

# **Informe de Estabilidad Financiera**

**Junio de 2023**



**BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA**

# Informe de Estabilidad Financiera

## Junio de 2023

## 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 2023.*

*Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 28 de junio de 2023.*

## Contenido

- Pág. 5 | Síntesis ejecutiva
- Pág. 7 | 1. Contexto internacional y local
- Pág. 15 | 2. Principales fortalezas del sistema financiero frente a los riesgos enfrentados
- Pág. 21 | 3. Fuentes de vulnerabilidad y factores específicos de resiliencia del sistema financiero
- Pág. 35 | 4. Otros tópicos de estabilidad del sistema financiero
- Pág. 38 | 5. Principales medidas macroprudenciales
  
- Pág. 41 | Apartado 1 / Instrumentos financieros de economías emergentes y potencial efecto contagio de los problemas de bancos en economías desarrolladas
- Pág. 45 | Apartado 2 / Finanzas sostenibles y emisión de bonos en economías emergentes y en Argentina
- Pág. 48 | Apartado 3 / Finanzas sostenibles: avances recientes en Argentina
- Pág. 51 | Apartado 4 / Criptoactivos. Algunas implicancias macrofinancieras en economías emergentes
- Pág. 54 | Apartado 5 / Financiaciones hipotecarias en UVA a personas humanas: exposición del sistema financiero y situación crediticia
  
- Pág. 56 | 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](mailto: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 un contexto desafiante tanto a nivel local como internacional, durante el primer semestre de 2023 el sistema financiero argentino continuó mostrando un importante grado de resiliencia. Esto estuvo apuntalado por sus elevados niveles agregados de liquidez y solvencia y acotadas exposiciones a riesgos, permitiendo así desarrollar con normalidad sus funciones de intermediación de recursos financieros con empresas y familias, como de provisión de servicios de pago.

En términos del escenario local, tras crecer a lo largo de 2021, 2022 y durante el primer trimestre de 2023, las perspectivas para la economía argentina se encuentran condicionadas para los próximos meses. La sequía de principios de año que impactó sobre el nivel de exportaciones, los incrementos en la tasa de inflación, la necesidad de mayor prudencia fiscal (en el marco del programa con el FMI), así como la volatilidad que suele acompañar los procesos de elecciones presidenciales, son algunos de los factores que afectan el desempeño económico. Por su parte, los mercados financieros locales continúan evidenciando un comportamiento mixto. El Tesoro Nacional siguió financiándose a través del mercado local, al tiempo que se realizaron varios canjes de deuda para despejar los vencimientos en pesos en el corto plazo. En lo que respecta al financiamiento del sector privado a través del mercado de capitales, en los primeros meses de 2023 se verificó un incremento en los montos en términos reales.

El contexto internacional continúa complejo, principalmente en función del ciclo de subas en las tasas de política monetaria a nivel global y la incertidumbre respecto a su duración e intensidad. Tras años con tasas de interés bajas y amplia liquidez en los mercados internacionales, el nuevo contexto implica factores de riesgo que pueden combinarse con las diversas vulnerabilidades que fueron acumulándose en este período previo. El episodio de caída de bancos en economías desarrolladas observado en marzo de este año y la tensión global por el potencial de contagio percibido (incluyendo a los activos de economías emergentes), dan cuenta del tipo de desafíos que podrían enfrentarse en el futuro cercano.

De esta manera, los riesgos asociados al contexto externo siguen mostrando particular relevancia, sobre todo teniendo en cuenta que más recientemente las expectativas en los mercados internacionales han vuelto a enfocarse en la posibilidad de futuras subas en las tasas de interés en economías desarrolladas, con potencial impacto sobre el crecimiento esperado. Este contexto externo más adverso presiona además sobre las perspectivas respecto a la economía local. Así podrían materializarse escenarios de mayor riesgo, con impacto sobre la evolución de la actividad a nivel local y/o sobre el comportamiento de los mercados financieros, condicionando la evolución de la intermediación financiera.

Desde la publicación del IEF anterior la actividad de intermediación viene observando un moderado desempeño, con ligera reducción del saldo de crédito bancario al sector privado en términos reales y con incrementos del fondeo mediante depósitos en pesos, fundamentalmente a plazo de empresas y familias. Cabe considerar que a fin de promover condiciones de estabilidad monetaria y financiera, el BCRA continuó implementando subas en las tasas de interés de referencia, al tiempo que siguió manteniendo una administración prudente de los agregados monetarios y realizando operaciones de mercado abierto, además de perfeccionar la normativa cambiaria para lograr una asignación más eficiente de las divisas. A esto se le sumó más recientemente la renovación del swap de monedas con China, que facilita el uso del RMB como moneda de intercambio para el comercio exterior, y permite ampliar las herramientas disponibles para preservar la estabilidad financiera.

El balance integral entre las fuentes de vulnerabilidad y los factores de resiliencia (fortalezas) del sistema financiero local se estima que presentó una ligera mejora con respecto a la evaluación presentada en el IEF anterior de fines de 2022. La misma estuvo fundamentalmente asociada al acrecentamiento de los márgenes agregados de cobertura —liquidez y solvencia— del conjunto de entidades, en un marco general de exposiciones a riesgo que se mantienen relativamente acotadas.

Desde niveles comparativamente bajos el sistema financiero mantuvo un patrón decreciente en su exposición al riesgo de crédito del sector privado. El saldo de crédito al sector privado se ubicó en poco más de 27% del activo del conjunto de entidades financieras, cayendo con respecto al IEF anterior y manteniéndose por debajo del promedio de los últimos 10 años. El indicador de materialización del riesgo de crédito —la irregularidad del financiamiento bancario al sector privado— se mantuvo sin cambios significativos en los últimos seis meses (en torno a 3,2%). Esta potencial vulnerabilidad del sistema se mantendría como la más relevante en términos relativos para lo que resta de 2023, en tanto la capacidad de pago de las personas deudoras se vea afectada por la verificación de alguno de los factores de riesgo mencionados. No obstante, el sistema financiero presenta niveles elevados (y crecientes) de previsionamiento y de capital. Además, en el comienzo de 2023 el sector privado mantuvo moderados niveles de endeudamiento y de carga financiera de su deuda.

Otra fuente de vulnerabilidad para el sistema proviene del moderado desempeño de la intermediación local de fondos observado en meses recientes. Frente a esto, cabe remarcar los esfuerzos impulsados desde el BCRA con su política crediticia, haciendo énfasis en la canalización de recursos hacia las MiPyMEs a través de la renovación de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP). Además, el sistema financiero mantuvo indicadores positivos de rentabilidad en la primera parte del año, situación acompañada por la política macroprudencial del BCRA que procura sostener los niveles de solidez agregada.

Las condiciones del fondeo y la exposición al riesgo de liquidez del sistema financiero constituyen otra potencial fuente de vulnerabilidad. Cabe considerarse que el saldo real de los depósitos del sector privado en pesos aumentó en los últimos seis meses, consolidándose como la principal fuente de fondeo del sector. Los depósitos a plazo impulsaron este desempeño, en línea con las subas de las tasas de interés mínimas dispuestas por el BCRA. En un contexto de pocos cambios, en los últimos meses hubo señales mixtas desde los indicadores de exposición al riesgo de liquidez agregado. Se mantuvo relativamente estable el nivel de la volatilidad promedio de los depósitos en pesos, con un leve alargamiento de su madurez promedio —siguiendo la mayor ponderación de las colocaciones a plazo—, mientras se observó un ligero aumento en la concentración de las colocaciones. Eventuales episodios de volatilidad en los mercados financieros podrían tener un efecto sobre la demanda y/o composición de los depósitos, implicando desafíos para la actividad del sector. Frente a esto, el sistema financiero sostiene elevados y crecientes indicadores de liquidez, manteniéndose por encima del promedio de los últimos 10 años (a marzo el ratio amplio de liquidez totalizó 77,2% de los depósitos, siendo 53,7% para promedio de los últimos 10 años), con un cumplimiento holgado de los requisitos mínimos normativos con fines prudenciales (incluyendo los incorporados a partir de las recomendaciones internacionales surgidas en el Comité de Basilea).

Durante los próximos meses el BCRA seguirá monitoreando el desempeño del sistema financiero desde las perspectivas micro y macroprudencial, tomando las acciones de política que sean necesarias para promover las condiciones de estabilidad financiera. Esta política activa, en el marco del importante grado de solidez señalado del sistema financiero, será de especial relevancia ante un escenario global esperado de mayor incertidumbre de cara al cierre de 2023.

## 1. Contexto internacional y local

Desde la publicación del último IEF (diciembre 2022) se mantuvo un escenario complejo, como consecuencia del presente ciclo de políticas monetarias contractivas a nivel mundial y la incertidumbre en torno al mismo. El impacto de este sesgo de política sobre el crecimiento global (con perspectivas débiles para lo que resta de 2023 y mayores riesgos a la baja) se suma a la existencia de otros factores condicionantes.<sup>1 2</sup> En este sentido, el contexto de mayores tasas de interés en las economías desarrolladas comenzó además a generar situaciones desafiantes, dada su interrelación con vulnerabilidades gestadas con posteridad a la crisis financiera internacional con pico en 2008-2009. En los últimos meses –con pico en marzo– se evidenciaron señales de tensión financiera, reflejando la preocupación por los potenciales efectos derrame de la caída de varios bancos medianos en Estados Unidos y de una entidad grande en Europa. La pronta respuesta de los hacedores de política permitió que el impacto de los temores respecto a la salud del sector bancario en economías desarrolladas fuese acotado. Las preocupaciones respecto al potencial contagio de los problemas en bancos de economías desarrolladas inyectaron incertidumbre respecto al presente ciclo de subas en las tasas de interés (con impacto cambiante sobre las expectativas en torno a su duración y su intensidad), en un contexto en el cual persisten las presiones inflacionarias a nivel global.<sup>3</sup> Dado que más recientemente el foco vuelve a estar en los futuros incrementos esperados en las tasas de interés, no se descarta la posibilidad de que en los próximos meses se verifiquen nuevas manifestaciones de la interacción entre vulnerabilidades existentes y las condiciones financieras más restrictivas, con impacto generalizado en los mercados, afectando también a las economías emergentes (ver Apartado 1).

En los mercados financieros internacionales este panorama se tradujo en comportamientos cambiantes en las principales variables en lo que va del año. Se verificó una mayor volatilidad y búsqueda de refugio en activos considerados más seguros, con impacto acotado en el tiempo (aunque se mantiene un contexto de cautela).<sup>4</sup> Los rendimientos de los instrumentos del tesoro norteamericano muestran cambios mixtos en lo que va del año (subas a 2 años y mermas a 10 años), dada la incidencia de varios factores. Estos incluyen las subas más acotadas de las tasas de interés de los principales bancos centrales de economías desarrolladas (ver Gráfico 1), la búsqueda de refugio en activos de menor riesgo relativo en marzo y, más recientemente, el renovado foco en las posibles subas de tasas de interés en el futuro. Sin embargo, la curva de rendimientos se mantiene invertida para los EEUU (situación en general asociada a la probabilidad de que se verifique una recesión). El dólar acumula en 2023 una depreciación de 1% respecto al resto de las principales

1 Como los asociados a cuestiones geopolíticas (por ejemplo, temores respecto a un eventual recrudecimiento del conflicto bélico en Ucrania). El factor de riesgo asociado a la pandemia del COVID-19 (con efecto sobre las cadenas internacionales de suministros) ha ido perdiendo fuerza. La reapertura de las fronteras de China tuvo un impacto favorable sobre su crecimiento económico en 2023, aunque esta recuperación podría desacelerarse (por ejemplo, por incertidumbre respecto a la situación del mercado inmobiliario en ese país).

2 A esto se le adicionó, más recientemente, la incertidumbre en torno a las negociaciones respecto al techo de la deuda pública en los Estados Unidos (con logro de un principio de acuerdo a fines de mayo).

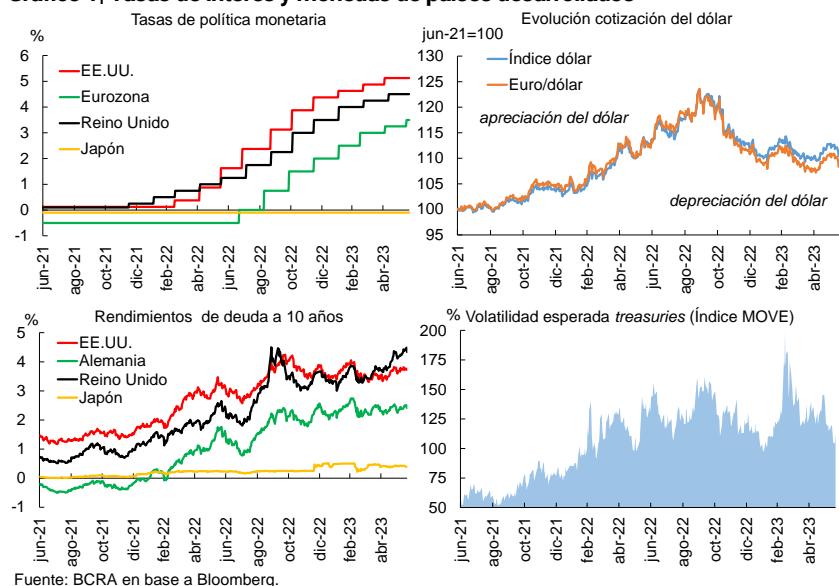
3 Si bien los precios de las materias primas muestran en general una tendencia a la baja en lo que va de 2023 (acompañando la incertidumbre respecto al crecimiento), con mermas en la cotización del petróleo (casi 15% para el WTI) y el gas (60%), mientras que los principales granos (soja, maíz, trigo) evidencian caídas en sus cotizaciones en un rango de 3%-9%. Las cotizaciones mencionadas en esta sección son con cierre estadístico el 23 de junio.

4 El VIX (volatilidad esperada para las acciones del S&P norteamericano, usualmente considerada una buena aproximación del apetito por riesgo a nivel global) promedia en lo que va del año un valor menor al del segundo semestre de 2022.

monedas, tras mostrar diversos cambios en su evolución durante el período. Entre los activos de mayor riesgo relativo, las bolsas de economías desarrolladas registran rendimientos positivos para el acumulado en 2023 (pese a haber registrado mermas de consideración a mediados de marzo).

Los comportamientos cambiantes en los mercados internacionales afectaron también a las cotizaciones de activos de economías emergentes, que acumulan variaciones mixtas en 2023. Las bolsas de emergentes computan desde fin del año pasado un resultado de casi 5% en dólares según el MSCI (16% en el caso de América Latina), en un contexto en el cual –de acuerdo con el índice EMCI– las monedas emergentes acumulan una ligera depreciación contra el dólar (aunque se da una revalorización de más de 9% en el caso del real brasileño). Para la deuda soberana, la sobre-tasa del EMBI se amplió casi 10 p.b. en lo que va del primer semestre de 2023 (aunque para América Latina se da una ligera merma). Esto se dio en un período en el cual los fondos de inversión especializados en emergentes contabilizaron entradas netas, en buena parte debido a los flujos hacia fondos de renta variable, sobre todo en el primer bimestre.<sup>5</sup> En efecto, a mediados de marzo se verificaron salidas, mientras que las entradas posteriores fueron por montos en promedio mucho más acotados a los observados en enero y febrero. Más recientemente, en mayo volvían a computarse flujos negativos transitoriamente.

**Gráfico 1| Tasas de interés y monedas de países desarrollados**

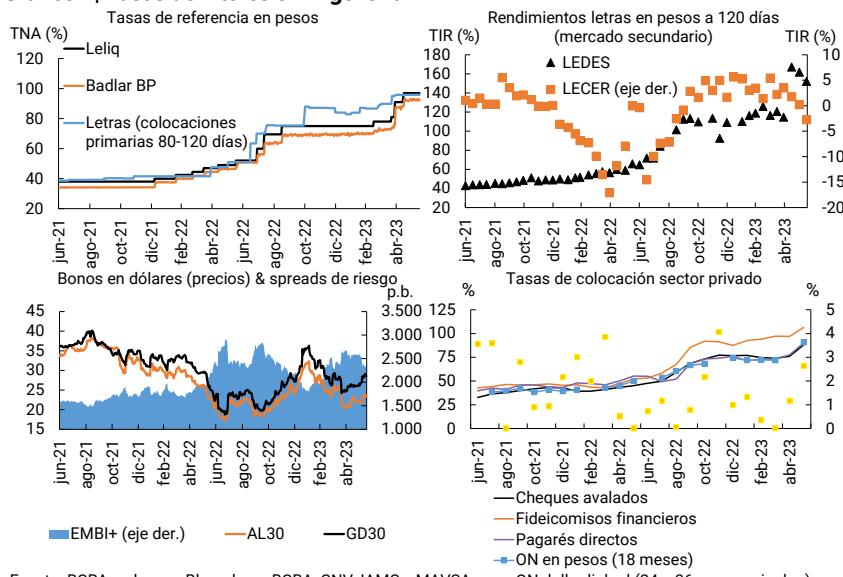


En lo que refiere al contexto local, tras haberse resentido la actividad económica durante el cuarto trimestre de 2022 (reflejando el impacto directo de la caída superior al 40% en la cosecha de trigo respecto de la campaña previa, junto con la retracción de la construcción, el comercio y algunas ramas industriales), durante el primer trimestre de 2023 se registró una suba de 0,7% trimestral s.e. En la comparación interanual la actividad económica creció 1,3% en mar-23 y 1,5% en el primer trimestre, sosteniéndose un buen ritmo de creación de empleos. De todas formas, las expectativas de crecimiento están en la actualidad condicionadas por diversos factores. A la mayor incertidumbre en el plano internacional se le suman los efectos de la sequía (con impacto sobre el nivel de

5 Los fondos de renta fija acumulan salidas en lo que va de 2023.

actividad, el comercio externo y la dinámica de las reservas internacionales), los incrementos observados en la tasa de inflación durante los primeros meses del año, los esfuerzos para lograr una mayor prudencia fiscal (en el marco del programa con el FMI) y la volatilidad típicamente asociada a las elecciones presidenciales.<sup>6</sup> En este contexto, y para preservar la estabilidad monetaria y financiera, el BCRA implementó subas adicionales en las tasas de interés de referencia (con distintos incrementos en la tasa de interés de política monetaria desde fines de marzo, ver Gráfico 2) y siguió manteniendo una administración prudente de los agregados monetarios. Con respecto a la política de crédito dirigida a MiPyMEs del BCRA, la principal herramienta siguió siendo la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP) (ver Recuadro 1), que fue renovada, con una nueva base para el cálculo del cupo. En referencia a los mercados financieros, el BCRA continuó realizando operaciones de mercado abierto para promover una mayor liquidez, profundidad y transparencia de los mercados de deuda soberana. Por último, en materia cambiaria el Banco Central continuó adaptando el ritmo de depreciación de la moneda doméstica con el objetivo de preservar los niveles de competitividad externa y perfeccionando la normativa cambiaria para lograr una asignación más eficiente de las divisas.<sup>7</sup> A esto se le sumó la renovación y la solicitud de ampliación del swap de monedas con China.<sup>8</sup>

**Gráfico 2| Tasas de interés en Argentina**



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

En el primer semestre el Tesoro Nacional llevó a cabo tres canjes en el mercado local de capitales (el último en junio) para ordenar el perfil de los vencimientos de los servicios de la deuda en pesos<sup>9</sup>, con el objetivo de generar una mayor certidumbre y contribuir al fortalecimiento de la estabilidad

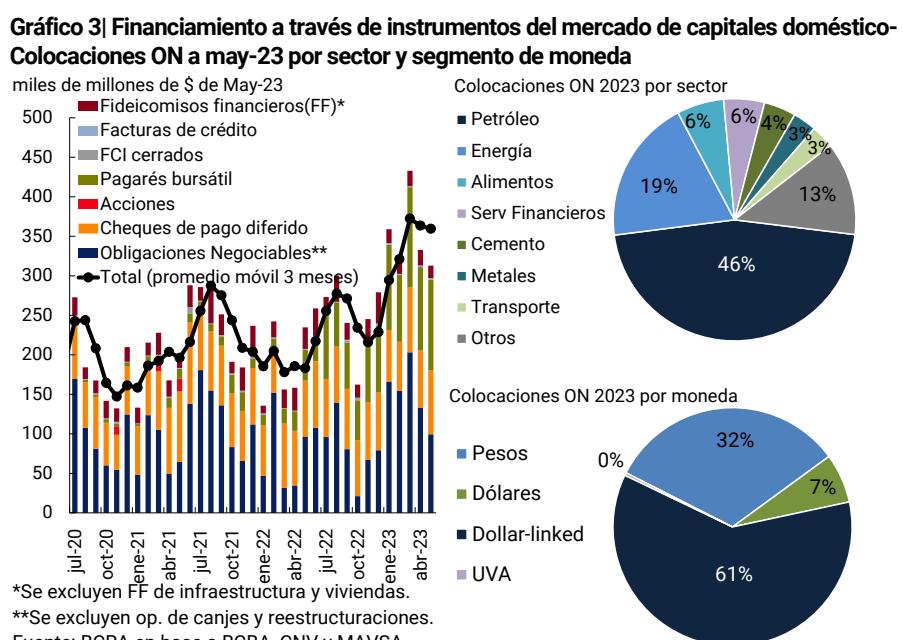
6 Para mayor información sobre la evolución del nivel de actividad y un panorama de las políticas aplicadas, ver última edición del [Informe de Política Monetaria](#).

7 En igual sentido, a partir de mayo la CNV dispuso la implementación de nuevos límites para las operaciones de compra-venta de títulos públicos argentinos, nominados y pagaderos en dólares.

