pasado reciente se observa cierta intensidad a nivel foros y SSBs en la evaluación y el abordaje de los posibles beneficios y riesgos para la estabilidad financiera global de los mercados de criptoactivos¹¹². En este contexto, el FSB se encuentra avanzando en sus tareas de monitoreo¹¹³ y en el abordaje de las implicancias regulatorias y de supervisión de las *stablecoins*, así como de los criptoactivos de primera generación y el segmento DeFi¹¹⁴. Entre los SSBs, se destacan los avances en el tratamiento prudencial de las exposiciones en criptoactivos por parte de bancos¹¹⁵, el análisis de los desafíos de implementación de los estándares en materia AML/CFT¹¹⁶ y en el entendimiento del segmento DeFi¹¹⁷. A nivel de las jurisdicciones individuales, la atención regulatoria ha distado de ser homogénea, en parte reflejando los desafíos que implica el abordaje regulatorio y de supervisión de los criptoactivos. Por su parte, el BCRA se encuentra llevando adelante actividades de monitoreo a fines de avanzar en el entendimiento de los casos de uso para los criptoactivos a nivel doméstico. En este marco, en conjunto con la CNV, en mayo de 2021 publicó una alerta¹¹⁸ donde se destacan, entre otros elementos, la elevada volatilidad de estos instrumentos, los riesgos asociados a las disruptpciones operacionales y ciberataques, riesgos ML/FT, así como el potencial incumplimiento a la normativa cambiaria y la ausencia de salvaguardas previstas por la regulación vigente. Recientemente, el BCRA ha decidido que las entidades financieras bajo su regulación no podrán participar (directa o indirectamente) en la oferta de criptoactivos¹¹⁹, procurando mitigar los riesgos que las actividades con estos instrumentos representan tanto para los usuarios como para el conjunto del sistema financiero.

111 Para contar con una estimación alternativa de la evolución del mercado de criptoactivos a nivel local ver, por ejemplo, [Coindance](#). Para realizar una estimación por operador local, ver los datos publicados mediante APIs de los operadores locales. Es importante notar que estas fuentes de datos no implican representatividad respecto al universo de datos.

112 G20 (2022), "[Comunicé FMCBG Meeting February 2022](#)".

113 FSB (2022a).

114 FSB (2022b), "[FSB Work Programme for 2022](#)". DeFi refiere las denominadas finanzas descentralizadas (*decentralised finance*), que es un segmento emergente consistente en un conjunto de mercados y productos financieros alternativos que operan a través de los denominados "contratos inteligentes" construidos sobre la base de la tecnología DLT.

115 BCBS (2022), "[Prudential treatment of cryptoasset exposures - second consultation](#)".

116 FATF (2021), "[Second 12-Month Review of Revised FATF Standards - Virtual Assets and VASPs](#)".

117 IOSCO (2022), "[IOSCO DeFi Report](#)".

118 BCRA, CNV (2021), "[Alerta del BCRA y la CNV sobre los riesgos e implicancias de los criptoactivos](#)".

119 BCRA (2022), "[El BCRA desalienta la oferta de criptoactivos a través del sistema financiero](#)".

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> | NOTALIQ: Notas de Liquidez del BCRA |
| BCRA: Banco Central de la República Argentina | OCDE: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico. |
| BID: Banco Interamericano de Desarrollo | ON: Obligaciones negociables |
| BIS: <i>Bank for International Settlements</i> | OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo |
| BoE: <i>Bank of England</i> | ORI: Otros resultados integrales |
| CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires | p.b.: Puntos básicos |
| CAFCI: Cámara Argentina de FCI | p.p.: Puntos porcentuales |
| Call: Tasa de interés de las operaciones del mercado interfinanciero no garantizado | PEN: Poder Ejecutivo Nacional |
| CCP: <i>Central Counterparty</i> (Contraparte Central) | PGNME: Posición Global Neta de Moneda Extranjera |
| CDS: <i>Credit Default Swaps</i> | PIB: Producto Interno Bruto |
| CEMBI: <i>Corporate Emerging Markets Bond Index</i> | PN: Patrimonio Neto |
| CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia | PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas |
| CNV: Comisión Nacional de Valores | REM: Relevamiento de Expectativas del Mercado |
| COVID-19: Coronavirus disease 2019 | ROA: Rentabilidad en términos de los activos |
| DSIB: <i>Domestic Systemically Important Banks</i> | ROE: Rentabilidad en términos del patrimonio neto |
| ECAI: <i>External Credit Assessment Institution</i> | ROFEX: <i>Rosario Futures Exchange</i> (Mercado a término de Rosario) |
| ECB: <i>European Central Bank</i> | RPC: Responsabilidad Patrimonial Computable |
| ECC: Encuesta de Condiciones Crediticias | S&P: <i>Standard and Poor's</i> (Índice de las principales acciones en EEUU por capitalización bursátil) |
| EEUU: Estados Unidos | s.e.: Serie sin estacionalidad |
| EFNB: Entidades Financieras No Bancarias | SEFYC: Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias |
| EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica | SGR: Sociedad de Garantía Recíproca |
| EMBI+: <i>Emerging Markets Bond Index</i> | TCR: Tipo de cambio real |
| FCI: Fondos Comunes de Inversión | TM20: Tasa de interés por depósitos a plazo fijo de 20 o más millones de pesos o dólares. |
| Fed: Reserva Federal de EEUU | TN: Tesoro Nacional |
| Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EEUU | TNA: Tasa Nominal Anual |
| FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad | TO: Texto Ordenado |
| FMI: Fondo Monetario Internacional | Trim.: Trimestral / Trimestre |
| FSB: <i>Financial Stability Board</i> | UE: Unión Europea |
| i.a.: Interanual | US\$: Dólares Americanos |
| IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales | UVA: Unidad de Valor Adquisitivo |
| IEF: Informe de Estabilidad Financiera | UVI: Unidad de Vivienda |
| INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos | Var.: variación |
| IPC: Índice de Precios al Consumidor | VIX: volatilidad del S&P 500 |
| IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor | WTI: <i>West Texas Intermediate</i> |
| IPOM: Informe de Política Monetaria | |
| IVA: Impuesto al Valor Agregado | |
| LCR: Ratio de Cobertura de Liquidez (siglas en inglés) | |