8 La disponibilidad del swap de monedas con el Banco del Pueblo de China permitió un crecimiento de las operaciones comerciales cursadas en monedas locales, hasta alcanzar pagos por CNY 6.878 millones (equivalentes a USD 966 millones) en el transcurso del año. La utilización de yuane en el comercio fue de CNY 1.075 millones en mayo y de CNY 5.277 millones hasta el 23 de junio inclusive, mostrando la rápida aceptación entre los agentes económicos.

9 Se realizaron tres canjes, en enero, marzo y junio de 2023, para refinanciar los vencimientos del primer, segundo y tercer trimestre, respectivamente. Se logró así una reducción en los vencimientos más próximos y un alargamiento en el perfil general de vencimientos (por ejemplo, a través de la entrega de bonos duales y de bonos con CER).

financiera.<sup>10</sup> Así, en lo que va del año el Tesoro obtuvo un financiamiento neto positivo a través de las subastas realizadas, con una tasa de refinanciamiento (neta del efecto de los canjes implementados) que cayó respecto al segundo semestre de 2022. El nuevo financiamiento se concentró en letras ajustables por CER (LEDES), seguidas por bonos (duales) y por letras en pesos nominales (LEDES).<sup>11</sup> Para las letras en pesos nominales<sup>12</sup> se dio un incremento en las tasas de interés de colocación (acompañando las subas en las tasas de referencia). El ascenso de las tasas en el mercado primario fue acompañado por mayores rendimientos en el mercado secundario. Para instrumentos en pesos nominales se acumulan subas en los rendimientos de casi 40 p.p. en promedio en lo que va del año, mientras que la curva de instrumentos en pesos ajustables por CER revirtió la inversión que mostraba a fines de 2022 (los instrumentos más cortos evidenciaron una contracción significativa en sus rendimientos, que pasaron a ser negativos). También se registró una ampliación de rendimientos para la curva en dólares (pese a la mejora de precios observada desde mayo), que sigue presentando una pendiente negativa.<sup>13</sup>



El monto de financiamiento al sector privado a través del mercado de capitales local (incluyendo, entre los principales instrumentos, obligaciones negociables –ON– sin considerar canjes, pagarés, cheques de pago diferido y fideicomisos financieros) creció en los primeros cinco meses del año (ver Gráfico 3). El mencionado incremento se da tanto para igual cantidad de meses previos (con aumento de 44% en términos reales) como interanualmente (90% real), aunque los flujos implicados en lo que va del año siguen representando menos de 2% del PIB. La mejora contra igual período de 2022 estuvo mayormente explicada por la recuperación observada para las operaciones de ON<sup>14</sup>

10 A fines de marzo se anunció, además, la intención de avanzar en el reordenamiento de los vencimientos en moneda extranjera intra-sector público.

11 Considerando las licitaciones hasta la del 14 de junio, inclusive.

12 LEDES, el instrumento más representativo a comienzos de año (si bien luego fueron acotando su ponderación sobre el total).

13 La ampliación en los rendimientos para los bonos más cortos es de 10 p.p. (de 2 p.p. en promedio para el resto de la curva), en base a cotizaciones del mercado local.

14 En comparación con un período de bajo dinamismo.

(con ponderación de 43% sobre los flujos totales en 2023 hasta la fecha) y por el crecimiento del segmento de pagarés (hasta explicar 31% de los montos totales en lo que va del año, ver Recuadro 2). Entre las ONs, siguen destacándose las colocaciones de sectores de petróleo y energía (65% de los montos colocados en el período), incluyendo algunas operaciones de bonos verdes (ver Apartado 2).<sup>15</sup> En términos de moneda, las operaciones vinculadas al dólar (*dollar-linked*) siguen predominando: explican más del 60% del monto total de ON colocado en lo que va de 2023 (28% del saldo total de ON a mayo de 2023), similar al nivel observado en el IEF previo. Las operaciones vinculadas al dólar fueron por un plazo promedio de 45 meses en el período analizado, por encima del plazo observado para las operaciones en pesos nominales (17 meses).<sup>16</sup> A su vez, el costo de financiamiento tendió a incrementarse para la generalidad de los instrumentos, acompañando a la evolución de las tasas de referencia.

Los vencimientos de ON para el segundo semestre ascienden a US\$780 millones para instrumentos en moneda extranjera (con 88% de este monto dado por bonos con legislación extranjera) y más de \$230.000 millones para la deuda pagadera en pesos (incluyendo bonos en pesos nominales, *dollar-linked* y en UVA). Estos montos representan cerca de 5% del saldo de ON en dólares y 10% del saldo de ON pagaderas en moneda local. Mientras los principales vencimientos en dólares corresponden a los sectores de petróleo, energía y telecomunicaciones, para la deuda pagadera en moneda local los vencimientos no están concentrados en términos sectoriales (si bien sobresalen también los del sector petróleo y en menor medida les siguen telecomunicaciones, energía y servicios financieros).

---

15 En lo que va de 2023 se dieron adicionalmente rescates de bonos en circulación por un total de casi \$99.000 millones, por parte de 7 empresas de diversos sectores (incluyendo construcción, energía y alimentos).

16 Las colocaciones en pesos nominales explicaron 32% del total colocado de ON en enero-mayo (6% del saldo total de ON).

## Recuadro 1 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP)

La Línea de financiamiento para la inversión productiva (LFIP) continuó consolidándose como el principal programa de estímulo crediticio, otorgando facilidades especiales para las MiPyMEs.<sup>17</sup> El saldo estimado de la LFIP totalizó \$1,4 billones a marzo de 2023, representando 13,4% del crédito total al sector privado (+1,5 p.p. con respecto al nivel de un año atrás) y casi un cuarto del crédito a las empresas (+1,8 p.p. i.a.). Considerando la distribución por entidad del ratio entre el saldo estimado de LFIP y el crédito total al sector privado, en una comparación interanual aumentó la cantidad de bancos con un cociente superior a 18%, explicando este conjunto casi la mitad del saldo de este programa (ver Gráfico R.1.1).

A marzo de 2023 cerca de un tercio del saldo de la LFIP se encontraba canalizado a personas deudoras de la industria, seguidas por el comercio (26%) y la producción primaria (22%), manteniéndose sin cambios de magnitud respecto al último IEF.

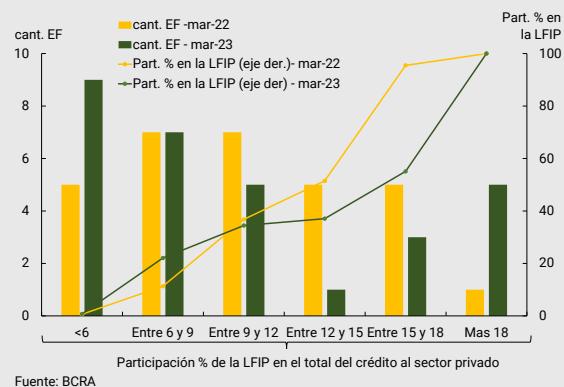
El ratio de irregularidad de la LFIP alcanzó 0,7% en el cierre del primer trimestre del año,<sup>18</sup> manteniéndose sin cambios significativos respecto al IEF anterior y muy por debajo del nivel para las financiaciones totales a las empresas (3,2%) y a familias (3,3%).

En particular, el ratio de irregularidad del conjunto de las personas deudoras con crédito LFIP que ya tenían financiamiento bancario antes de su lanzamiento (fines de 2019)<sup>19</sup> observó un descenso desde 2,1% a 0,7% en casi tres años y medio. Estos niveles de morosidad se encuentran muy por debajo de los verificados en el agregado de empresas no participantes de la LFIP y presentes en el sistema financiero en el mismo período (9,7% a diciembre de 2019 y 6,6% a marzo de 2023). Por su parte, se estima que a marzo cerca de 19.200 personas deudoras que no contaban con financiamiento bancario en diciembre de 2019 accedieron a la LFIP,<sup>20</sup> registrando una morosidad de 1,2% del saldo (+0,7 p.p. con relación al nivel de septiembre de 2022).

Se estima que el número de personas empleadas por los sujetos de crédito que accedieron a la LFIP representó 22,8% del total de las personas asalariadas del sector privado,<sup>21</sup> aumentando 2,2 p.p. con respecto al nivel del último IEF. Las firmas con financiamiento a través de la LFIP y cuya actividad principal es la industria concentraron casi el 37% de las personas trabajadoras en dicho sector; seguidas por las empresas de la rama de la construcción con el 31,5%.

**Gráfico R.1.1 | Línea de Financiamiento para la inversión productiva de MiPyMEs (LFIP)**

Distribución entre entidades



Fuente: BCRA

17 A principios de marzo de 2023 el BCRA decidió prorrogar hasta el 30 de septiembre de este año la LFIP. Para más información ver [Nota de prensa](#) del 9/3/23 y la Comunicación "A" [7720](#).

18 Al diferenciar por sectores económicos, en marzo el ratio de irregularidad de las personas deudoras de la LFIP se ubicó en: 0,6% para aquellas vinculadas con la industria, 0,4% para el comercio y 0,8% para la producción primaria.

19 Este conjunto se compone de 99.577 personas deudoras (es decir, 82% de las 120.881 personas deudoras en el marco de la LFIP a marzo de 2023) y mantienen un saldo de crédito cercano a \$3,1 bill. en el sistema financiero (del cual, un 41% se explica por LFIP).

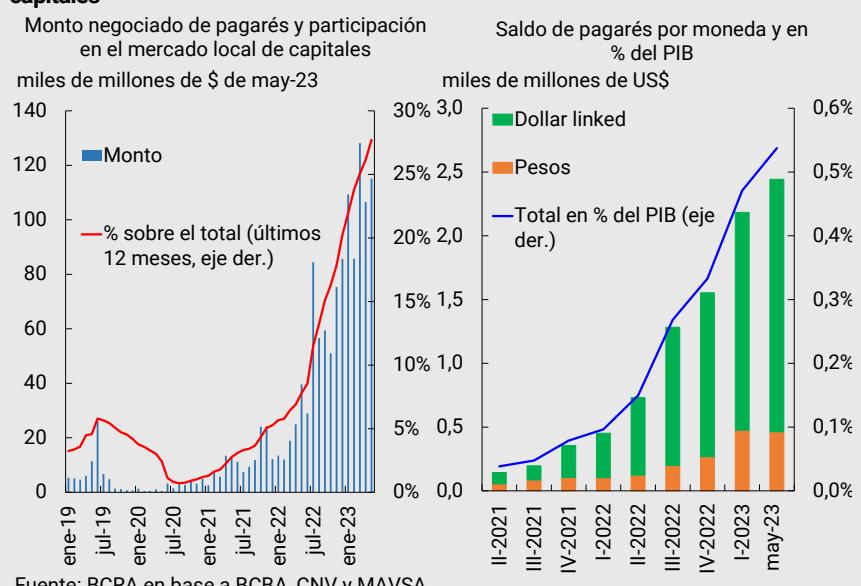
20 Estas personas deudoras explican 6,6% del saldo estimado de LFIP a marzo de 2023.

21 Datos a febrero de 2023 del [Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad social](#).

## Recuadro 2 / Financiamiento en el mercado de capitales local a través de pagarés bursátiles

Los pagarés bursátiles se consolidan como el segundo instrumento más relevante de financiamiento en el mercado local de capitales (por detrás de las obligaciones negociables), explicando casi un tercio del total en lo que va de 2023. En el primer semestre estos instrumentos continuaron con la dinámica positiva que se observó en particular desde 2021 y 2022 (ver gráfico R.2.1). Este crecimiento se dio en un contexto marcado, entre otros hitos, por la habilitación del segmento directo de negociación<sup>22</sup> y por el lanzamiento de diferentes cambios regulatorios.<sup>23</sup>

**Gráfico R.2.1| Evolución del saldo de pagarés y participación en el mercado local de capitales**



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

El pagaré bursátil es, junto con los cheques de pago diferido (CPD), una de las principales herramientas de financiamiento para PYMEs en el mercado de capitales local. De hecho, el crecimiento de los pagarés se vio acompañado por una reducción en la participación de los CPD (que venía siendo el principal instrumento PYME).<sup>24</sup> Sin embargo, las condiciones de emisión muestran diferencias entre ambos instrumentos. En contraste con los CPD, que sólo se emiten en pesos, las emisiones de pagarés bursátiles pueden ser en pesos o denominados en dólares pero pagaderos en moneda local al tipo de cambio oficial al vencimiento. Esta última variante (segmento dollar-linked), representa el 63%

22 En junio del 2020 se habilita el segmento directo, sumándose al ya existente segmento avalado. Los pagarés que se negocian en el segmento avalado cuentan con garantías de sociedades de garantía recíproca (SGR), mientras que aquellos que se negocian en el segmento directo no cuentan con dichas garantías (aunque existe la modalidad de pagaré directo garantizado por medio de títulos públicos o privados, FCIs o plazos fijos). En lo que va de 2023 el segmento directo de negociación representa el 90% del total negociado en pagarés.

23 Por ejemplo, en 2021 la [RG 902](#) de la CNV redujo el plazo mínimo de los pagarés a 15 días, a la vez que redujo el monto mínimo de colocación a \$5.000 (con anterioridad eran 90 días y \$100.000, respectivamente). También otorgó la facultad a los mercados de poder fijar el tipo de cambio para los pagarés emitidos en moneda extranjera. Se incorporó además la posibilidad de que los pagarés sean emitidos a favor de un tercero y endosados para su negociación en mercados autorizados.

24 Frente al crecimiento señalado de la negociación de pagarés (en los primeros 5 meses del año la participación de este instrumento en el total de financiamiento obtenido a través del mercado local de capitales se incrementó a 31% frente a 12% en el mismo periodo del año previo), en los primeros 5 meses del año participación de los CPD se redujo al 21% del total frente a 37% en el mismo periodo de 2022.

del total del financiamiento a través de pagarés bursátiles en lo que va de 2023 y cerca del 80% del saldo total estimado para este instrumento<sup>25</sup>. En este sentido, en términos de sectores, los pagarés bursátiles negociados son emitidos principalmente por empresas del rubro agrícola, aunque también son relevantes los de empresas del sector energético<sup>26</sup>.

Asimismo, en lo que va del año se observan diferencias sustanciales en cuanto al monto promedio por colocación, ubicándose en torno a \$60 millones para el caso de los pagarés y cerca de \$3 millones para los CPD. Con respecto a los plazos de colocación, los pagarés bursátiles pueden ser emitidos con un plazo máximo de hasta 3 años (contra el plazo máximo de 1 año para la emisión de CPD). En la práctica, el plazo promedio de colocación en los pagarés se ubica en lo que va de 2023 en torno a 300 días para los instrumentos dollar-linked, mientras que para el segmento en pesos el plazo promedio se sitúa en 100 días (contra 80 días para los CPD). En el margen, tanto para los pagarés en pesos como para los CPD, se evidencia en el 2023 una reducción en el plazo promedio, en comparación con el año previo.

A pesar del crecimiento observado, el saldo de pagarés bursátiles se estima en un total equivalente a US\$2.400 millones a mayo de 2023, que representa aproximadamente 0,5% del PIB (frente a US\$730 millones en el mismo periodo del año previo, o 0,15% del PIB). Por su parte, el saldo de CPD se ubicó en igual fecha en el equivalente a US\$760 millones (0,17% del PIB), en comparación con US\$950 millones en el mismo periodo del 2022 (0,19% del PIB).

Se destaca que el incremento en la negociación de pagarés bursátiles se da en un escenario de mayor ponderación de estos instrumentos en la cartera de los inversores institucionales. Por ejemplo, en el caso de los fondos comunes de inversión (FCIs), en mayo los pagarés representaron el 1,8% del total de activos de dichos inversores (lo que representa el 31% del saldo total de pagarés bursátiles en circulación), mientras que un año atrás dicha participación era de 0,8%.<sup>27</sup> De la tenencia de pagarés de FCI, 54% corresponde a FCI de renta fija (en cuya cartera los pagarés tienen una ponderación de 3%) y 30% a FCI PYME (representan 20% de la cartera de estos fondos, cuando un año atrás la ponderación en los FCI PYME era de 10% y en 2021 era de 6%).

---

25 Los datos concernientes a la operatoria de pagarés bursátiles se calculan a partir de las bases que publica Mercado Argentino de Valores (MAVSA).

26 Considerando las empresas emisoras y analizando los pagarés de mayor monto (hasta explicar 90% del total emitido en 2023).

27 En contraste, la participación de los CPD se redujo del 1,8% al 1,3% de la cartera total de los FCI en mismo periodo.

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

En un contexto internacional y local desafiante el sistema financiero ha mostrado un importante grado de resiliencia, manteniendo el normal desempeño de sus operaciones en el comienzo de 2023. En el marco del sistema normativo prudencial vigente, los márgenes de coberturas constituidos por el conjunto de entidades —por ejemplo, en términos de liquidez, previsiones y capital— frente a los riesgos asumidos se mantuvieron relativamente elevados respecto de años anteriores y en comparación con otros sistemas financieros, siendo uno de los principales rasgos de fortaleza del sector. Otras fortalezas del sistema se definen a partir del sostenimiento de una moderada exposición al riesgo de crédito al sector privado, así como de una baja importancia relativa de créditos y depósitos en moneda extranjera en la hoja de balance agregada. A continuación se repasan estos aspectos y en las próximas secciones se consideran con mayor detalle, conjuntamente con atributos adicionales frente a las potenciales fuentes de vulnerabilidad del agregado de entidades.

**Tabla 1 | Principales indicadores de solidez del sistema financiero**

	Sistema financiero			EFB públicas			EFB privadas nacionales			EFB privadas extranjeras			EFNB		
	mar-22	sep-22	mar-23	mar-22	sep-22	mar-23	mar-22	sep-22	mar-23	mar-22	sep-22	mar-23	mar-22	sep-22	mar-23
<b>Liquidez</b>															
Ratio de cobertura de liquidez (1)	2,0	2,0	2,3	1,7	1,9	2,2	2,0	1,9	2,2	2,4	2,3	2,6	-	-	-
Ratio de fondeo neto estable (2)	1,9	2,0	2,0	1,7	1,9	1,9	2,1	2,1	2,0	1,9	2,2	-	-	-	-
Liquidez amplia / Depósitos (%)	66,7	72,3	77,2	59,4	66,1	74,0	70,4	77,9	79,6	73,2	76,0	79,5	53,6	66,1	71,5
En \$	62,5	68,6	74,6	56,7	64,2	73,5	65,7	73,3	75,6	67,8	70,7	75,2	39,7	55,9	64,9
En US\$	89,1	95,7	92,2	74,8	79,7	77,6	100,0	111,5	104,0	95,3	100,3	97,1	282,2	246,9	198,7
<b>Solvencia</b>															
Integración de capital / APR (%)	27,6	28,6	31,4	26,9	25,7	29,1	30,1	32,3	34,5	26,2	29,0	31,6	21,6	20,5	21,6
Integración de capital ordinario nivel 1 / APR (%)	26,2	27,4	30,4	26,3	25,1	28,6	27,8	30,4	32,8	24,8	27,8	30,6	19,3	18,3	19,1
Ratio de apalancamiento (%)	14,3	14,5	16,3	12,5	12,4	13,9	16,0	16,4	18,2	14,8	15,4	18,0	24,4	22,3	17,8
Margen de conservación de capital (% verificación)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	99	90	92
Margen bancos localmente sistemáticos (% verificación)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-	-	-
Integración de capital / Crédito al sector privado neto de previsiones (%)	50,4	55,9	63,1	45,5	51,3	60,4	59,0	65,2	71,1	50,7	55,5	61,9	21,1	21,3	20,3
Posición de capital / Crédito al sector privado neto de previsiones (%)	35,8	40,2	47,1	32,6	35,7	44,4	42,9	48,6	54,1	34,9	39,8	45,9	13,0	12,5	12,5
<b>Rentabilidad</b>															
ROE en moneda homogénea (%a) (3)	8,3	8,9	12,7	9,4	12,6	18,3	8,5	7,3	9,2	8,2	8,3	11,5	-17,7	-30,0	-30,6
ROA en moneda homogénea (%a) (3)	1,3	1,5	2,2	1,3	1,9	2,9	1,5	1,3	1,7	1,4	1,5	2,2	-3,3	-5,7	-5,9
<b>Crédito al sector privado</b>															
Exposición bruta / Activos (%)	31,2	28,3	27,2	31,2	27,6	25,8	28,9	26,2	25,8	31,9	30,2	29,5	77,2	72,4	65,1
Ratio de IRR (%)	3,9	3,1	3,2	6,1	5,1	5,3	2,8	2,1	2,3	2,1	1,4	1,5	6,0	4,9	3,9
Previsiones / Cartera total (%)	4,5	4,0	4,0	5,7	5,3	5,5	3,8	3,1	3,1	3,8	3,2	3,3	4,2	4,9	3,0
<b>Crédito al sector público</b>															
Exposición bruta / Activos (%) (4)	16,0	15,6	17,0	21,2	20,0	25,0	16,6	14,8	13,4	9,4	10,7	10,5	0,8	0,8	2,2
Exposición neta / Activos (%) (5)	3,3	2,5	6,8	-4,6	-6,2	4,1	8,1	6,4	7,6	8,2	9,9	9,8	0,8	0,8	2,2
<b>Balance en moneda extranjera</b>															
(Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME) / RPC (%)	10,0	27,4	32,2	24,9	50,5	61,5	5,6	22,5	26,4	-2,0	6,4	4,8	35,8	40,5	47,6
Depósitos en ME / Depósitos totales - Sector privado (%)	15,9	14,4	15,1	13,2	12,0	11,2	14,7	13,1	15,0	19,8	18,3	19,7	5,8	5,4	5,0
Préstamos en ME / Préstamos totales - Sector privado (%)	8,5	8,0	8,5	9,2	8,1	8,8	6,3	6,6	6,4	9,4	9,0	9,7	11,3	6,4	9,0

(1) Dato de Mar-23 es estimado. (2) Dic-22 última información disponible. (3) Acumulado 12 meses.

(4) Posición en títulos públicos (sin títulos del BCRA) + Préstamos al sector público. (5) 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

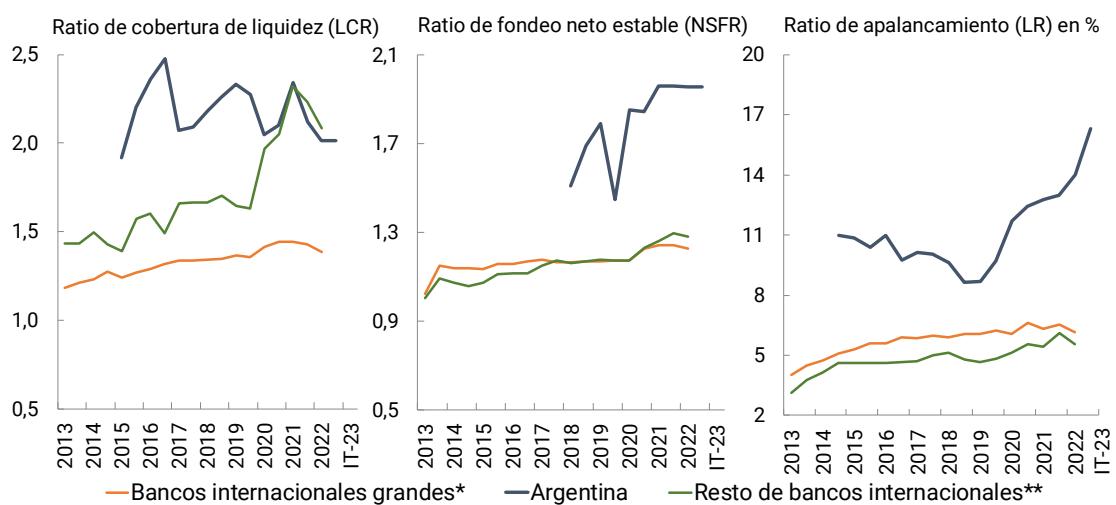
i. Los indicadores agregados para el sistema financiero reflejan una elevada cobertura frente al riesgo de liquidez (ver en Sección 3.3). En el comienzo de 2023 los ratios que surgen de las recomendaciones del Comité de Basilea (BCBS) continuaron superando los mínimos regulatorios para el conjunto de entidades locales obligadas a su verificación (Grupo A).<sup>28</sup> El Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR) y el Ratio de Fondeo Neto Estable (NSFR) no presentaron cambios significativos con respecto al IEF anterior. El nivel del LCR se mantuvo en línea con el promedio de una muestra

28 Entidades financieras con un activo mayor o igual a 1% del total de los activos del sistema financiero, según texto ordenado de [Autoridades de entidades financieras](#).

de bancos medianos de otras economías y siguió superando ampliamente al promedio de los bancos más grandes de otros sistemas financieros (ver Gráfico 4). El NSFR se mantuvo muy por arriba del nivel verificado en otros países.

En el cierre del primer trimestre de 2023 la liquidez en sentido amplio<sup>29</sup> para el conjunto de entidades financieras se ubicó en 77,2% de los depósitos (74,6% en el segmento en pesos y 92,2% en moneda extranjera). Este indicador se incrementó en una comparación interanual y se mantuvo por encima del promedio de los últimos 10 años (53,7%). En términos de la composición, en los últimos 6 meses aumentó la participación de los títulos públicos admitidos para integrar efectivo mínimo.

**Gráfico 4 | Ratios de Basilea III para liquidez y apalancamiento – El sistema financiero local en perspectiva**



Notas: \*Según una muestra efectuada por el BIS, corresponden a bancos cuyo capital de nivel 1 supera los €3.000 millones. \*\*Resto de bancos internacionales en la muestra del BIS. Fuente: Basel III Monitoring Report - February 2023 y BCRA.

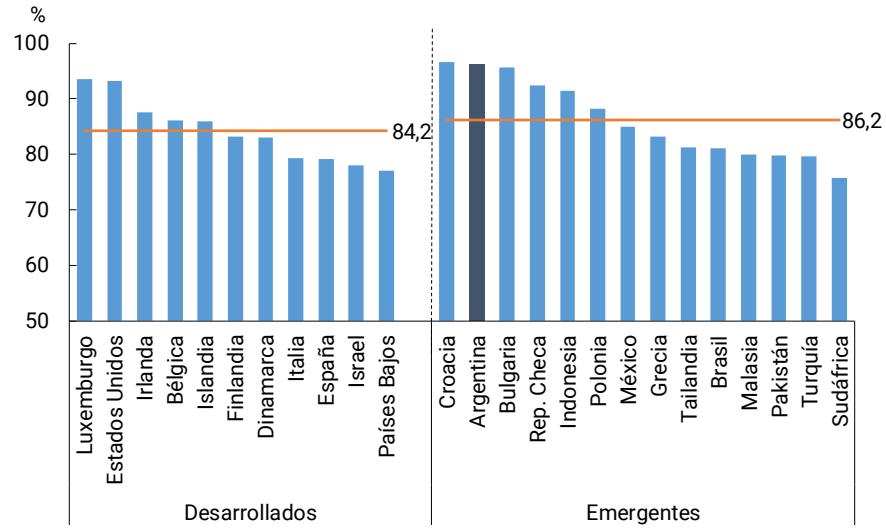
**ii. Los ratios de capital se ubican en niveles elevados para el conjunto de entidades.** La integración de capital (RPC) del sistema financiero en términos de los activos ponderados por riesgo (APR) se ubicó en 31,4% en el cierre del primer trimestre de 2023, aumentando con respecto al IEF anterior y en una comparación interanual como resultado de un incremento en términos reales del numerador y una leve disminución real del denominador. En el inicio de 2023 el 96,3% de la RPC estuvo explicada por el capital ordinario de Nivel 1, con mayor capacidad para absorber potenciales pérdidas, registro que supera al promedio de otros países (ver Gráfico 5). La posición de capital (RPC neta de la exigencia regulatoria mínima, antes de considerar los márgenes adicionales –de conservación y de importancia sistémica–) alcanzó 293% de la exigencia regulatoria (para mayor detalle, ver Sección 3.1). Adicionalmente, se mantuvo una elevada verificación por parte de las entidades de los márgenes adicionales de capital regulatorio.

El ratio de apalancamiento, según los lineamientos del comité de Basilea, continuó superando holgadamente los mínimos regulatorios, alcanzando 15% para el sistema financiero. Este indicador siguió por encima –en promedio– de los niveles registrados en otros países (ver Gráfico 4).

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

El sostenimiento de los indicadores de solvencia agregados se dio en un marco en el cual el sistema financiero continuó presentando niveles positivos de rentabilidad en 2022 y en el comienzo de 2023 (ver Sección 3.2.). El BCRA adoptó cambios en las normas macroprudenciales permitiendo a las entidades financieras distribuir hasta 40% de los resultados.<sup>30</sup>

**Gráfico 5 | Capital ordinario de nivel 1 - Como % del capital regulatorio total**



Fuente: FSI (FMI)

iii. Se mantiene sin cambios el nivel del ratio de irregularidad, mientras se conservan elevados niveles de previsionamiento, en un contexto de baja y decreciente exposición agregada del sistema financiero al crédito al sector privado (ver Sección 3.1). El crédito al sector privado representó 27,2% del activo total del sistema financiero en marzo de 2023, reduciéndose levemente con respecto al IEF anterior e interanualmente. Estos niveles de exposición agregada al sector privado resultan inferiores respecto al promedio de los últimos 10 años (40,9%). En este marco, el ratio de irregularidad del crédito al sector privado se ubicó en 3,2%, sin presentar cambios significativos con respecto a septiembre pasado y siendo menor en una comparación interanual (-0,7 p.p.). Además, las previsiones del conjunto agregado de entidades financieras representaron 4% del crédito al sector privado; es decir, continuaron superando el 100% del saldo de financiamiento en situación irregular.

iv. Acotada importancia relativa del crédito al sector privado y de los depósitos denominados en moneda extranjera en el conjunto de entidades financieras. El saldo de crédito al sector privado en moneda extranjera representó sólo 8,5% del crédito total al sector privado en marzo de 2023, sin cambios significativos en una comparación interanual y menor al promedio de los últimos 10 años (13,6%). A partir de la normativa macroprudencial, este financiamiento se encuentra fundamentalmente asignado a personas deudoras cuyos ingresos están correlacionados con el tipo de cambio. Por su parte, en el cierre del primer trimestre de 2023 el saldo de depósitos en moneda extranjera

30 Se habilitó a distribuir en seis cuotas iguales, mensuales y consecutivas a partir de abril y hasta diciembre de 2023, siempre que cuenten con la autorización de esta Institución.

totalizó 15,1% de los depósitos del sector privado, siendo menor que el nivel de un año atrás y que el promedio de los últimos 10 años (19,3%).

Dadas las fortalezas hasta aquí comentadas, se espera que el sistema financiero muestre resiliencia frente a un eventual escenario adverso. En este sentido, a continuación se enumeran los principales factores de riesgo (exógenos) que el agregado de las entidades financieras enfrenta a corto y mediano plazo. En función del monitoreo realizado, se estima que la materialización de factores de riesgo debiera ser de naturaleza extrema (y, por lo tanto, con baja probabilidad) para tener impacto significativo sobre las condiciones de estabilidad financiera a nivel local.

**Condiciones externas más adversas, dada la presencia de múltiples factores que pueden desencadenar dinámicas negativas, amplificadas por la existencia de vulnerabilidades a nivel global.** La ponderación de este factor de riesgo aumenta particularmente a partir de una mayor incertidumbre con foco en el potencial contagio de eventuales mayores problemas en los sistemas financieros de economías desarrolladas. Las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen relativamente débiles en términos históricos, en función del ciclo de contracción monetaria en economías desarrolladas (marcado por una mayor incertidumbre, aunque más recientemente con foco puesto en las futuras subas en las tasas de interés). Un crecimiento menor al esperado –con un contexto recesivo en economías desarrolladas como caso más extremo– afectaría en forma negativa a las economías emergentes, en función de los efectos sobre el comercio internacional, la evolución del dólar, los precios de las materias primas y los flujos de portafolio, entre otras variables. Asimismo, distintos factores (similares a los mencionados en IEF previos<sup>31</sup>, a los que se le suma la posibilidad de renovadas preocupaciones por eventuales problemas en los mercados financieros de economías desarrolladas y su potencial de contagio) podrían gatillar un nuevo pico de incertidumbre, con cambio súbito en el apetito por riesgo, afectando las condiciones observadas en los mercados financieros. Como se viene explicando en ediciones previas de este IEF, tras un período prolongado de tasas de interés en niveles históricamente bajos y acotada volatilidad esperada a nivel global, existen diversas vulnerabilidades que harían que un escenario negativo fuese particularmente desafinante para la estabilidad financiera internacional. Estas vulnerabilidades incluyen, por ejemplo: las señales de sobre-apreciación observadas en ciertos segmentos de mercado más riesgosos, el auge de la intermediación financiera no bancaria con comportamiento procíclico (y muy interconectada), y el crecimiento en la carga de la deuda registrada registrado en los últimos años tanto para el sector público como para el privado.

Un eventual shock vinculado al sector real (menor crecimiento) tendría un impacto más directo sobre el canal comercial, afectando fundamentalmente el nivel de actividad en términos locales y, consecuentemente, al riesgo de crédito enfrentado por los bancos. Por su parte, un escenario más desafinante en los mercados financieros internacionales afectaría en mayor medida al canal financiero. Si bien, dadas la situación de la economía argentina la transmisión a través de este canal es más acotada, una creciente volatilidad entre las divisas de economías emergentes presionaría sobre el tipo

---

31 Por ejemplo: cambios abruptos en las expectativas respecto a la política monetaria de economías desarrolladas (con inversores ajustando sus perspectivas rápidamente mientras que las presiones inflacionarias muestran persistencia), preocupaciones sobre la intermediación financiera no bancaria, eventos crediticios puntuales en economías desarrolladas o emergentes, o factores geopolíticos (como el recrudecimiento del conflicto bélico en Ucrania, con impacto sobre el precio de las materias primas).

de cambio y las condiciones financieras locales, condicionando el contexto en el que se da la intermediación financiera (con potenciales consecuencias, por efectos de segunda ronda, sobre el canal comercial).

**Riesgo de que se verifique un contexto local más comprometido, por un nivel de actividad más débil que el esperado o una mayor volatilidad en los mercados financieros locales.** Pese al crecimiento observado en el primer trimestre del año (0,7% trimestral s.e.), las expectativas de crecimiento para 2023 son más negativas en el margen para la economía argentina que al momento de publicación del último IEF. Entre los principales condicionantes al crecimiento en el corto plazo se encuentran, por ejemplo, la menor oferta agrícola exportable, con efecto sobre las reservas internacionales (que en parte podría ser compensado por una mejora en el balance energético tras la puesta en marcha de nuevas obras de infraestructura y oleoductos). Entre otros factores mencionables se incluye el eventual impacto sobre el nivel de actividad de importaciones más acotadas o el efecto de una mayor consolidación fiscal (en el marco de las negociaciones asociadas a la quinta revisión del acuerdo con el FMI -actualmente en curso-). Con respecto a los mercados financieros, y en función de las tendencias observadas, en los últimos meses se vienen aplicando una serie de medidas para evitar escenarios de volatilidad pronunciada (con intervenciones en el mercado secundarios de instrumentos del Tesoro y de divisas, subas en las tasas de interés y adaptación de las regulaciones cambiarias), al tiempo que el BCRA sigue monitoreando la situación para administrar en forma prudente los agregados monetarios y consolidar la estabilidad cambiaria y financiera. Sin embargo, incluso si no se agravan las tensiones en los mercados internacionales, existen otros factores que podrían incidir sobre la evolución de los mercados locales, incluyendo el ciclo electoral, la dinámica del financiamiento externo comercial y financiero multilateral y bilateral, el comportamiento de las expectativas de inflación o los desafíos que enfrenta la política de financiamiento del sector público para profundizar el mercado de deuda local. Una actividad económica menor a la esperada o tensiones en los mercados financieros domésticos influirían sobre la calidad de cartera de los bancos y sobre el contexto en el cual se lleva a cabo la intermediación financiera.

**Riesgos operacionales crecientes y desafíos vinculados a la innovación tecnológica y al mayor uso de herramientas digitales.** El auge de los servicios financieros digitales (con expansión acelerada en el marco de la pandemia) implica una mayor exposición del sector financiero a nuevos riesgos tales como los fraudes y/o los ciber-ataques. Estos riesgos pueden materializarse en formato de brechas de datos, pérdidas para entidades o clientes, y hasta dificultar el normal funcionamiento del mercado, generando impacto en el riesgo reputacional, operacional y hasta eventuales problemas de estabilidad financiera. En esa línea, y si bien no ha habido eventos sistémicos vinculados a estos factores continuando con la estrategia planteada por el BCRA, se sigue trabajando en la estrategia iniciada en relación con la actualización de las normas para mitigar estos nuevos riesgos. Esta estrategia abarca una agenda amplia en materia de gestión de riesgos, concientización, prevención y supervisión en lo que respecta a fraudes y ciber-ataques. La actualización de normas incluyó la ampliación del alcance regulatorio en materia de riesgos de tecnología y seguridad de la información para fortalecer

la ciberresiliencia de las entidades, así como la actualización de las normas de seguridad y prevención de los riesgos de seguridad y tecnología en los servicios financieros digitales, que ahora alcanza a entidades financieras y PSPS<sup>32</sup>, fortaleciendo la prevención del fraude.

Otros riesgos relevantes, a mediano y largo plazo, incluyen, por ejemplo, las consecuencias del cambio climático (ver Apartado 3), el crecimiento observado a nivel mundial en el uso de criptoactivos (instrumentos que han mostrado un comportamiento particularmente volátil, a lo que se suman diversos problemas observados en el sector –ver Apartado 4–)<sup>33</sup> y los cambios estructurales que finalmente se verifiquen en un contexto post-pandémico (incluyendo modificaciones en los modelos de negocios en el sector financiero).

En la próxima sección se detallan los resultados del análisis de estabilidad financiera. Se consideran, con 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 se analizan en contraposición a las fortalezas del sistema financiero, para evaluar el grado de resiliencia esperable para el sistema frente a la eventual materialización de factores de riesgo.

---

32 Comunicaciones "A" [7724](#), "A" [7777](#) y "A" [7783](#).

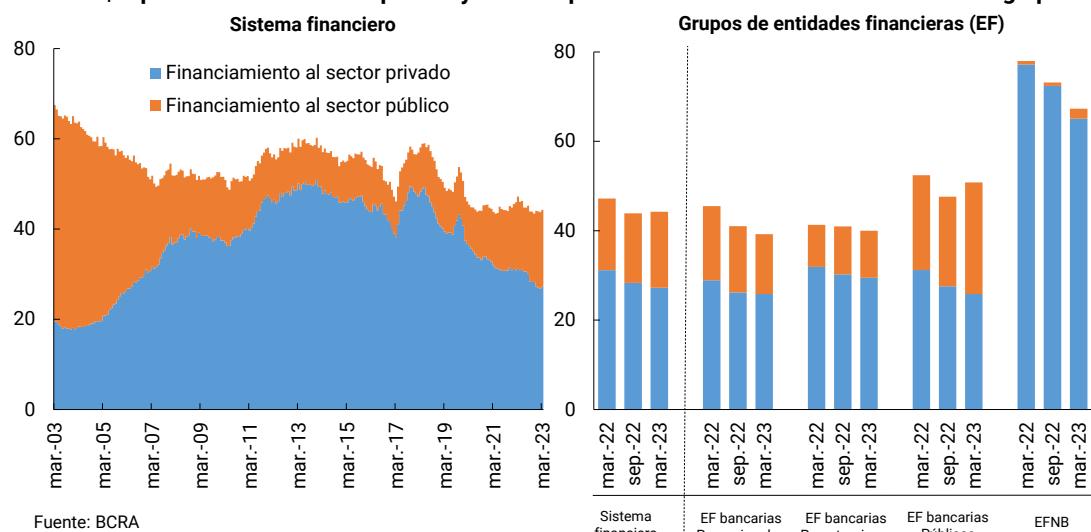
33 Si bien el uso de las criptoactivos a nivel local es hasta el momento limitado, se siguen implementando medidas para que no comprometan a la estabilidad financiera (ver [Anexo Normativo](#)).

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

#### 3.1. Exposición patrimonial al riesgo de crédito

Desde niveles moderados, el sistema financiero mantuvo un patrón decreciente en su exposición al sector privado. Así, el saldo de crédito al sector privado se ubicó en 27,2% del activo del conjunto de entidades financieras en el cierre del primer trimestre de 2023 (1,1 p.p. y 3,9 p.p. menor que en el IEF anterior y en una comparación interanual, respectivamente), manteniéndose significativamente por debajo del promedio de los últimos 10 años (40,9%).<sup>34</sup> En marzo la exposición crediticia total del sistema financiero (incluyendo sectores privado y público, no financieros)<sup>35</sup> alcanzó 44,3% del activo total (ver Gráfico 6), ligeramente superior respecto al último IEF (+0,4 p.p.), aunque 3 p.p. menor en una comparación interanual. En perspectiva, este registro resultó menor que el promedio de los últimos 10 años (51,5%).

**Gráfico 6 | Exposición bruta al sector privado y al sector público – Como % del activo total de cada agrupamiento**



La mencionada disminución de la exposición agregada del sistema financiero al sector privado estuvo impulsada por el segmento en moneda nacional (-1,2 p.p. del activo respecto al IEF previo, hasta 24,9%, ver Gráfico 7).<sup>36</sup> Teniendo en cuenta las personas destinatarias, el financiamiento a las familias representó 12,7% del activo total en marzo (-0,7 p.p. en relación con el IEF anterior) y el crédito a las empresas totalizó 14,5% del activo del sector (-0,4 p.p. al comparar con el IEF pasado).

En términos del crédito bancario a las familias, se verificó un descenso generalizado en la exposición entre las distintas regiones geográficas, desde el máximo alcanzado a mediados de 2018 (ver Gráfico 8). La región centro explica el 72,2% de las financiaciones a familias.<sup>37</sup> Por su parte, al tener

34 El financiamiento al sector privado neto de las previsiones totales totalizó 26,1% del activo, 1,1 p.p. por debajo del IEF previo y -3,6 p.p. i.a.

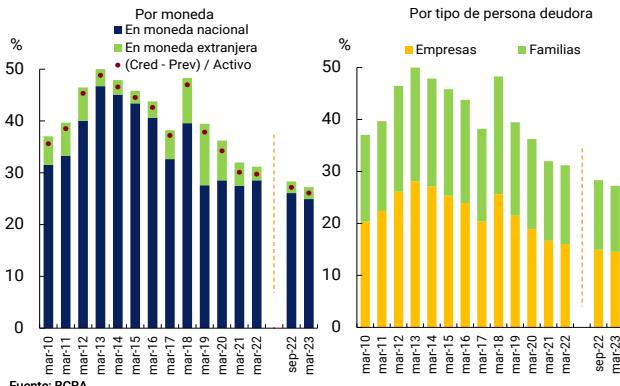
35 Para la exposición al sector público se considera la financiación vía préstamos y títulos públicos.

36 En los últimos seis meses el crédito al sector privado en moneda extranjera sobre el activo total aumentó ligeramente hasta 2,3%.

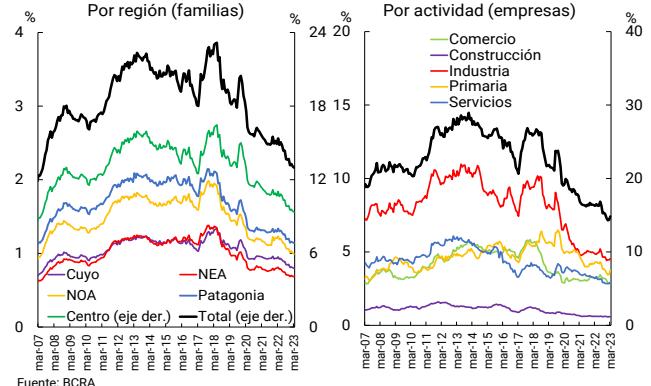
37 Región que más aportó a la caída de la exposición a familias del sistema financiero respecto al IEF anterior, si bien las regiones del NOA y Cuyo se redujeron más en términos relativos.

en cuenta el crédito a las empresas, la exposición del conjunto de entidades también viene descendiendo de forma extendida entre los distintos sectores económicos, presentando una leve reversión en el margen.<sup>38</sup>

**Gráfico 7 | Saldo de crédito al sector privado en términos del activo – sistema financiero**

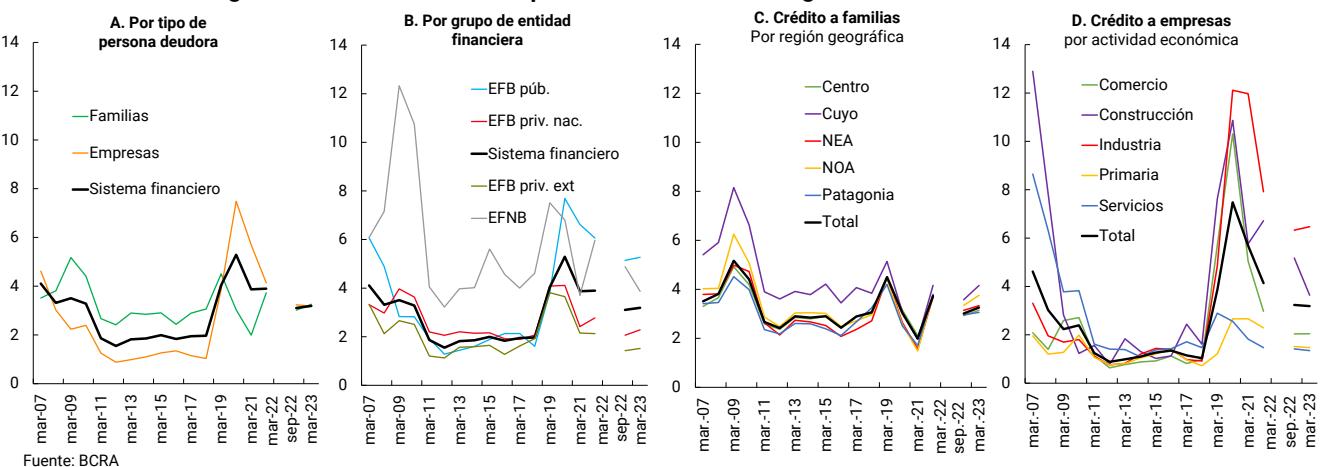


**Gráfico 8 | Saldo de crédito a familias por región y a empresas por actividad económica - En términos del activo**



El ratio de irregularidad del crédito al sector privado se ubicó en 3,2% a marzo de 2023 para el sistema financiero, sin mayores cambios con relación al registro del último IEF (+0,1 p.p.), siendo 0,7 p.p. menor en una comparación interanual (ver Gráfico 9, panel A y B). El nivel actual del indicador se encuentra por encima de aquel observado en el período más reciente de mayor estabilidad del indicador de mora del sector privado (1,8%, promedio 2011-2017) y del promedio de los últimos 10 años (2,7%, sin contemplar la etapa en la que incidieron las medidas de alivio financiero tomadas en el marco de la pandemia).

**Gráfico 9 | Ratio de irregularidad del crédito al sector privado: financiaciones irregulares / financiaciones totales – En %**



Al distinguir por tipo de persona deudora, a marzo la mora de las financiaciones a las familias representó 3,3% de esa cartera, 0,2 p.p. por encima del registro de septiembre de 2022 (-0,5 p.p. i.a.), desempeño explicado fundamentalmente por las tarjetas de crédito. Las regiones de Cuyo y

38 La exposición a las empresas pertenecientes al rubro comercial presentó la mayor disminución relativa en relación al IEF anterior. De considerar la deuda que tienen las personas empleadas en todas las empresas deudoras del sistema financiero (notar que este saldo forma parte del panel izquierdo del gráfico 3) la exposición se incrementaría hasta 23,4%, 16 p.p. menos que en el período de máxima exposición (en enero de 2014 este ratio alcanzó 39,4% y 28% sin considerar el saldo de los asalariados formales).

NOA verificaron los mayores niveles y subas en el ratio de irregularidad del crédito a familias respecto al IEF anterior (ver Gráfico 9, panel C). En cuanto al crédito a empresas, el ratio de irregularidad se mantuvo sin variaciones significativas con respecto a septiembre de 2022, en 3,2% (-0,9 p.p. i.a.), dinámica que recogió en parte un marcado descenso en el indicador del ratio de la construcción y un leve aumento en la industria (ver Gráfico 9, panel D).<sup>39</sup>

Por otro lado, la exposición del sistema financiero al sector público aumentó en los últimos seis meses (+1,5 p.p. del activo total hasta 17% en marzo, ver Gráfico 6).<sup>40</sup> Al desagregar esta exposición por moneda, 7,3% del activo correspondió a títulos en pesos con cláusula de ajuste CER (+0,3 p.p. semestral), 4,2% a bonos duales (+1,9 p.p. semestral), 4% a instrumentos en pesos sin cláusula de ajuste CER (-0,5 p.p. semestral) y 1,5% a títulos en moneda extranjera (-0,2 p.p. semestral).

El contexto de incertidumbre tanto a nivel global como local condiciona el desempeño de la actividad económica para lo que resta del año<sup>41</sup>. Frente a esto, una eventual materialización de los factores de riesgo planteados en la Sección anterior podría actuar sobre esta potencial fuente de vulnerabilidad del sistema financiero a través de su efecto sobre la capacidad de pago de las personas deudoras.

### 3.1.1. Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

**El sistema financiero sostiene elevados niveles de previsionamiento y de capital.** A marzo de 2023 las previsiones representaron 4% del financiamiento total al sector privado y 126,1% de la cartera en situación irregular. El exceso de capital regulatorio del conjunto de entidades (por sobre lo mínimo exigido) totalizó 47,1% del crédito al sector privado neto de previsiones, aumentando 6,9 p.p. con respecto al IEF anterior y 11,3 p.p. i.a. El nivel de este indicador supera con holgura al promedio de los últimos 10 años (18,5%).

Con el objetivo de dimensionar la robustez de las coberturas constituidas por el sistema financiero para enfrentar una eventual materialización del riesgo de crédito, se presentan dos ejercicios de sensibilidad. Los mismos exploran el hipotético efecto sobre la solvencia del sector (mientras el resto de aspectos se mantienen sin cambios) de supuestos extremos y de muy baja probabilidad de ocurrencia, como por ejemplo la imposibilidad de recupero frente al quebranto de un conjunto de personas deudoras:

- **Ejercicio 1<sup>42</sup>**: Se monitorea el impacto que tendría sobre el sistema financiero un incremento del ratio de irregularidad del crédito al sector privado en cada una de las entidades

39 En línea con la dinámica registrada en el ratio de irregularidad de las financiaciones al sector privado, respecto del IEF anterior la probabilidad de default estimada (PDE) –indicador que brinda información sobre la transición de la clasificación crediticia de las personas deudoras– no presentó cambios significativos (+0,1 p.p. hasta 0,7%). En el segmento de financiaciones a familias se percibió cierto incremento del PDE en el margen, ubicándose levemente por encima del promedio de los últimos 10 años.

40 El nivel actual resulta levemente superior al promedio de los últimos 10 años (10,6%). Al considerar el fondeo proveniente del sector público (depósitos en el sistema financiero), este indicador se reduce a 6,8% del activo a nivel sistémico (activos mayores que pasivos para el sistema financiero), aumentando 3,5 p.p. i.a. (en contraposición para el promedio de los últimos 10 años el sistema financiero había registrado una posición deudora equivalente a 4,5% del activo).

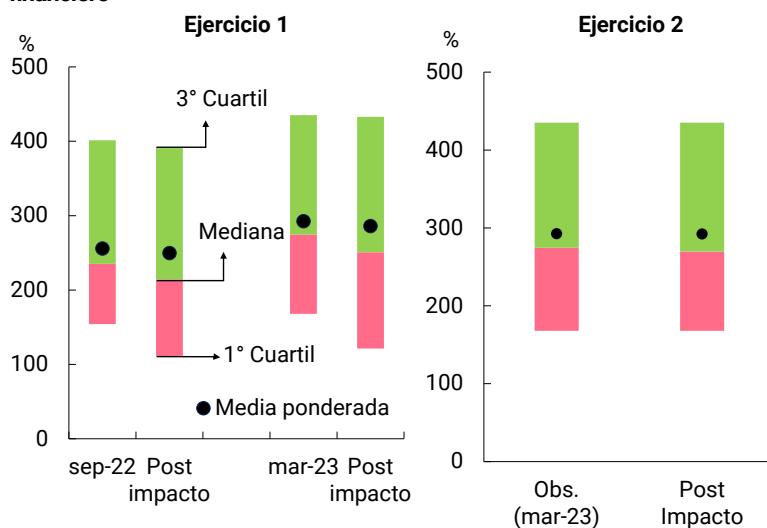
41 Ver [IPOM](#).

42 Este ejercicio es idéntico al que se presentó en el IEF anterior (Ejercicio 1 del Recuadro 2).

hasta su máximo individual alcanzado en los últimos 15 años en cada entidad. Se estima que a marzo de 2023 luego de este shock la mediana de la posición de capital (RPC – exigencia de capital; en términos de la exigencia) del sistema financiero se hubiese reducido 23,9 p.p. hasta 250,7% (los resultados de septiembre pasado arrojaban una disminución del ratio de posición de capital de 20,9 p.p., hasta 214,3%, ver panel izquierdo del Gráfico 10)<sup>43</sup>.

- **Ejercicio 2:** Se supone que los deudores que tienen alguna porción de crédito irregular en el sistema financiero en la actualidad dejan de pagar el resto de sus financiaciones (regulares) en otras entidades. Considerando los datos de marzo, se estima que luego de este shock la mediana de la posición de capital del sistema financiero pasaría de 274,6% (promedio ponderado de 292,6%) hasta 269,8% (promedio ponderado de 292,2%, ver panel derecho del Gráfico 10).

**Gráfico 10 | Ejercicios de sensibilidad sobre la posición de capital del sistema financiero**



Fuente: BCRA

Si bien aumentó levemente con respecto al IEF anterior, la concentración de las personas deudoras del sector privado en el sistema financiero se mantiene en niveles bajos. Las 100 y 50 principales personas deudoras (tomando el saldo de deuda total en el conjunto de entidades financieras) representaron 13,1% y 10,1% del crédito al sector privado respectivamente en marzo de 2023 (+0,5 p.p. respecto al IEF anterior, en ambos casos), ubicándose en niveles muy bajos históricamente (el promedio de los últimos 10 años fue de 16% y de 12,1%, respectivamente).<sup>44</sup> Esta situación refleja en parte el abordaje normativo que el BCRA aplica sobre las grandes exposiciones al riesgo de crédito -alineada con los estándares internacionales en la materia-, orientado a limitar las pérdidas

43 Al considerar la media ponderada, la disminución de la posición de capital hubiese sido de 6,6 p.p. de la exigencia, llegando a un nivel de 286% (-6,2 p.p. de la exigencia hasta 249,7% para septiembre de 2022).

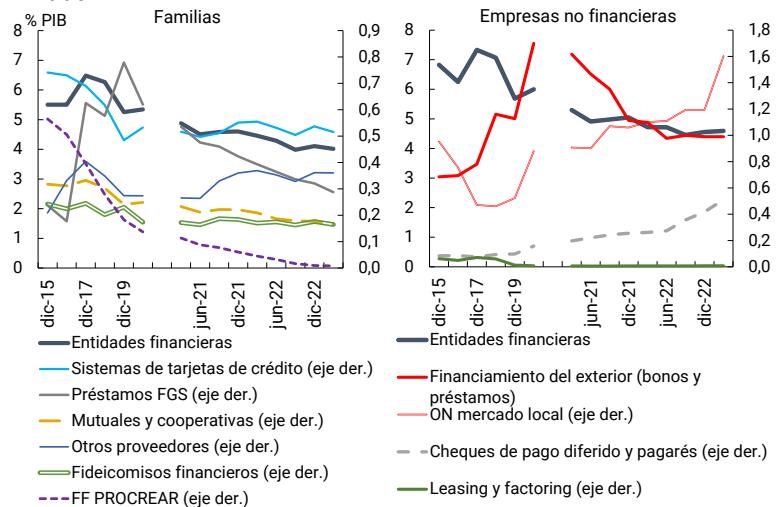
44 Dado que las personas deudoras del sistema financiero pasaron de ser casi 4 millones a principios de 2003 a más de 13 millones en marzo de 2023, otra forma de analizar el grado de concentración de las mismas es considerando la importancia relativa de una fracción uniforme del total, una vez ordenadas de mayor a menor respecto del sistema financiero. En este caso, la primer millonésima parte de las personas deudoras (con mayor saldo) explica actualmente 5,2% del saldo total (levemente por debajo del promedio histórico de 5,4%) y la primera cienmilésima parte (con mayor saldo) el 14,5% (inferior al promedio de 16,9%).

que eventualmente podrían darse, en el caso de que alguna contraparte de gran tamaño incurra en un incumplimiento en sus pagos. Sobre el cierre del primer trimestre las grandes exposiciones del conjunto de las entidades<sup>45</sup> representaron sólo 0,8% del capital Nivel 1 del sistema financiero en su conjunto, 0,3 p.p. menos que en el IEF anterior.

**Estándares de originación crediticia (EOC) sin cambios significativos en el margen.** Los EOC se mantuvieron estables con respecto a los trimestres anteriores, tanto en el caso de financiaciones a empresas como a familias.<sup>46</sup>

**Gráfico 11 | Financiamiento en sentido amplio a familias y empresas**

**En % del PIB**



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

**Limitado nivel de endeudamiento financiero entre empresas y familias en términos agregados, con merma respecto a lo observado en promedio de los años previos.** El crédito en sentido amplio<sup>47</sup> para empresas y familias ascendía a marzo al equivalente a 11,1% y 5,5% del PIB, respectivamente (ver Gráfico 11). Esto representa un aumento en el caso de las empresas contra lo observado seis meses atrás (con nivel de 10,5% del PIB), mientras que para las familias no se dan cambios de relevancia<sup>48</sup>. Se destaca que los ratios a marzo representaban, en ambos casos, una merma respecto al nivel promedio computado en los 5 años previos (considerando ratios a fin de año). En el caso específico de las empresas con oferta pública, con datos a marzo de 2023 se registró una leve caída semestral en el ratio de apalancamiento total, aunque subió la carga de la deuda financiera y pero con un menor ratio de deuda de corto plazo sobre deuda total (ver Recuadro 3). Con

45 Como criterio general una exposición grande se define como aquella que es equivalente a 10% o más del capital de Nivel 1 de la entidad. Para mayor detalle, ver Texto Ordenado de [Grandes Exposiciones al Riesgo de Crédito](#).

46 Según se desprende de las respuestas de la [Encuesta de Condiciones Crediticias](#) que elabora trimestralmente el BCRA.

47 Saldos a marzo de 2023 en porcentaje del PIB estimado al primer trimestre del año (sin estacionalidad). Además de préstamos de entidades financieras reguladas por el BCRA, se incluye 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, pagarés (datos desde IIT-21), 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). Para datos de financiamiento externo (INDEC) se usan últimos datos publicados (diciembre 2022) y se ajusta en base a tipo de cambio observado a marzo.

48 Esto se da en un contexto en el cual los préstamos de empresas suben en términos nominales más que el PIB (sin estacionalidad), mientras que para las familias la variación es similar.

respecto a los cambios observados en los saldos de crédito amplio, a marzo de 2023 para las empresas el saldo casi no muestra variaciones en términos reales con respecto a seis meses atrás. Sin embargo, se dio un comportamiento mixto entre los diferentes componentes: aumentó en términos reales de saldo de ON bajo legislación local y pagarés, mientras que cayeron los saldos de financiamiento externo, crédito bancario y cheques de pago diferido, entre los principales componentes. Para el crédito a familias se verificó, en igual período, una merma en los saldos medidos en términos reales, generalizada entre las distintas fuentes de crédito<sup>49</sup> (excepto en el caso de los otros proveedores de crédito registrados ante el BCRA).

**La carga de los servicios de la deuda bancaria de los hogares siguió siendo acotada.** Se estima que la carga mensual de los servicios de deuda de las familias se ubicó en torno a 10,9% de la masa salarial, en línea con el registro del IEF pasado y 1,1 p.p. menos en la comparación interanual.

**Baja relevancia del crédito al sector privado en moneda extranjera.** En un marco en que el financiamiento al sector privado en moneda extranjera aumentó levemente en los últimos seis meses (2,8% en moneda de origen), estos créditos representaron solo 8,5% del financiamiento total al sector privado, 0,5 p.p. más que en el IEF anterior. El riesgo de crédito que enfrenta el sistema financiero a partir de esta exposición y que se deriva de eventuales fluctuaciones cambiarias se encuentra limitado por las regulaciones macroprudenciales locales.<sup>50</sup> En este sentido para abordar el riesgo de exposición de las entidades a descalces de moneda de las personas deudoras, la capacidad prestable en moneda extranjera de las entidades sólo pueden otorgarlas a personas deudoras que tengan actividades (ingresos) correlacionadas a la evolución del tipo de cambio.

### 3.2. Desempeño de la actividad de intermediación financiera

La actividad de intermediación financiera con el sector privado tuvo un desempeño relativamente débil desde el último IEF, en un contexto de mayor incertidumbre tanto a nivel local como global, con una actividad económica local que en el último trimestre de 2022 interrumpió su tendencia expansiva, mostrando un crecimiento en el inicio de 2023. En este escenario, el saldo de crédito al sector privado en moneda nacional se redujo en términos reales en los últimos seis meses y en términos interanuales. En tanto, el saldo real de los depósitos en pesos del sector privado permaneció sin cambios de magnitud desde el último IEF, acumulando un leve incremento interanual.

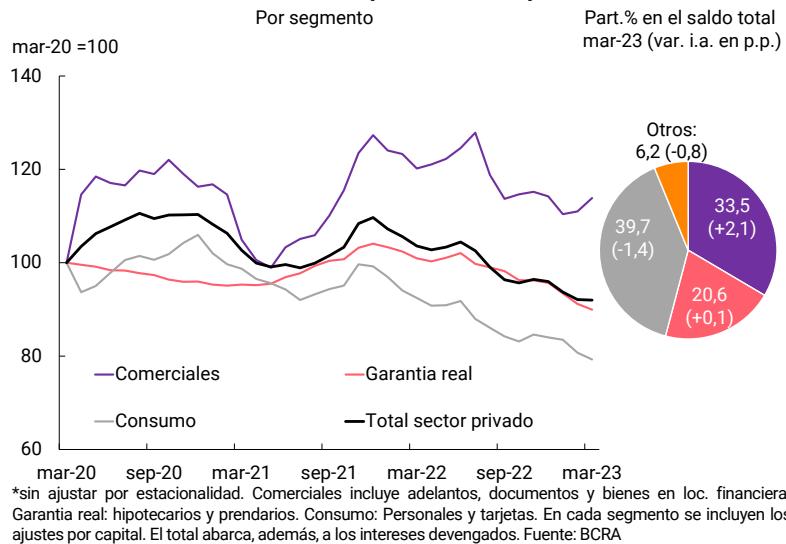
El saldo de financiamiento en pesos al sector privado acumuló una caída de 4,5% real con relación al último IEF (septiembre de 2022) y de 11,2% i.a. real (ver Gráfico 12). Las líneas de financiamiento comercial continuaron registrando una dinámica relativamente más moderada que el resto de los segmentos de crédito, aumentando su participación en el saldo total hasta totalizar 33,5%. Este desempeño estuvo impulsado por la política crediticia implementada por el BCRA focalizada en el desarrollo productivo sostenible, principalmente hacia las MiPyMES (ver Recuadro 1).

---

49 Para el agregado, la merma semestral en términos reales está principalmente explicada por el crédito bancario y, en menor medida, los préstamos del FGS.

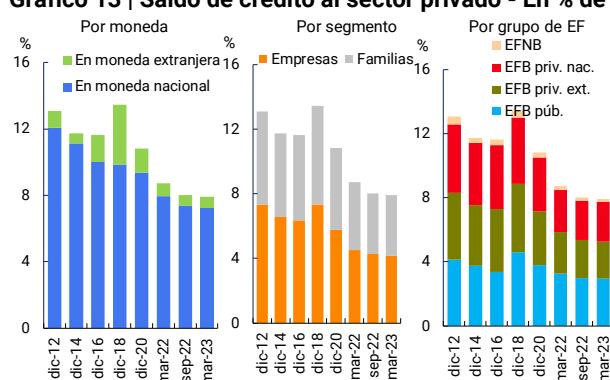
50 Para mayor detalle ver el TO sobre [Política de crédito](#).

**Gráfico 12 | Saldo real de crédito en pesos al sector privado\*- Sistema fíctero.**



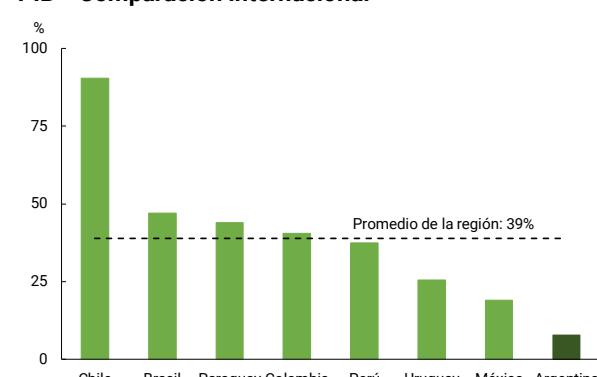
La profundidad del crédito en la economía continuó en niveles relativamente acotados en el comienzo de 2023. En marzo de 2023 se estima que el saldo de crédito al sector privado canalizado por el conjunto de entidades financieras representó 7,9% del PIB (7,2% en pesos), manteniéndose sin cambios significativos respecto al nivel de septiembre pasado y cayendo levemente (-0,8 p.p.) en una comparación interanual (ver Gráfico 13). Estos niveles de profundidad del crédito bancario en la economía resultan inferiores al promedio de los últimos 15 años (de 11,5%) y al de otros países de la región (39% para el promedio de Latinoamérica, ver Gráfico 14).

**Gráfico 13 | Saldo de crédito al sector privado - En % de PIB**



Nota: Se consideran promedios trimestrales tanto del numerador como del denominador. PIB correspondiente mar-23 estimado. Fuente: INDEC y BCRA

**Gráfico 14 | Saldo de crédito al sector privado en % del PIB - Comparación internacional**

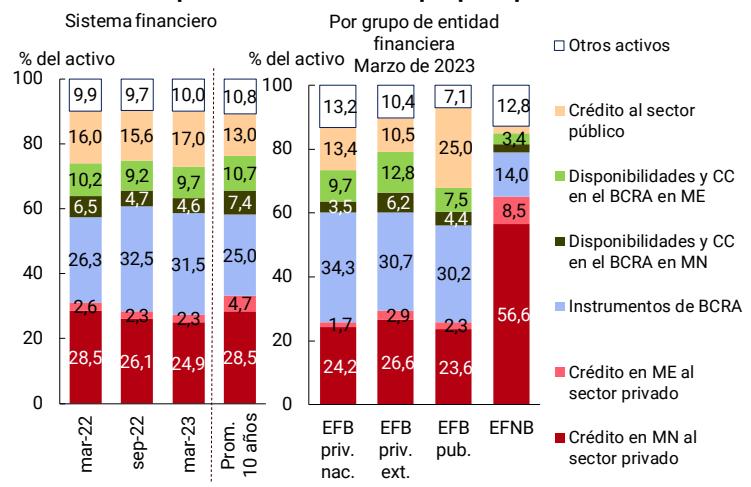


Como se mencionó en la sección 1, en los últimos meses el BCRA continuó elevando las tasas de interés nominales de referencia en pos de propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en pesos y de preservar la estabilidad monetaria y financiera. En este escenario, los depósitos a plazo tradicionales (sin cláusula de ajuste) en pesos del sector privado se incrementaron (+10,2% real desde el último IEF ó +19,6% i.a. real a marzo). Por su parte, el saldo real de las cuentas a la vista del sector privado en pesos se redujo (-1,5% en los últimos seis meses y -4,9% i.a.).

En cuanto al segmento en moneda extranjera, el saldo de crédito al sector privado se incrementó levemente en los últimos seis meses (+2,9% en moneda de origen), aunque continuó mostrando una disminución interanual (-3,1%); mientras que los depósitos aumentaron ligeramente respecto al nivel del último IEF, así como en una comparación interanual.

El tamaño de la hoja de balance (activo total) del conjunto de entidades financieras se mantuvo sin variaciones reales significativas con respecto al IEF anterior y en términos interanuales. En lo que respecta a la composición del activo, en los últimos meses se incrementó el peso relativo del crédito al sector público y de las cuentas corrientes de las entidades en el BCRA en moneda extranjera (ver Gráfico 15), en detrimento del resto de los principales rubros.

**Gráfico 15 | Composición del activo total por principales rubros**



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

Para los próximos meses se mantiene cierta incertidumbre en parte asociada a la eventual volatilidad de los mercados financieros (normalmente verificada en los períodos electorales). En este escenario, se prevé que la posibilidad de eventuales cambios en la dinámica de la actividad intermediación financiera continúe considerándose un factor de vulnerabilidad para el sector, pudiéndose ver relativamente afectada en el caso de que se materialice algunos de los factores de riesgo mencionados anteriormente.

### 3.2.1. Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

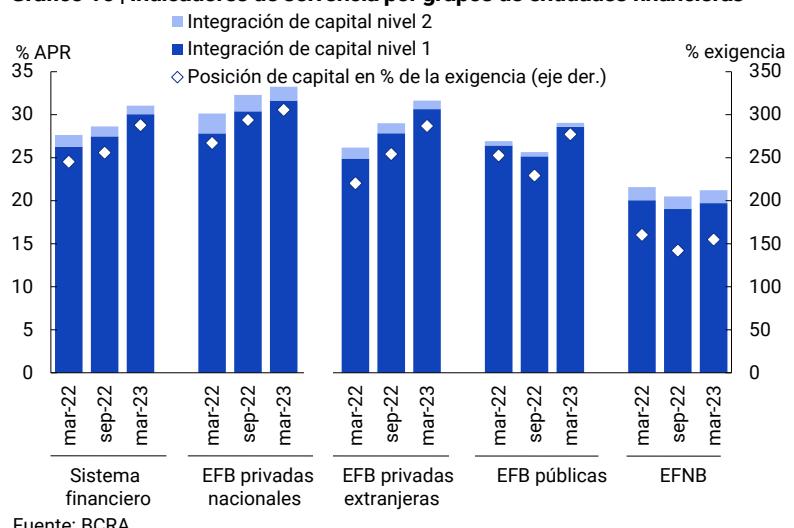
**El sistema financiero mantiene niveles de rentabilidad positivos.** El resultado total integral en moneda homogénea del conjunto de entidades financieras para el acumulado en los últimos 12 meses a marzo fue equivalente a 2,2% del activo (ROA) y a 12,7% del patrimonio neto (ROE), por encima de los niveles observados en septiembre y de los registrados un año atrás (+0,9 p.p. i.a y +4,3 p.p. i.a. respectivamente). Este incremento se explicó fundamentalmente por un mayor margen financiero (principalmente por mayores resultados por títulos valores), a pesar del aumento de las pérdidas por exposición a partidas monetarias (en el marco de niveles de inflación relativamente más altos) y de las cargas impositivas (ver Tabla 2). Desagregando por grupo de entidades, en el período continuó registrándose heterogeneidad en los niveles de rentabilidad, en un contexto en el que se mantienen posiciones holgadas de capital en todos los grupos de entidades (ver Gráfico 16).

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

Anualizado (a.) - En %a. del activo neteado	IT-22	IIT-22	IIIT-22	IVT-22	IT-23	2022*	2023*
<b>Margen financiero</b>	<b>13,7</b>	<b>15,3</b>	<b>18,7</b>	<b>20,1</b>	<b>20,0</b>	<b>12,5</b>	<b>18,5</b>
Ingresos por intereses	8,3	8,8	9,9	10,9	10,9	7,9	10,1
Ajustes CER y CVS	1,4	1,8	1,8	2,2	2,0	1,4	1,9
Diferencias de cotización	0,8	0,9	1,9	3,0	3,3	0,6	2,3
Resultado por títulos valores	12,6	17,0	21,7	25,0	24,1	9,9	22,0
Primas por pasos	2,3	1,1	2,7	4,0	4,9	4,2	3,2
Egresos por intereses	-11,9	-14,3	-19,3	-25,0	-25,3	-11,5	-21,0
Otros resultados financieros	0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
<b>Resultado por servicios</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
<b>Cargos por incobrabilidad</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,9</b>
<b>Gastos de administración</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>-6,7</b>	<b>-7,0</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,8</b>
<b>Resultado monetario</b>	<b>-6,0</b>	<b>-6,6</b>	<b>-8,3</b>	<b>-7,0</b>	<b>-9,3</b>	<b>-4,1</b>	<b>-7,8</b>
<b>Impuestos y otros</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,5</b>
<b>Resultado</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>
<b>Otros resultados integrales (ORI)</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>Resultado total (ROA)</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>
<b>Resultado total / Patrimonio neto (ROE) - En %a.</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	<b>13,9</b>	<b>19,0</b>	<b>11,7</b>	<b>8,3</b>	<b>12,7</b>

\*Acumulado 12 meses a marzo. Fuente: BCRA

**Gráfico 16 | Indicadores de solvencia por grupos de entidades financieras**



Fuente: BCRA

**Política macroprudencial para sostener los niveles de solvencia.** El BCRA resolvió que entre abril y diciembre de 2023 las entidades financieras que cuenten con la autorización del BCRA puedan distribuir resultados sólo hasta el 40% del importe correspondiente (en 6 cuotas iguales, mensuales y consecutivas). De esta manera, se busca conservar la capacidad del sistema financiero para afrontar eventuales shocks.

**Esquema de regulación y supervisión micro y macroprudencial.** El BCRA continúa implementando acciones de política micro y macro prudencial, adaptando la regulación local a las necesidades de la coyuntura sin perder de vista las recomendaciones y mejores prácticas internacionales en la materia. Asimismo, la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) continúa monitoreando el desempeño de las entidades con el fin de prever y abordar eventuales situaciones de vulnerabilidad.

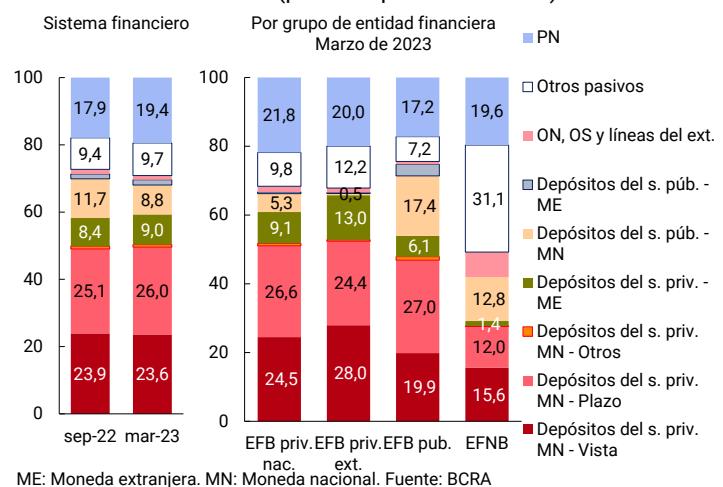
**Política crediticia focalizada en sostener el financiamiento productivo a las MiPyMEs.** Durante 2022 y en lo que va de 2023 el BCRA continuó sosteniendo el estímulo al financiamiento al sector privado, principalmente aquel canalizado a las MiPyMEs. En particular, esta Institución extendió la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva de MiPyMEs hasta septiembre 2023 (ver Recuadro 1). Paralelamente siguió ampliando las alternativas de financiación para este segmento de empresas, reglamentando el Sistema de Circulación Abierta (SCA) de Facturas de Crédito Electrónicas MiPyME (FCEM) a través de las entidades financieras, entre otras medidas.<sup>51</sup>

### 3.3. Fondeo y liquidez del sistema financiero

En la primera parte de 2023 la estructura de fondeo agregado del sistema financiero local conservó baja complejidad. A fines de marzo los depósitos en moneda nacional del sector privado se mantuvieron como la fuente de fondeo más relevante del sector (representando poco más de la mitad del total, ver Gráfico 17), sin grandes cambios respecto al IEF anterior y en términos interanuales. Entre los depósitos del sector privado en pesos, se incrementó la relevancia de aquellos a plazo en detrimento de la importancia relativa de las cuentas a la vista. Complementariamente, con respecto a septiembre y marzo de 2022 se percibió un aumento del peso relativo del patrimonio neto en el fondeo del sistema financiero y una menor ponderación de los depósitos en moneda nacional del sector público.

**Gráfico 17 | Composición del fondeo del sistema financiero**

Como % del fondeo total (pasivo + patrimonio neto)



En un contexto de pocos cambios, en los últimos meses hubo señales mixtas desde los indicadores de exposición al riesgo de liquidez agregado que asumen las entidades en su conjunto. Por un lado, se mantuvo relativamente estable el nivel de la volatilidad promedio de los depósitos en pesos<sup>52</sup>. En este sentido, en los últimos seis meses creció la relevancia de las personas humanas minoristas en el total (ver Gráfico 18), siendo depositantes que a priori podrían considerarse relativamente menos volátiles; este desempeño sobre la volatilidad fue compensado por el mayor aporte de grandes inversores institucionales en el total (FCI, por ejemplo). La dinámica de estos

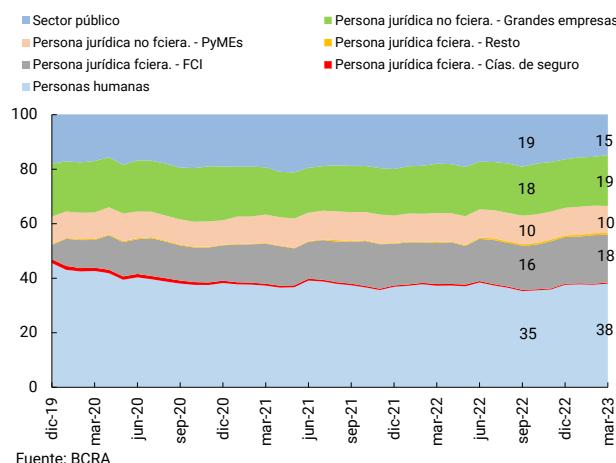
51 Ver ["Nota de prensa"](#) del 4/5/23 y Comunicación "A" ["7758"](#)

52 Un indicador que sintetiza este aspecto se puede construir ponderando el coeficiente de variabilidad de cada grupo de depositante por el peso relativo de cada saldo (usando la evolución de saldos en términos reales).

últimos depósitos estuvo en línea con un leve incremento en la concentración de los depósitos (ver panel derecho del Gráfico 19), lo que daría indicios de una mayor exposición al riesgo de liquidez agregado.

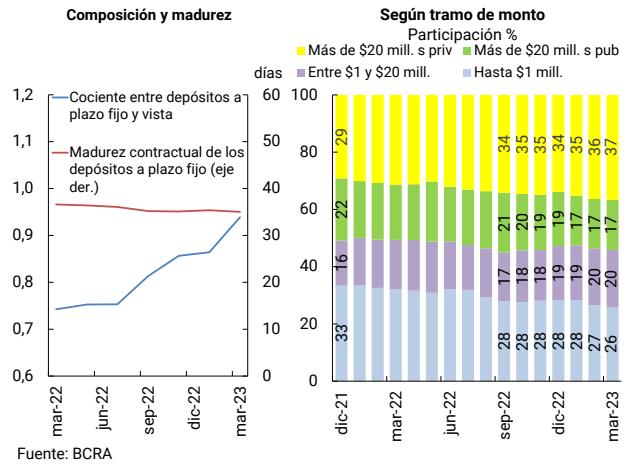
**Gráfico 18 | Depósitos en moneda nacional**

Participación % por tipo de persona depositante – Sist. fciero



**Gráfico 19 | Depósitos en moneda nacional**

Sistema financiero



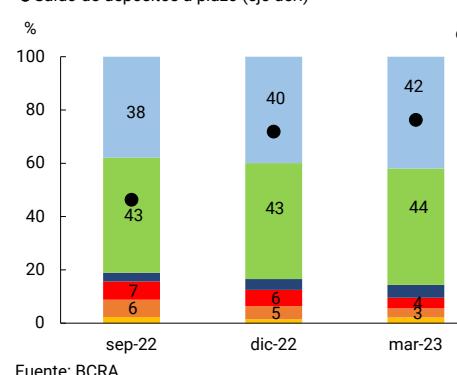
Por otro lado, una señal de menor exposición al riesgo de liquidez agregado se deriva de la verificación de un alargamiento de la madurez del total de depósitos en moneda nacional (ver panel izquierdo del Gráfico 19). Esto estuvo en línea con el positivo desempeño que tuvieron los depósitos a plazo en pesos del sector privado en los últimos meses, como se mencionara en la sección previa y como se reflejó en la mayor ponderación en el fondeo total del sistema financiero (ver Gráfico 17). Esta dinámica recogió el efecto de la política del BCRA de garantizar una tasa de interés mínima sobre los depósitos a plazo fijo de las familias y empresas, medida que busca impulsar y resguardar el ahorro en moneda nacional. En este sentido, se estima que a marzo el saldo de depósitos operado por las personas humanas a la tasa de interés mínima garantizada explicó 42% del total de depósitos a plazo del sector privado en moneda nacional (participación similar en todos los grupos de entidades), creciendo 4 p.p. respecto al último IEF (ver Gráfico 20).

**Gráfico 20 | Depósitos a plazo del sector privado en pesos**

En términos reales - Sistema financiero

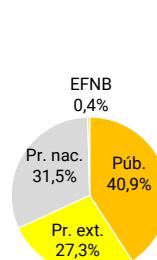
Estimación de la composición por tipo de depósito

■ Pactado a la tasa mín. por las pers. hum.	■ Pers. jur. a tasa fija
■ Pers. hum. resto a tasa fija	■ Inversiones a plazo
■ UVA	■ Resto depósitos
● Saldo de depósitos a plazo (eje der.)	



Participación % por grupo de entidad financiera

Marzo 2023



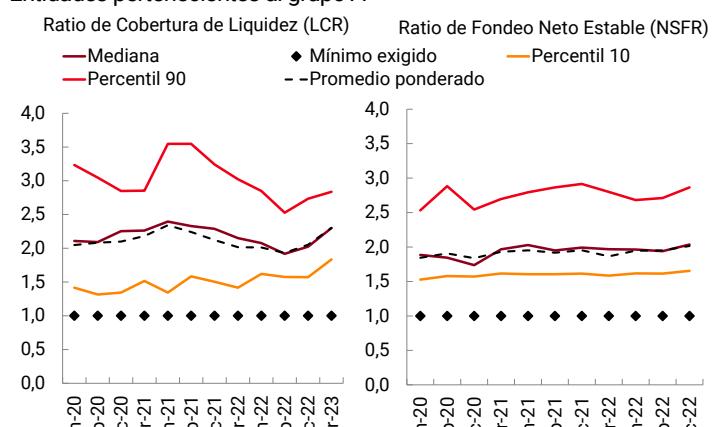
En el marco de las acotadas modificaciones mencionadas en los indicadores de exposición al riesgo de liquidez agregado, no podrían descartarse la materialización de eventuales cambios en el nivel y la composición del fondeo del sistema financiero de concretarse alguno de los factores de riesgo planteados en la sección anterior.

### 3.3.1. Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

**Elevados indicadores de cobertura del riesgo de liquidez.** En el comienzo de 2023 el sistema financiero continuó operando con elevados ratios de liquidez en sentido amplio (tanto en el segmento en moneda nacional como extranjera). El nivel actual de la liquidez en sentido amplio supera al promedio de los últimos años,<sup>53</sup> así como a los registros de otras economías de la región.<sup>54</sup> Respecto al último IEF el indicador amplio de liquidez se incrementó por las partidas en moneda nacional, con mayor relevancia de los títulos públicos admitidos para el cómputo de efectivo mínimo. Los ratios de liquidez derivados de la normativa prudencial alineada a las recomendaciones del Comité de Basilea se ubicaron en niveles holgados para el conjunto de entidades financieras locales obligadas a cumplir con dichos requisitos (ver Gráfico 21). En particular, el registro actual tanto del Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR, por sus siglas en inglés), así como del Ratio de Fondeo Neto Estable (NSFR, por sus siglas en inglés) prácticamente duplicaron los mínimos establecidos regulatoriamente a nivel local (dispuestos en 1 para ambos indicadores). Todas las entidades verificaron un nivel por encima del umbral mínimo normativo.

**Gráfico 21 | Ratios de liquidez de Basilea**

Entidades pertenecientes al grupo A



Nota: Las entidades obligadas pertenecen al grupo A (Comunicación "A" 6538) representaron 88,6% del activo a dic-22. Fuente: BCRA

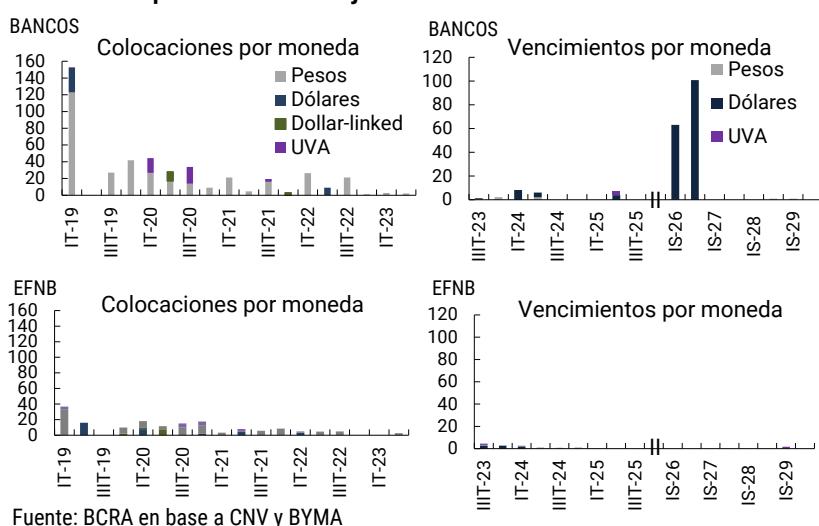
**El financiamiento a través de mercado de capitales a través de obligaciones negociables (ON) con oferta pública se mantiene en niveles relativamente bajos para el sistema financiero en su conjunto.** A abril, las ON con oferta pública emitidas por las entidades explican 0,5% del fondeo total del sistema financiero, por debajo del valor observado en el último IEF (0,8%). Considerando sólo a entidades con ON en circulación, la participación sobre el fondeo es de 1% para bancos y 12% para

53 El ratio amplio de liquidez se ubicó en 53,7% en el promedio de los últimos 10 años y alcanzó 49,7% para la media de los últimos 15 años.

54 El ratio de liquidez sobre depósitos para el promedio de los sistemas financieros de la región (Perú, México, Brasil y Colombia) se ubicó en torno a 33,8% (mediana de 31,1%), según la última información disponible.

EFNB, en términos agregados. El saldo de bonos en circulación de bancos y EFNB, al momento del presente informe, equivale a \$207.000 millones en total<sup>55</sup>, con el 92% explicado por bancos<sup>56</sup>. En términos de moneda, 91% de este saldo está dado por títulos en dólares<sup>57</sup>, mientras que 6% son colocaciones en pesos nominales y 3% UVA. Para el último semestre del año, los pagos estimados, suman \$11.300 millones (que equivalen a 5% del saldo total de bonos de las entidades financieras). 57% de estos pagos son de ON en dólares, 33% de ON en pesos nominales y el resto en UVA. Con respecto a las colocaciones más recientes del sector, entre enero y junio de 2023 hubo tres operaciones (todas en pesos, por un total de \$6.770 millones), lo que implica una merma de más del 70% en términos reales en comparación a los 6 meses previos (ver Gráfico 22) En perspectiva, se observa desde 2019 un menor fondeo a través de mercado de capitales por parte de entidades financieras, con montos declinantes de colocaciones de ON y de titulizaciones (a través de fideicomisos financieros).

**Gráfico 22 | ON genuinas (leg. local y extranjera) de Bancos y EFNB -cifras en miles de millones de pesos constantes a jun-23**



Fuente: BCRA en base a CNV y BYMA

55 Adicionalmente, dos bancos tienen actualmente en su pasivo ON colocadas en forma privada por US\$260 millones.

56 Del total de 77 entidades, tienen ON vigentes 15 bancos (en general entidades grandes o medianas) y 8 EFNB.

57 Con vencimientos en 2026. Estos bonos corresponden a operaciones bajo ley internacional llevadas a cabo en 2016.

### Recuadro 3 / Situación financiera de empresas con oferta pública

Con datos al IT-23<sup>58</sup>, los principales indicadores financieros que surgen de los balances de las empresas con oferta pública registraron un comportamiento mixto con respecto a lo observado seis meses atrás (considerando la mediana).<sup>59</sup> Por un lado, los resultados finales en términos del patrimonio neto (ROE) muestran una merma, pese a que siguió mejorando el margen de rentabilidad (ver Tabla R.3.1). Esto se da en un contexto en el cual cae el apalancamiento (medido como activo sobre patrimonio neto) y la rotación de los activos.<sup>60</sup> A pesar del menor apalancamiento, aumentó la carga de la deuda financiera (aunque con menor peso de la deuda de corto plazo sobre el total) y se deterioró la cobertura de intereses con resultados operativos.<sup>61</sup> En contrapartida, mejoró el indicador ácido de liquidez (activos corrientes netos de inventarios sobre pasivos corrientes). Por último, se evidencia un descenso en el descalce en moneda extranjera.

**Tabla R.3.1 | Empresas con oferta pública – Indicadores seleccionados**

Indicadores seleccionados (valores de medianas):	Trimestres													
	IV-19	I-20	II-20	III-20	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	I-22	II-22	III-22	IV-22	I-23
<b>ROE: Resultado final / Patrimonio neto (en %)</b>	4,4	1,1	2,3	4,8	6,1	7,5	3,6	2,9	8,3	8,0	13,1	13,3	13,4	10,6
<b>Margen de rentabilidad neto: Resultado final / Ventas (en %)</b>	2,3	1,5	1,4	3,1	4,9	7,1	2,5	2,0	3,6	4,6	7,3	6,7	8,9	9,3
<b>Rotación de activos: Ventas / Activos</b>	65,3	64,5	61,2	53,2	46,6	46,3	46,2	47,5	48,6	49,2	48,7	48,4	44,5	46,2
<b>Apalancamiento: Activo / Patrimonio neto (en %)</b>	237,7	232,7	234,3	231,0	233,9	223,1	243,2	232,9	227,5	217,9	218,3	208,4	212,6	201,2
<b>Liquidez ácida: (activo corriente - inventarios) / pasivo corriente (en %)</b>	87,0	84,5	82,3	84,7	87,1	87,8	90,2	92,3	87,3	92,1	85,9	83,2	84,5	92,0
<b>Cobertura de intereses: Resultados operativos / Intereses pagados</b>	1,5	1,7	1,5	1,4	1,4	1,5	1,4	1,5	1,9	1,9	2,2	2,3	1,9	2,1
<b>Plazo de deuda financiera: Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera total (en %)</b>	50,2	48,6	48,6	54,5	48,6	48,1	37,5	35,5	36,0	38,7	42,8	40,3	46,3	38,2
<b>Descalce en moneda extranjera: (activo ME-pasivo ME) / activo total (en %)</b>	-9,2	-7,2	-9,6	-8,4	-8,5	-8,3	-8,7	-8,5	-7,4	-6,2	-5,5	-5,9	-10,0	-4,8
<b>Cantidad de empresas observadas</b>	130	129	132	129	126	125	125	124	125	124	127	125	126	125

Nota: En aquellos indicadores que contienen variables de tipo flujo y de tipo stock, las primeras son tomadas con arrastre acumulado de 4 trimestres mientras que las segundas son tomadas como promedio del período considerado. Para los restantes indicadores se considera el valor del cierre del trimestre.

Fuente: BCRA en base a CNV/BCBA.

Utilizando los indicadores de liquidez, cobertura de intereses y apalancamiento<sup>62</sup> para realizar una primera aproximación respecto a las firmas en situación potencialmente vulnerable, se observa que la cantidad de estas empresas subió levemente respecto a seis meses atrás. Sin embargo, la exposición del sector financiero a estas empresas sigue siendo muy acotada. Los créditos a estas firmas representaban al IT-23 cerca de 2% de la cartera total de créditos a empresas por parte de las entidades financieras.

58 En moneda homogénea.

59 Las empresas con oferta pública se caracterizan en líneas generales por su tamaño mediano-grande (en función de sus activos y en términos relativos a nivel local). Para mayor detalle sobre cobertura y metodología ver secciones sobre "Situación patrimonial del sector corporativo" en [IEF I-17](#), y "Situación financiera de empresas con oferta pública" en [IEF I-19](#).

60 Teniendo en cuenta que una de las formas de analizar el ROE es en base a tres componentes: margen de rentabilidad, rotación de activos y apalancamiento.

61 Un ratio de cobertura en aumento implica un menor riesgo de crédito, y viceversa.

62 Para más detalles sobre la metodología ver "Situación financiera de empresas con oferta pública" en [IEF I-19](#).

## 4. Otros tópicos de estabilidad del sistema financiero

### 4.1 Entidades financieras sistémicamente importantes a nivel local (DSIBS)

En concordancia con los compromisos asumidos internacionalmente que procuran fortalecer la resiliencia de los sistemas financieros, a fines de 2013 el BCRA difundió la metodología para definir aquellas entidades sistémicamente importantes a nivel local (DSIBS).<sup>63</sup> Con un enfoque de riesgo sistémico, se dispuso que las DSIBS locales enfrenten un tratamiento regulatorio especial. Puntualmente, en Argentina a este grupo de entidades se les exige un coeficiente adicional de conservación de capital, llevando el total de dicho coeficiente hasta 3,5% de los APR mientras que el resto de las entidades deben verificar 2,5% de los APR.

En términos de la relevancia dentro del sistema financiero, a marzo de 2023 las entidades identificadas como DSIBS en Argentina continuaron explicando un poco más de la mitad del activo total del sector (nivel estable a lo largo de los últimos años). Este conjunto de bancos verificó un cumplimiento pleno de los requisitos adicionales de capital. Los niveles de liquidez y solvencia de los DSIBS se ubicaron por encima de los registrados en el IEF anterior (ver Tabla 3; levemente por debajo de los observados en el resto del sistema financiero). Los indicadores de rentabilidad a marzo de 2023 también superaron aquellos registrados en el IEF anterior –acumulado 12 meses– (por encima del resto del sistema).

**Tabla 3 | Principales indicadores de solidez para las entidades DSIBS**

	mar-22	sep-22	mar-23
<b>Liquidez</b>			
Liquidez amplia (%)	59,6	65,9	72,3
En \$	53,7	61,4	68,6
En US\$	89,2	94,1	91,6
Ratio de cobertura de liquidez (1)	2,0	1,9	2,2
Ratio de fondeo neto estable (1) (2)	1,7	1,8	1,9
<b>Solvencia</b>			
Integración de capital / APR (%)	27,2	27,2	30,0
Integración de capital / Crédito s. priv. neto de prev (%)	48,2	54,3	61,6
(Integración de capital - Exigencia) / Crédito s. priv. neto de prev (%)	34,3	38,6	45,5
Ratio de apalancamiento (1)	14,1	15,0	16,5
<b>Rentabilidad</b>			
ROE en moneda homogénea (%a.) (3)	11,7	13,3	15,3
<b>Crédito al sector privado</b>			
Exposición bruta / Activos (%)	34,2	30,8	29,9
Ratio de IRR (%)	4,1	3,5	3,9
Previsiones / Crédito al sector privado (%)	4,9	4,6	4,9
<b>Crédito al sector Público</b>			
Exposición bruta / Activos (%) (4)	20,4	19,9	21,5
<b>Posición en moneda extranjera</b>			
(Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME) / RPC (%)	16,9	41,3	46,1

(1) Dato de Mar-23 es estimado. (2) Dic-22 última información disponible. (3) Acumulado 12 meses.

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

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

Fuente: BCRA

63 Donde se evalúa el tamaño, interconexión, complejidad y grado de sustituibilidad. Para mayor detalle sobre la metodología que sigue los lineamientos internacionales, consultar [aquí](#).

En cuanto a los indicadores asociados al riesgo de crédito al sector privado, en los últimos seis meses el conjunto de DSIBS redujo su exposición<sup>64</sup> en un contexto de leve aumento del ratio de irregularidad. Para este grupo de bancos la posición de capital (RPC menos exigencia mínima regulatoria) en términos del crédito al sector privado neto de previsiones aumentó respecto al IEF anterior manteniéndose en un rango de valores elevados, siendo un indicador que ilustra la holgada cobertura frente a este riesgo.<sup>65</sup>

Finalmente, en marzo el diferencial de partidas denominadas en moneda extranjera en términos del capital regulatorio que verificó el conjunto de DSIBS aumentó con respecto al último IEF (comportamiento similar al observado en el resto de entidades, si bien estas últimas desde niveles más acotados).

#### 4.2 Interconexión en el sistema financiero

En lo que refiere a la interconexión de las entidades financieras entre sí, uno de los mercados en los cuales se verifica una interrelación directa es el de préstamos interfinancieros no garantizados (mercado de *call*)<sup>66</sup>. En los últimos meses se profundizó la caída en los montos operados diariamente en este mercado, tanto en términos reales como en relación a los depósitos del sector privado en el sistema financiero. Este comportamiento se verificó en un contexto de aumento de la tasas de política monetaria y la BADLAR (en términos nominales), al tiempo que el diferencial entre las primeras y las tasas pactadas en el mercado de *call* se amplió (también nominalmente). Los indicadores relevados vinculados al análisis de redes sugieren, profundizando lo observado en el semestre anterior, un menor grado de interconexión directa entre entidades financieras para casi la totalidad de las métricas. Por ejemplo, se observa que cae la cantidad de nodos (entidades financieras participando en el mercado) que pasa de 55 en promedio en el tercer cuatrimestre de 2022 a 44 en el primer cuatrimestre de 2023. La cantidad de vínculos y la densidad de la red reflejan también una caída respecto a los últimos 4 meses de 2022 (de 945 a 590 y de 33,1% a 32,1%, respectivamente) mientras que la reciprocidad, por el contrario, se incrementa (pasa de 5,2% a 5,7%). Esta tendencia también se verifica en términos interanuales<sup>67</sup>.

Con respecto a la interconexión directa entre el sistema financiero y los inversores institucionales, la principal fuente está dada por los depósitos de estos últimos en los bancos (a la vista y plazo fijo). En los últimos meses esta interconexión mantuvo la tendencia creciente que viene dándose en años recientes, aunque a menor ritmo. Los depósitos de inversores institucionales en el sistema financiero local representaban a abril de 2023 16,6% del total, con una suba de 1,6 p.p. en 4 meses

---

64 Por su parte, la exposición al sector público aumentó ligeramente en el grupo de DSIBS con respecto al IEF anterior y se mantuvo en niveles relativamente mayores que los registrados en el conjunto restante de entidades activas localmente.

65 Al comparar los DSIBS con el resto de entidades activas localmente, a fines del primer trimestre del año el primer grupo exhibió ligeramente mayores niveles en la exposición al sector privado y en el ratio de ratio de irregularidad; en tanto que el indicador de cobertura (posición de capital en términos del crédito al sector privado neto de previsiones) fue relativamente menor.

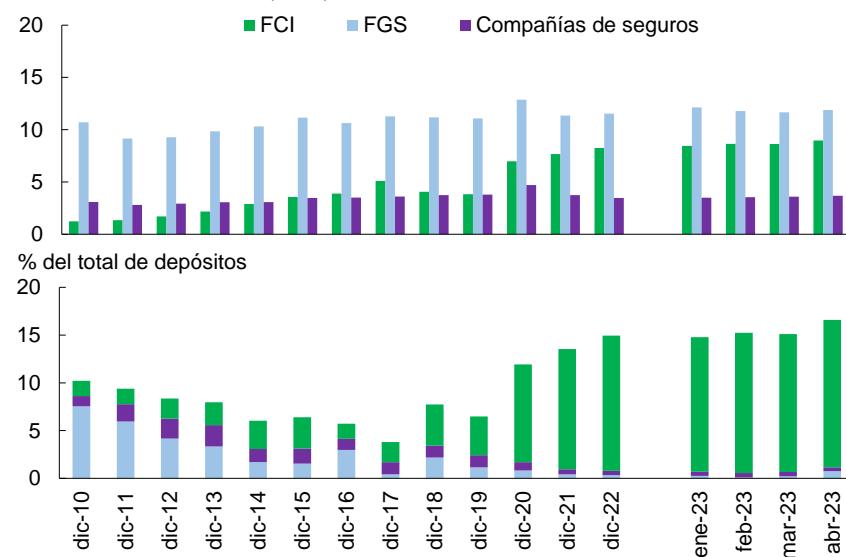
66 Si bien este mercado es pequeño en términos relativos, con un monto promedio negociado por día que equivale a menos de 1% del saldo de los depósitos del sector privado, es relevante en cuanto a los indicadores que puede arrojar dada su utilización por parte de las entidades para la administración de la liquidez.

67 En el primer cuatrimestre de 2022 la cantidad de nodos era 62, los vínculos fueron 1163, el grado medio 2,5 y la reciprocidad 3,9% (en todos los casos en promedio por mes). Para la definición de los indicadores y de la terminología principal utilizada en análisis de redes ver Apartado 3 del [IEF II-18](#) y sección 3.4 del [IEF I-19](#).

(ver Gráfico 23).<sup>68</sup> Esta ponderación, que considera los tres principales inversores en conjunto, duplica aproximadamente el valor de 10 años atrás, evolución principalmente explicada por el crecimiento de la cartera de los fondos comunes de inversión (FCI) desde 2020, en particular en lo que refiere a los fondos de mercado de dinero<sup>69</sup> dada la significativa ponderación que tienen los depósitos en bancos en esta clase de fondos (ver Recuadro 4).

**Gráfico 23 | Cartera de inversores institucionales y participación de sus depósitos en el fondeo del sistema financiero**

cartera administrada/ PIB (en %)



Nota: para FCI y compañías de seguros se utilizan datos de depósitos publicados por BCRA. Fuente: BCRA en base a FGS, SSN y CAFCI.

68 Esto se da en un contexto en el cual a cartera de los FCI refleja un crecimiento de 0,7 p.p en relación con el PIB (hasta 9%) en lo que va del año, mientras que para las carteras del FGS y las compañías de seguro el incremento es menor (en torno a 0,3 y 0,2 p.p.). En base a la comparación a abril de 2023 en base a última información disponible (los datos de PIB de 2023 y de cartera de CCSS a abril de 2023 son estimados).

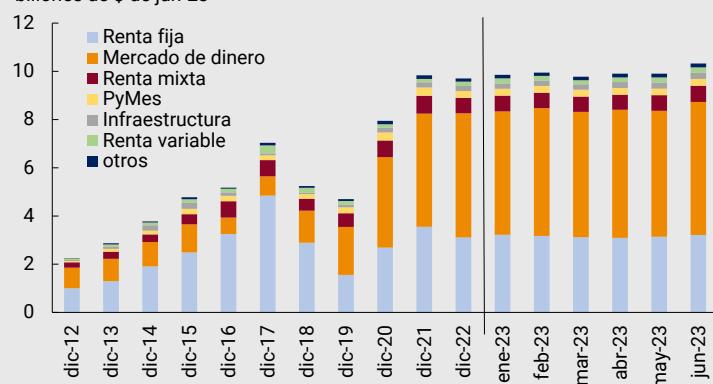
69 Ver ["Apartado 5 / Evolución de la industria de los Fondos Comunes de Inversión \(FCI\) e interconexión con el sistema financiero"](#) en IEF I-21.

## Recuadro 4 / Evolución reciente de los FCI de mercado de dinero

El patrimonio del agregado de los FCI acumula un crecimiento real de 6,4% (3,9% i.a. en términos reales) en lo que va de 2023 hasta principios de junio. Más de la mitad del crecimiento en el patrimonio es atribuible a los FCI de mercado de dinero —FCI MM—. El patrimonio de los FCI MM creció 7% real en el mismo periodo (27% i.a. en términos reales).<sup>70</sup> Los FCI MM constituyen el principal componente entre los distintos tipos de fondos, con una ponderación estable de 53% en promedio en el último semestre en la cartera total de la industria (ver Gráfico R.4.1).

**Gráfico R.4.1 | Evolución patrimonial por tipo de FCI**

billones de \$ de jun-23



Nota: otros incluye fondos Retorno total, Sustentables y de Títulos del Tesoro. Fuente: BCRA en base a CAFCI.

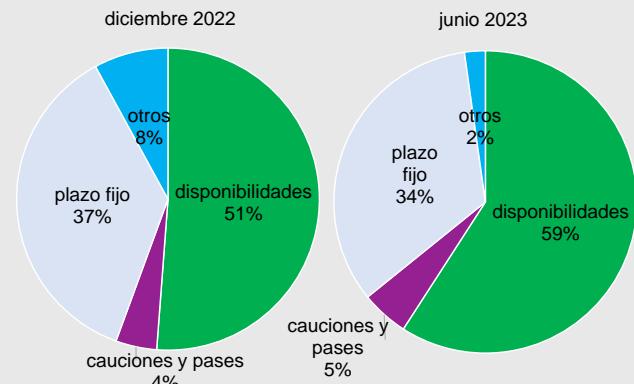
Con respecto a la composición de cartera, y a partir de la coyuntura de los últimos meses, para los FCI MM se verifica una mayor ponderación de disponibilidades en detrimento de las colocaciones a plazo. Las disponibilidades, que incluyen las inversiones en cuentas a la vista, comprendidas casi en su mayor parte por cuentas corrientes remuneradas (además de cuenta corriente sin remunerar y caja de ahorro), pasaron de explicar 51% del total en diciembre 2022 a 59% en junio 2023 (ver Gráfico R.4.2). Esta mayor ponderación resultó, en particular, a partir del incremento en las cuentas corrientes remuneradas. Comparativamente los plazos fijos se redujeron de 37% a 34%, respectivamente. Las cauciones y los pases<sup>71</sup> casi no presentaron variación de su participación relativa.

En términos de interconexión directa entre el sistema financiero y los FCI, vale mencionar que estos últimos realizan depósitos en bancos por un monto equivalente al 13,8% del fondeo total del sistema financiero (a abril de 2023). Casi la totalidad de estos depósitos está explicada por los FCI MM (98% a junio de 2023). Las colocaciones de estos inversores institucionales (tanto a la vista como a plazo) están distribuidas en 38 entidades financieras (41 en diciembre de 2022).

70 Las suscripciones netas fueron positivas durante el primer semestre de 2023 (información a abril) siendo únicamente enero un mes con rescates netos. En abril, a pesar de finalizar con suscripciones netas positivas se dieron rescates durante la primera parte del mes, compensados por las suscripciones nuevas generadas a partir del inicio del “Programa de Incremento Exportador”. Con respecto al rendimiento en promedio por mes de la cartera, fue superior a 5% mensual (nominal).

71 En agosto del año pasado mediante la [Comunicación “A” 7579](#) y con el objetivo de optimizar la transmisión de la tasa de política monetaria a los distintos segmentos del sistema financiero y del mercado de capitales, el BCRA reintrodujo la posibilidad de que los FCI realicen operaciones de pase con el BCRA. La tasa de interés para los FCI equivale actualmente a 75% de la tasa de pases pasivos para entidades financieras. En “otros” se incluyen títulos de deuda, fideicomisos financieros, etc.

**Gráfico R.4.2 | Composición de cartera de FCI de Mercado de dinero**



Nota: disponibilidades incluye caja de ahorro, cuenta corriente y cuenta corriente remunerada.

Fuente: BCRA en base a CAFCI.

Utilizando métricas de análisis de redes con información granular de disponibilidades y plazos fijos de FCI MM —agrupados a nivel de sociedad gerente (SG)—, se observa en meses recientes un leve crecimiento en el grado de interconexión. Por ejemplo, si bien aumenta la cantidad de SG y de entidades financieras con las que operan, se aprecia un incremento en la densidad, medida como la cantidad de los vínculos encontrados respecto de los posibles (entidades financieras con depósitos de al menos de una SG)<sup>72</sup>. La densidad era de 39% en junio de 2023 y de 37% 6 meses antes (35% en diciembre de 2019). Por otro lado, la mediana de la cantidad de entidades financieras con la que opera cada SG era de 16 en junio 2023 y 15 en diciembre 2022 (9 en diciembre 2019). La ponderación de los depósitos de las SG para cada entidad financiera con respecto a los depósitos del SPNF que disponen, tenía una mediana de 25% en junio 2023, superando 4p.p. el valor de diciembre de 2022.

72 En términos de análisis de redes, se trata de una red bipartita, en la que los vínculos tienen una dirección posible. Ver [Borgatti, P. y Everett M. "Network analysis of 2-mode data", Elsevier \(1997\)](#).

## 5. Principales medidas macroprudenciales

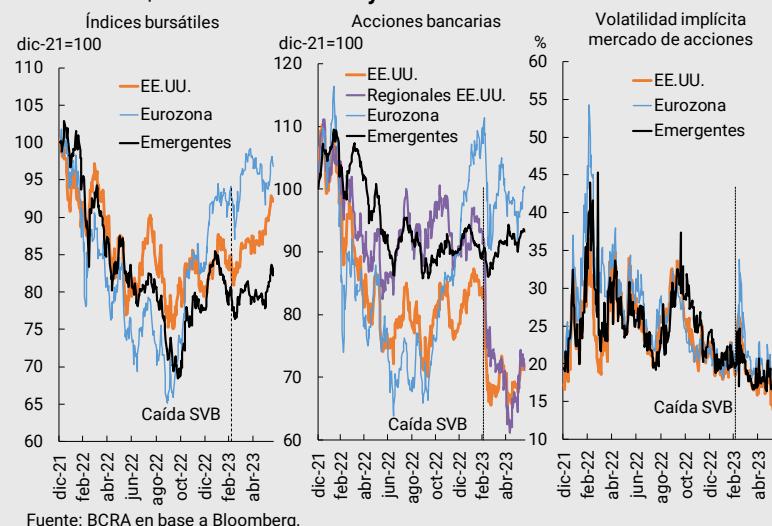
Desde la última publicación del IEF el BCRA continuó implementando acciones de política macroprudencial orientadas a robustecer las condiciones locales de estabilidad financiera. Dado el monitoreo sobre los factores de riesgos y las potenciales vulnerabilidades del sistema financiero, en la primera parte de 2023 las medidas se centraron en:

- i. Seguir estimulando el financiamiento bancario al sector privado, principalmente aquel orientado al desarrollo de las MiPyMEs. Se dispuso un nuevo cupo de la [Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME](#) (Cupo 2023), con similares condiciones a las previstas para el cupo 2022/2023. Complementariamente, se reglamentó el Sistema de Circulación Abierta (SCA) de Facturas de Crédito Electrónicas MiPyME (FCEM) a través de las entidades financieras (ver Anexo normativo). Asimismo, se siguió monitoreando la situación de las líneas hipotecarias UVA (Ver Apartado 5).
- ii. Mantener el incentivo al ahorro en pesos en el sistema financiero. En los últimos meses se incrementaron paulatinamente las tasas de interés mínimas nominales garantizadas para los depósitos a plazo fijo en moneda nacional. Complementariamente se elevó el importe hasta el cual las entidades financieras se encuentran obligadas a aplicar dicha tasa para imposiciones de personas humanas (pasando de \$10 millones a \$30 millones). Paralelamente se ajustó el coeficiente utilizado para establecer la tasa de interés fija de precancelación de los depósitos con opción de cancelación anticipada en Unidades de Valor Adquisitivo ("UVA").
- iii. Dado el débil desempeño de la intermediación financiera (ver Sección 3), se mantuvo sin modificaciones (en 0%) el nivel requerido del Margen de Capital Contracíclico a las entidades financieras.
- iv. Sostener adecuados niveles de solvencia en el conjunto de entidades financieras. Se dispuso que durante 2023 las entidades financieras que cuenten con la autorización del BCRA puedan distribuir resultados en 6 cuotas iguales, mensuales y consecutivas por hasta el 40% del importe correspondiente.
- v. Calibrar la política cambiaria, contribuyendo a minimizar las presiones en el mercado de cambios y los desequilibrios temporales que pudieran afectar la posición de reservas internacionales.
- vi. Impulsar acciones para mitigar los riesgos en las operaciones con criptoactivos. En mayo se dispuso, en línea con la normativa aplicada a las entidades financieras, que los proveedores de servicios de pago que ofrecen cuentas de pago (PSPCP) no podrán realizar ni facilitar a sus clientes la realización de operaciones con activos digitales que no se encuentren autorizados por una autoridad reguladora nacional competente ni por esta Institución.
- vii. A mediados de 2023 se actualizaron las prácticas y requisitos de seguridad y prevención del fraude en los servicios financieros digitales.

## Apartado 1 / Instrumentos financieros de economías emergentes y potencial efecto contagio de los problemas de bancos en economías desarrolladas

En un contexto aún marcado por el sesgo contractivo de las políticas monetarias a nivel global (particularmente notorio entre las principales economías desarrolladas), en los últimos meses se verificó una creciente preocupación respecto a segmentos de la banca en los EEUU y Europa, dado su potencial contagio hacia el resto de los mercados financieros. En el caso norteamericano, sobresalieron la caída del Silicon Valley Bank (SVB) en marzo<sup>73</sup>, cercana en el tiempo a las de otras dos entidades de tamaño mediano (Signature Bank y Silvergate, con presencia en sectores ligados al mercado de criptoactivos). Más recientemente, a principios de mayo parte de los activos y depósitos de otro banco regional (First Republic) terminaron siendo adquiridos por JP Morgan. Por su parte, en Europa, Credit Suisse (entidad sistémica a nivel global que ya estaba desde hace tiempo en el foco de los mercados), terminó siendo adquirido por UBS a mediados de marzo, en una operación que contó con el apoyo de las autoridades suizas. Estos sucesos generaron un incremento en la incertidumbre a nivel mundial, en particular durante marzo, aunque la respuesta por parte de los hacedores de política permitió que la situación no empeorara en el corto plazo.<sup>74</sup>

**Gráfico A.1.1 | Mercados bursátiles y caída del SVB**



Fuente: BCRA en base a Bloomberg.

Pese a que no llegó a materializarse un evento de riesgo sistémico, se mantiene un contexto de incertidumbre, con continuo monitoreo de la situación del sector bancario en general y su interconexión con el resto de los sectores.<sup>75</sup> No se descarta que otras entidades en situación relativamente más vulnerable puedan tener problemas; aunque el estado de cada uno de los bancos mencionados presentaba características propias, ciertos elementos pueden ser representativos para otras

73 En el caso de SVB, la posición del banco resultó particularmente vulnerable, dada su cartera de inversión con fuerte ponderación de inversiones en bonos de largo plazo (con cotizaciones más sensibles a la suba en las tasas de interés) y su estructura de fondeo con presencia relevante de depósitos de gran porte (no cubiertos por el seguro de depósitos).

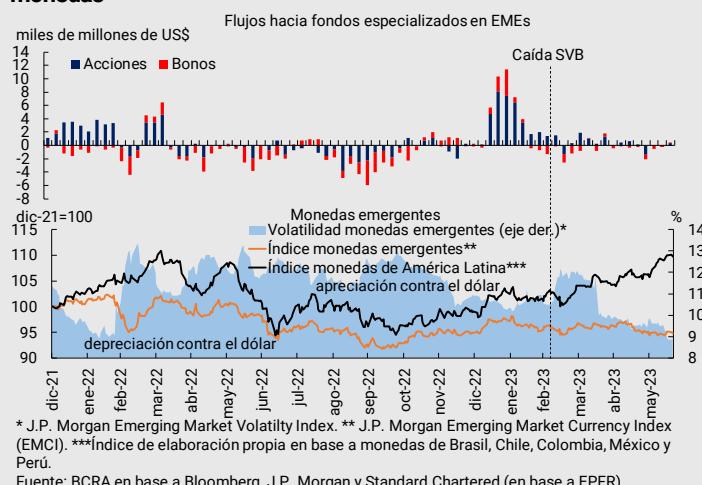
74 Incluyendo, en los EEUU, la intervención de la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC, asegurando todos los depósitos de los bancos implicados) e inyecciones de liquidez por parte de la Reserva Federal (a través de líneas tradicionales y de la introducción del *Bank Term Funding Program*), además de ampliar las líneas de swaps en dólares de la Reserva Federal con otros bancos centrales. Ver, por ejemplo, sección sobre "La quiebra del SVB y las turbulencias financieras" en el [IPOM de abril de 2023](#).

75 Ver, por ejemplo, los informes de estabilidad financiera de la [Reserva Federal](#) y el [ECB](#).

entidades. Estos incluyen, entre otros factores: el efecto de la suba de las tasas de interés sobre la cartera de inversiones (posibilidad de pérdidas aún no realizadas)<sup>76</sup>, la dependencia de fondeo potencialmente más volátil (de corto plazo o de inversores no cubiertos por seguro de depósitos), los vínculos con empresas tecnológicas y sectores de innovación financiera (aún no debidamente testeados por contextos más desafiantes) y el impacto de las redes sociales sobre la celeridad con que se diseminan entre inversores las preocupaciones respecto a entidades específicas.

Los sucesos mencionados generaron un menor apetito por activos riesgosos: se dio un aumento en la volatilidad esperada para el mercado de acciones en los EEUU y Europa y presión sobre las cotizaciones en los mercados de renta variable, con mayor intensidad para las acciones del sector financiero (ver Gráfico A.1.1).<sup>77</sup> Particularmente relevante resultó el claro impacto sobre los senderos esperados para las tasas de interés de política monetaria, pese a las señales de persistencia de las presiones inflacionarias. En el caso norteamericano, esto implicó que las expectativas comenzaran a considerar la posibilidad de mermas en las tasas de interés por parte de la Fed antes de lo que se venía previendo (efecto transitorio, ya que más recientemente volvería a ponerse el foco en las subas esperadas en las tasas).<sup>78</sup> Junto con la búsqueda de refugio en activos considerados más seguros, esto llevó a que las distintas variables que venían estando directamente afectadas por el ciclo de subas en las tasas de interés cambiaran su tendencia. En el mercado de *Treasuries* (que funciona como *benchmark* para el fondeo en dólares a nivel global), además de darse un fuerte aumento en la volatilidad esperada, los retornos de los instrumentos pasaron a recortarse en marzo (volviendo a subir en mayo-junio). En igual sentido, el dólar, que en febrero se había apreciado contra las principales monedas, pasó a depreciarse en marzo. Posteriormente el dólar mantuvo un comportamiento cambiante (re-apreciándose en mayo y depreciándose en junio).

**Gráfico A.1.2 | Economías emergentes: flujos a fondos especializados y monedas**



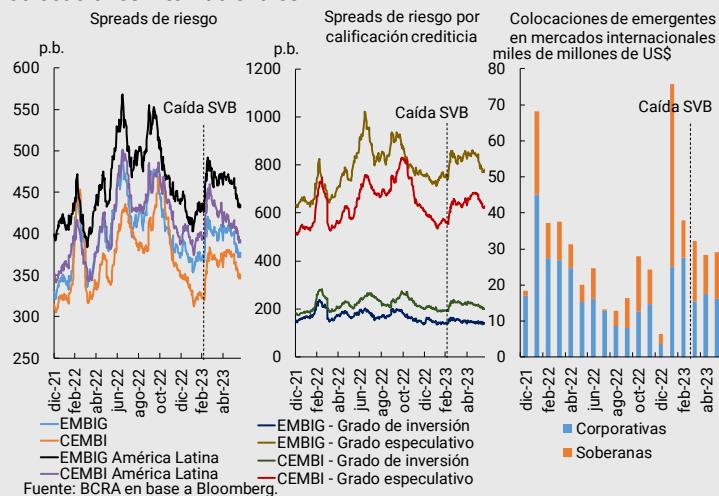
76 Considerando, por ejemplo, el impacto en instrumentos de mayor plazo (incluso en aquellos con bajo riesgo en términos relativos) o en segmentos más vulnerables en contextos de suba en el costo de financiamiento (efecto sobre los fundamentos para agentes con mayor apalancamiento, en áreas particularmente sensibles como el sector inmobiliario, o más opacas como el sector de *private credit*).

77 En los EEUU, las mermas más pronunciadas y sostenidas ocurrieron en las acciones de los bancos regionales, que retroceden más de 20% en el año, en comparación con una baja de 3% en el sector financiero (con cierre estadístico al 23 de junio).

78 De esta manera, mientras que antes de la caída del SVB en el mercado de futuros se esperaba que en diciembre fuese la primera reducción en la tasa de política monetaria, una semana después del evento el mercado esperaba para junio el primer recorte en la tasa de referencia. Los pronósticos de los propios miembros del FOMC de la Reserva Federal evidenciaron cambios más limitados.

Dadas las tendencias antes mencionadas, los activos financieros de economías emergentes evidenciaron un impacto acotado hasta el momento. A mediados de marzo se observaron salidas desde fondos especializados en emergentes (ver Gráfico A.1.2), pero las mismas fueron limitadas en el tiempo y por montos no significativos (en comparación, por ejemplo, con las registradas entre abril y mediados de noviembre de 2022).<sup>79</sup> En igual sentido, a mediados de marzo se observó una merma en las cotizaciones de acciones de emergentes medidas en dólares (según el MSCI), con posterior recuperación parcial (pese a que en mayo volvía a darse un comportamiento negativo<sup>80</sup>). Un patrón similar se verificó entre los tipos de cambio de emergentes contra el dólar, según el índice EMCI. En el caso del spread del EMBI (deuda soberana) y el CEMBI (deuda corporativa), la ampliación observada en marzo solo comenzó a corregirse parcialmente a partir de junio (ver Gráfico A.1.3), al tiempo que el mayor costo de financiamiento en dólares afectaría en forma más acentuada a economías con menor grado de desarrollo entre los emergentes.<sup>81</sup>

**Gráfico A.1.3 | Economías emergentes: riesgo percibido de deuda y colocaciones internacionales**



La situación de los bancos en economías desarrolladas y su potencial de contagio sobre las economías emergentes continúan siendo monitoreados. Como se viene mencionando en anteriores ediciones del IEF, la intensidad de este potencial contagio podría verse exacerbada por la presencia de diversas vulnerabilidades a nivel global, producto de un largo período de tasas de interés bajas y amplia liquidez que generaron estrategias de inversión más riesgosas para mejorar los rendimientos de cartera. Esta combinación de vulnerabilidades puede hacer que, ante un cambio en la percepción de riesgo, se desate abruptamente una reacción desordenada con efecto amplificado sobre cotizaciones y flujos de portafolio. Entre estas vulnerabilidades, se destacan:

79 A su vez, menores a las salidas observadas desde fondos especializados en activos de economías emergentes en episodios previos de fuertes retiros (como en el marco del shock del COVID en 2020 o frente al llamado *taper tantrum* en 2013). Ver Apartado "Suba de tasas de interés de política monetaria en economías desarrolladas e impacto sobre mercados financieros de economías emergentes" en [IEF II-22](#).

80 Con inversores siguiendo más de cerca la negociación en torno al techo de la deuda en los EEUU. En mayo volvieron a verificarse además salidas desde fondos especializados en emergentes.

81 Las colocaciones de deuda de agentes de economías emergentes en mercados internacionales retrocedieron 15% en marzo respecto a febrero, explicado principalmente por la contracción de las emisiones corporativas. La ampliación del spread del EMBI se dio con mayor fuerza en aquellos países con calificación crediticia más baja (ampliándose la cantidad de países con spread mayor a 700p.b., nivel que según el FMI marca el umbral a partir del cual se dificulta el acceso a los mercados internacionales). En este contexto, en lo que va del año las colocaciones soberanas están explicadas en un 77% por emisiones de países con grado de inversión, frente a un promedio de 68% en los últimos 5 años.

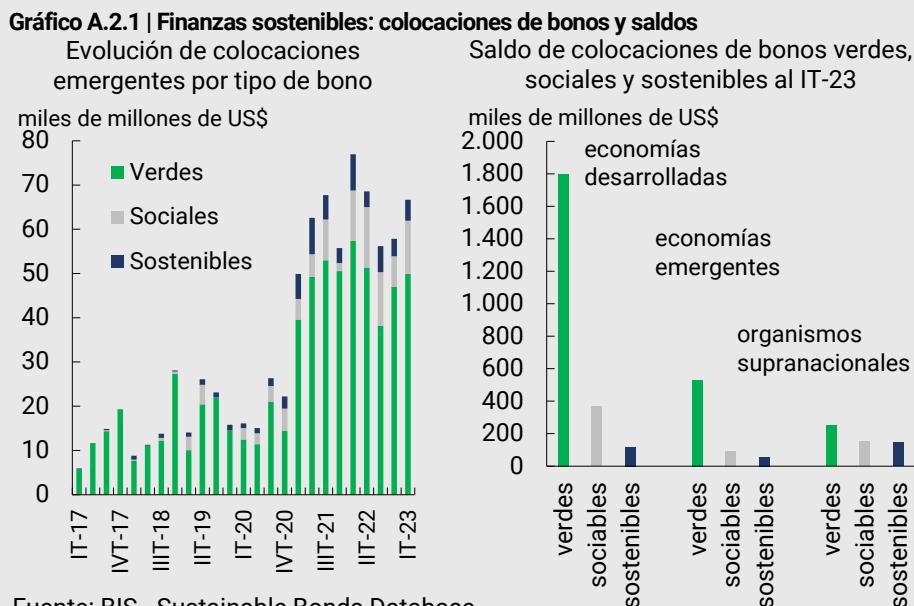
- **Existencia de segmentos de mercado (en general, de mayor riesgo relativo) con signos de sobre-apreciación.** Esto incluye, por ejemplo, a ciertos mercados de acciones o a productos más novedosos (como los criptoactivos), que acumulan importantes avances en sus precios en los últimos meses.<sup>82</sup> Ante un súbito cambio en la confianza de la base inversora a nivel global, estos sectores serían susceptibles a rápidas correcciones en los precios, generando reasignaciones de cartera (ventas de emergencia y búsqueda de refugio en activos de menor riesgo relativo) con impacto sobre las condiciones de los mercados internacionales potencialmente más fuerte y duradero que el observado hasta el momento, perjudicando a los activos de economías emergentes considerados como una clase específica.
- **Crecimiento de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) a nivel mundial,** liderada por la dinámica de los fondos de inversión. La IFNB incluye a agentes con características heterogéneas, cuya actividad puede implicar descalces de plazos y/o liquidez (volviendo más crucial a la liquidez de los mercados), el uso de apalancamiento (con mayor vulnerabilidad ante incrementos en las tasas de interés), un posicionamiento en sectores más opacos o de mayor riesgo relativo, y una mayor interconexión (tanto entre sectores como entre jurisdicciones). Estas características hacen que el comportamiento de la IFNB sea particularmente procíclico. Cambios en la percepción de riesgo a nivel global puede implicar, por ejemplo, rápidos desarmes de posiciones en activos de emergentes, con impacto sobre los tipos de cambio y las tasas de interés (tanto para activos en moneda extranjera como en moneda local), que serían más fuertes para mercados menos profundos.
- **Incremento de la carga de la deuda tanto para el sector público como para el sector privado a nivel mundial.** Aunque con heterogeneidad, esta tendencia se dio tanto entre economías desarrolladas como entre emergentes. En ciertos casos la capacidad de cumplir con los pagos de estos niveles de deuda puede verse comprometida en un contexto de suba generalizada en las tasas de interés combinado con expectativas de menor nivel de actividad a nivel global (situación, esta última, que podría agravarse de acentuarse las tensiones en el sector bancario de economías desarrolladas). Así, dependiendo de la intensidad y la duración del ciclo de mayores tasas de interés, no se descarta la posibilidad de que comiencen a generalizarse señales de un aumento en el riesgo de contraparte y temores respecto a la sustentabilidad de las deudas en determinados segmentos<sup>83</sup>, con impacto directo sobre la aversión al riesgo en los mercados internacionales. En el caso específico de las economías emergentes, esta situación puede verse agravada por la existencia de descalces de moneda más marcados (en buena parte debido al financiamiento externo en moneda extranjera), que pueden resultar problemáticos en un contexto de mercados financieros más volátiles (incluyendo tipos de cambio) y acceso más acotado a los mercados externos (dificultando la posibilidad de *rollover* para la deuda de menor plazo remanente). Otro factor agravante para el caso de las economías emergentes podría estar dado por una renovada volatilidad en los precios de las materias primas.

82 Por ejemplo, las bolsas de EEUU y Europa registran avances en dólares cercanos a 15% en lo que va de 2023 (con niveles del ratio de precios contra ganancias por encima de sus medias históricas). En el caso de los principales criptoactivos, se observa en lo que va de 2023 una mejora en torno a 55-85%, luego de registrar significativas pérdidas entre abril y junio del año pasado (en un contexto de preocupación por las subas de tasas de la Reserva Federal) y mermas en noviembre (tras la caída de una plataforma de gran tamaño).

83 Por ejemplo, generalización de rebajas en las calificaciones de los emisores, episodios de *defaults* o quiebras (incluyendo eventos de crédito específicos entre agentes de gran tamaño) o aumentos relevantes en la irregularidad de cartera de los bancos.

## Apartado 2 / Finanzas sostenibles y emisión de bonos en economías emergentes y en Argentina

En los últimos años el monitoreo de los distintos riesgos asociados al cambio climático y el debate en torno a las políticas a aplicar para tratarlos (con el objetivo de lograr un desarrollo sostenible) han ido adquiriendo cada vez más relevancia. Esto es así tanto en términos de la agenda económico-financiera a nivel internacional<sup>84</sup> como de la local (con trabajo conjunto del BCRA y distintos reguladores locales, ver Apartado 3). En este marco, el desarrollo de las finanzas sostenibles –que también abarca el financiamiento de proyectos con impacto social– funciona como uno de los ejes de acción para impulsar inversiones que faciliten la transición hacia una economía con menor emisión de carbono (mitigación) y el logro de una mayor resiliencia frente a los efectos del cambio climático (adaptación) en las distintas jurisdicciones. Este desarrollo es particularmente desafiante para las economías emergentes, con mercados financieros más acotados.



Si bien se observan emisiones de bonos verdes, sociales y sostenibles<sup>85</sup> desde hace más una década, según datos del BIS la actividad para los emergentes se dinamizó con fuerza en particular desde 2021 (ver Gráfico A.2.1), acompañando el comportamiento registrado para las economías desarrolladas<sup>86</sup> y los organismos supranacionales. Otro factor destacable (también en este caso,

84 Teniendo en cuenta los objetivos fijados por el acuerdo de París y la agenda 2030 para el desarrollo sostenible de Naciones Unidas (2015). Ver, por ejemplo, "Factores Ambientales, Sociales y de Gobernanza: acciones de los reguladores financieros en Latinoamérica" en [IEF I-22](#).

85 Los bonos verdes financian proyectos que benefician al medioambiente. Los bonos sociales se usan para financiar proyectos que buscan evitar disruptiones socio-económicas (por ejemplo, proyectos vinculados a acceso a alimentos, salud y vivienda). Los bonos sostenibles implican financiamiento para proyectos que combinan características verdes y sociales.

86 En parte vinculado a la actividad de emisión de soberanos y entre los supranacionales. Así y todo, según el BIS sólo en el caso de los supranacionales los bonos verdes, sociales y sostenibles tienen un peso relevante (cercano a 1/3) sobre los flujos de emisiones (representarían en los últimos años menos del 10% de las colocaciones de deuda de soberanos y corporativos). Ver "[Sovereign and sustainable bonds: challenges and new options](#)" del BIS.

acompañando lo observado para economías desarrolladas), está dado por la preeminencia de colocaciones verdes (73% del saldo de bonos verdes, sociales y sostenibles de emergentes a principios de 2023), por sobre los bonos sociales (17%) y sostenibles (9%). Según datos del FMI, entre las emisiones de emergentes sobresalen las de Asia, al tiempo que –exceptuando el caso chino– cerca de  $\frac{3}{4}$  partes de las emisiones de emergentes son en moneda extranjera.<sup>87</sup> Dada esta dinámica de colocaciones, al primer trimestre de 2023 el saldo de bonos verdes, sociales y sostenibles superaba los US\$681 mil millones para los emergentes, que se comparan con un total de US\$2.285 mil millones para economías avanzadas y de casi US\$548 mil millones para organismos supranacionales.<sup>88</sup>

Con respecto a Argentina, en 2019 ([RG 788](#)) la CNV lanzó los “Lineamientos para la Emisión de Valores Negociables Sociales, Verdes y Sustentables - SVS”. Esto fue complementado en julio de 2021 por guías de buenas prácticas para la emisión de bonos SVS ([RG 896](#)).<sup>89,90</sup> Más recientemente, en 2023 ([RG 963](#)) se dieron a conocer los “Lineamientos para la Emisión de Valores Financieros Temáticos”, que actualiza el etiquetado de valores negociables (además de incluir expresamente a los bonos vinculados a la sostenibilidad –VS–, incorpora nuevas etiquetas).<sup>91</sup>

En este marco, desde fines de 2017 y hasta el primer semestre de 2023 inclusive (con datos hasta mediados de junio), en el mercado argentino ya se han realizado cerca de 50 operaciones por parte de 22 emisores<sup>92</sup>, por el equivalente a más de US\$1.100 millones. Las ON SVS y VS colocadas por emisores argentinos representan casi el 5% del saldo total de ONs a mayo de 2023.<sup>93</sup> Como se mencionará para la generalidad de los emergentes, en Argentina predominan las colocaciones verdes (más del 70% del monto total colocado en los últimos años). Buena parte de los montos de ON SVS y VS corresponden a empresas del sector energético (incluyendo colocaciones de mayor tamaño en términos relativos) con proyectos de energía renovable (parques eólicos y solares), si bien también se observa actividad en otros sectores (por ejemplo, alimentos, petróleo y gas, finanzas, bienes raíces, y comercio vinculado al agro, ver Gráfico A.2.2).<sup>94</sup> En términos de moneda, por su

87 Las cifras de la *Sustainable Bonds Database* del BIS coinciden a grandes rasgos con los datos monitoreados por el FMI (foco en emergentes), que sigue un espectro más amplio de operaciones (bonos y préstamos, aunque los préstamos tienen un peso más limitado sobre el total). Ver “*Scaling up private climate finance in emerging markets and developing economies*”, [GFSR de oct-22](#).

88 En línea con esta estructura de los saldos, aproximadamente  $\frac{3}{4}$  del saldo de bonos verdes, sociales y sostenibles a nivel global están explicados por bonos en euros y en dólares (seguidos, con menor ponderación, por bonos en yuanes, yenes, libras inglesas y otros).

89 Se aclara que en 2020 se creó la Mesa Técnica de Finanzas Sostenibles y en septiembre de 2021 se firmó un acuerdo entre el Ministerio de Economía, el BCRA, la CNV y la SSN para impulsar el desarrollo de las finanzas sostenibles en el país.

90 En agosto de 2022 se creó un Régimen Simplificado y Garantizado para Emisiones con Impacto Social (RG 940). Para más información ver “[Mercado de deuda sostenible de Argentina: Informe 2022](#)” publicado por la CNV.

91 Los bonos VS no necesariamente financian proyectos específicos, sino que apuntan a la mejora de las métricas ASG de las emisoras (características financieras dependen del cumplimiento de objetivos predeterminados de sostenibilidad). Se incorporan además los bonos de género, bonos azules (ecosistema acuático), naranjas (actividades culturales) y los de transición (reducción de emisiones del emisor). En 2023 se publicó además la “[Guía para el reporte y divulgación voluntaria de información ASG](#)”, de carácter no vinculante.

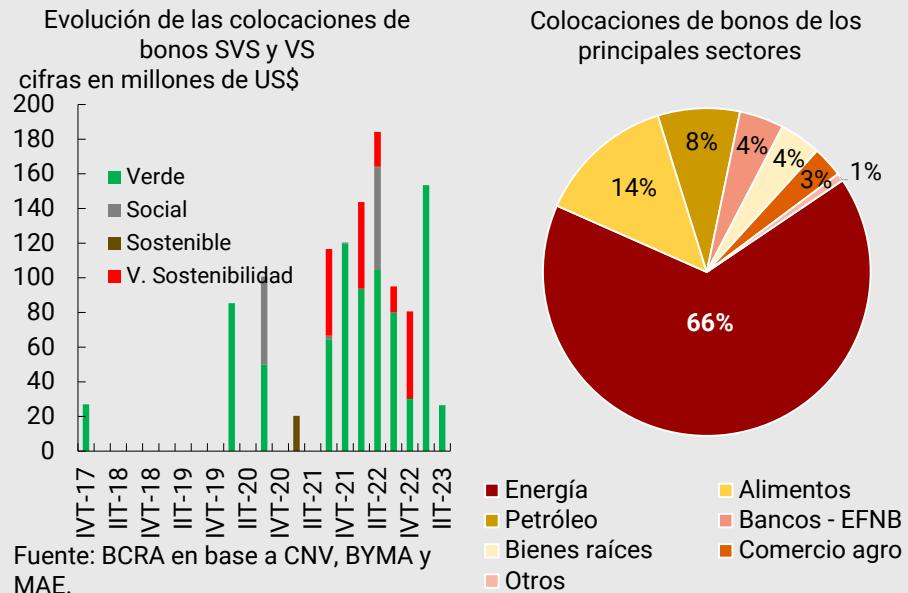
92 Estos bonos están listados en el [panel de bonos SVS](#) y el [panel de bonos SV](#) de BYMA desde 2019 y 2022, respectivamente (ver “[Finanzas sostenibles en 2022](#)”). Se incluye una emisión realizada en diciembre de 2017 que posteriormente fue encuadrada bajo los lineamientos SVS de la CNV. No se incluye una colocación de un bono por US\$30 millones a 5 años, realizada en 2018 por parte de un banco de desarrollo local (100% suscripta por un organismo internacional). Tampoco se incluye una operación de una empresa argentina en los mercados internacionales en 2021 (US\$366 millones de una firma energética). Se aclara que además hubo tres operaciones verdes por parte municipios y provincias (una en 2022 y dos en 2023), todos en pesos.

93 Teniendo en cuenta operaciones llevadas a cabo hasta junio de 2023, inclusive.

94 Las 5 empresas con mayores montos colocados explican más del 65% del total colocado de este tipo de bonos en los últimos años. De estas 5 empresas, 4 son del sector de energía y una de alimentos. En líneas generales, si bien el grueso de los montos emitidos de

parte, entre las operaciones SVS y VS sobresalen las emisiones *dollar-linked* (74% del monto colocado), seguidas por aquellas en dólares (12%), en pesos nominales (8%) y UVA. En lo que respecta a los plazos, tanto para operaciones *dollar-linked* como en dólares en promedio ponderado las colocaciones fueron a más de 5 años.

**Gráfico A.2.2 | Finanzas sostenibles en el mercado local**



Acompañando estas colocaciones, desde 2021<sup>95</sup> se verifica un crecimiento sostenido del patrimonio de los FCI sustentables (ASG), si bien su ponderación sobre el agregado de los FCI aún resulta marginal. El saldo de estos FCI (7 fondos) ascendía a abril de 2023 a \$2.391 millones en total, con las ONs explicando un 85% de sus inversiones.

bonos SVS y VS son de empresas de tamaño grande o mediano, en los últimos años se colocaron 13 bonos de características PYME (correspondientes a 8 emisores, incluyendo 2 asociaciones civiles). Las emisiones PYME fueron casi en su totalidad en pesos nominales.

95 En 2021 (RG 885) se aprobó un nuevo régimen de Productos de Inversión Colectiva Sostenibles y Sustentables (incluyendo FCI abiertos ASG –valores negociables con impacto Ambiental, Social y de Gobernanza–, fondos comunes de inversión cerrados sustentables y fideicomisos financieros sustentables). Los primeros fondos se aprobaron en junio de 2021.

## Apartado 3 / Finanzas sostenibles: avances recientes en Argentina

En línea con el marco normativo local referido a la protección ambiental y con los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que se derivan del Acuerdo de París, en los últimos años se vienen desarrollando en Argentina avances relevantes en términos de sostenibilidad. Así, dentro del conjunto de iniciativas lideradas por el sector público con el sistema financiero agregado (bancos, seguros y compañías de inversión) se destacan las acciones desarrolladas por la Mesa Técnica de Finanzas Sostenibles (MTFS), instancia que fue creada a mediados de 2020.<sup>96</sup> La MTFS reúne a todos los reguladores del sector financiero y al Ministerio de Economía, con el fin de desarrollar las finanzas sostenibles en Argentina de forma coordinada y con una visión integral, reconociendo la necesidad de gestionar las oportunidades y riesgos relacionados en el cambio climático resultante del exceso de emisiones de Gases de Efecto Invernadero (GEI), principalmente originadas en el proceso de industrialización de los países desarrollados.

En el marco provisto por la MTFS, a fines de 2021 el BCRA, la Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN) firmaron una Declaración Conjunta con el fin de impulsar el desarrollo de las finanzas sostenibles a nivel local,<sup>97</sup> asumiendo un conjunto de compromisos de corto y mediano plazo. Uno de los primeros pasos en este sentido fue el lanzamiento de una encuesta sectorial destinada a diagnosticar el abordaje que realizan las entidades en materia de finanzas sostenibles. En este marco, a fines de 2022 el BCRA inició dicho relevamiento que incluyó a todas las entidades que conforman el sistema financiero argentino. El mismo se llevó adelante en conjunto con el Ministerio de Economía, la CNV y la SSN, sumando la asistencia técnica del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y abrió la posibilidad de avanzar en el diseño e implementación futura de un marco de monitoreo y gestión de los riesgos financieros enfrentados que están originados en el cambio climático.

En términos de las entidades reguladas por el BCRA, en la encuesta se obtuvieron respuestas de un conjunto de ellas que agrupan el 97% del crédito otorgado por el sector bancario al sector privado. La iniciativa fue de carácter voluntario y confidencial, y sus resultados agregados fueron publicados a principios de mayo pasado.<sup>98</sup> En líneas generales, los principales hallazgos fueron:

- Las entidades muestran un interés generalizado en lo que hace a los factores ambientales incluyendo el cambio climático, sociales y de gobernanza (ASG);
- El interés tiene como motivación principal los potenciales efectos a través de riesgos financieros –de origen físico y de transición– así como reputacionales, que podrían impactar eventualmente sobre las entidades (pe. su solvencia individual). Incluso, algunas entidades identifican potenciales impactos sobre la estabilidad financiera;
- Los bancos identifican su rol relevante a la hora de canalizar recursos financieros que ayuden a propiciar la transición hacia una economía neutral en carbono;

96 Para un mayor detalle sobre la MTFS, ver Recuadro 1 del IEF II-21.

97 BCRA Noticias 7/9/23, “[Economía, BCRA, CNV y la SSN firmaron acuerdo para impulsar el desarrollo de las finanzas sostenibles en la Argentina](#)”.

98 BCRA Noticias 11/5/23, “[Primera encuesta de finanzas sostenibles resalta el interés de las entidades financieras](#)”.

- Parte de las entidades aún se encuentran en una etapa muy temprana de implementación, o todavía no han implementado, todo lo referente a arreglos institucionales, políticas, sistemas de información y herramientas adecuadas para la identificación y administración de riesgos asociados a estos factores ASG. Por ejemplo:
  - Sólo un tercio de las entidades cuentan con una política ASG aprobada y en vigencia, mientras que otras entidades esperan implementarla en los próximos meses;
  - Menos de la mitad de los bancos cuentan con un responsable (funcionario, área o comité) con la función específica de gestionar los factores ASG. En general esta responsabilidad está ubicada en diferentes áreas de la entidad;
  - El rol más frecuente de los Directorios respecto a factores ASG es el de monitorear el desempeño de la entidad frente a los objetivos asociados a los mismos, aunque en la tercera parte de ellos no consideran ni abordan los riesgos y oportunidades ASG;
- La mayor parte de las entidades bancarias consideran que el cambio climático aún no tiene impacto en su solvencia y/o en sus resultados, aunque algunas identifican ciertos efectos en su desempeño operacional, entre otras dimensiones;
- Relativamente pocas entidades cuentan actualmente con capacidades técnicas, incluyendo métricas y datos adecuados, para evaluar escenarios de cambio climático y sus eventuales efectos. Situación similar se observa en términos de la disponibilidad de criterios para identificar y clasificar operaciones de crédito que puedan generar beneficios ambientales. Así:
  - En general es baja la capacidad técnica de las entidades para incorporar variables y escenarios de cambio climático en sus análisis y gestión de riesgos, y solo unas pocas cuentan con la misma. Los principales obstáculos que identifican son: falta de información técnica, actualizada y accesible, los costos adicionales que conlleva la implementación de esta capacidad, falta de prioridad en los Directorios u órganos de dirección;
  - La estrategia de descarbonización de cartera no es una práctica generalizada y solo un reducido número de entidades la utilizan. Tampoco es frecuente que las entidades midan los riesgos asociados al cambio climático en la gestión de sus carteras y solo unas pocas disponen de metas e indicadores comerciales para el financiamiento de proyectos con beneficios ambientales o sociales y evalúan periódicamente los resultados.
- La práctica de elaboración y publicación de reportes de sustentabilidad en el mercado local está en una etapa embrionaria, con relativamente pocas entidades participando (un tercio de las encuestadas), al tiempo de existir un acotado conocimiento y adopción de principios internacionales para la adecuada administración de los riesgos vinculados al clima;
  - No obstante, la mayor parte de las entidades conocen la práctica de elaboración de reportes de divulgación de información relevante sobre los factores ASG y reconocen que puede ser útil divulgar esta información, debido a que contribuye a la transparencia y a la reputación corporativa;
  - Las recomendaciones del BIS publicadas recientemente por el BCBS para la administración de estos riesgos son desconocidos para una gran parte de las entidades y son muy pocas las que han tomado la decisión de adoptarlos.

Luego de realizada la encuesta de diagnóstico, y siguiendo los compromisos asumidos por los reguladores en la Declaración Conjunta, la MTFS diseñó y elaboró una propuesta de Estrategia

Nacional de Finanzas Sostenibles (ENFS) para Argentina. Esta fue recientemente aprobada y publicada por las autoridades de los distintos reguladores que participan de la MTFS.<sup>99</sup> La ENFS busca generar un ecosistema que permita identificar alternativas para movilizar y escalar recursos públicos y privados hacia objetivos económicos y sociales, incluyendo las metas de mitigación y adaptación al cambio climático. La misma se nutre del análisis y de los aprendizajes obtenidos de otras iniciativas similares realizadas a nivel internacional, teniendo presente las características propias del sistema financiero y el sector productivo argentino, así como de la coyuntura local. Cabe considerar que la Estrategia busca seguir impulsando el proceso de identificación de los riesgos relacionados al cambio climático a los que están expuestos los distintos participantes del sector financiero, así como fortalecer las capacidades tanto del sector público como del sector privado para gestionarlos. La ENFS plantea cinco ejes estratégicos principales, así como ejes de acción específica, que incluyen tanto aspectos financieros como no financieros:

1. Marco Normativo. Este eje está orientado a profundizar la labor de ordenamiento y diseño de la normativa local tendiente al desarrollo de las finanzas sostenibles en el país, adaptándola a las necesidades y nivel de desarrollo del mercado local;
2. Lenguaje común: Taxonomía. Busca cimentar un lenguaje y metodologías de evaluación y reporte comunes, como paso necesario para la consolidación local del mercado de finanzas sostenibles. Se busca que la taxonomía sea un proceso temporalmente gradual;
3. Generación de información, transparencia, reporte, indicadores y análisis de datos. Orientada a desarrollar metodologías de evaluación, análisis, indicadores y reporte comunes, así como para disponer de fuentes fiables de datos ASG, que sirvan de base para la toma de decisiones y el establecimiento de objetivos y acciones en la materia;
4. Incentivos. Generación de incentivos correctos para catalizar el mercado de finanzas sostenibles a nivel local.
5. Instrumentos financieros sostenibles. Seguir profundizando labores para el diseño y desarrollo de instrumentos financieros / proyectos innovadores que estimulen los flujos de capital hacia sectores y actividades que tienen beneficios medioambientales y sociales, y que apoyan el cumplimiento de los ODS.

En cuanto al BCRA, la ENFS define un marco de lineamientos de acción tanto en términos de medidas que busquen reducir su propia huella de carbono, como en la tarea de acompañar y guiar a las entidades en la incorporación de los riesgos vinculados al cambio climático en su gestión de riesgos. Estas tareas irán gradualmente avanzando en los próximos meses, en línea con los compromisos asumidos por esta Institución en material de finanzas sostenibles.

---

99 BCRA Noticias 7/9/23, “[El BCRA aprueba la Estrategia Nacional de Finanzas Sostenibles](#)”.

## Apartado 4 / Criptoactivos. Algunas implicancias macrofinancieras en economías emergentes

A nivel global, en años recientes los criptoactivos han ganado protagonismo como una forma alternativa para realizar ciertas transacciones cotidianas en las economías, así como un instrumento de inversión.<sup>100</sup> No obstante, ciertas características de estos pueden traducirse en vulnerabilidades que, al menos en parte, se fueron materializando en eventos de tensión a lo largo de 2022.

En mayo del año pasado el mercado de criptoactivos presenció una caída dramática en el precio de Terra (LUNA), una *stablecoin* que mostró la falta de respaldo efectivo de su paridad frente al dólar<sup>101</sup>. Esta situación puso en evidencia las deficiencias en el diseño y funcionamiento de Terra, lo que llevó a una pérdida repentina y significativa de confianza por parte de los inversores y participantes del mercado. Entre las problemáticas identificadas se destacaron aspectos como la falta de transparencia en la gestión de reservas y mecanismos insuficientes para mantener la paridad frente al dólar en situaciones de estrés de mercado. Esta situación generó preocupaciones sobre la estabilidad y confiabilidad de las *stablecoins* en general, marcando el inicio del llamado invierno-cripto, período caracterizado por una serie de caídas en empresas de la industria criptográfica. En ese escenario se observaron otras situaciones de tensión, como el congelamiento de retiros en Celsius Network y órdenes de liquidación para 3AC, la presentación de protección por bancarrota en Estados Unidos por parte de FTX, Vauld, Celsius Network y Genesis, entre otros participantes del sector. Estos eventos resaltaron la vulnerabilidad del ecosistema de criptoactivos y las implicaciones que pueden tener para los inversores y la estabilidad financiera en general. Como resultado de estos sucesos que se iniciaron con la crisis de Terra-Luna en 2022, bitcoin experimentó una alta volatilidad en su precio, reflejando el contexto de incertidumbre, así como los cambios drásticos en el sentimiento del mercado sobre este tipo de instrumentos.<sup>102</sup> Eventuales episodios de estas características en el futuro plantean una serie de riesgos sobre las condiciones de estabilidad financiera de las economías, especialmente en el caso de los países emergentes.

Debe mencionarse que el mercado local de criptoactivos se encuentra en un nivel acotado de desarrollo. Esta situación se traduce, por ejemplo, en una notable dispersión de precios entre los distintos operadores de bitcoin, manteniéndose altos spread entre las distintas puntas vendedoras y compradoras (Ver Gráfico A.4.1).<sup>103</sup>

En el marco de un eventual crecimiento en las distintas jurisdicciones en el grado de adopción y uso de los criptoactivos, estos podrían llegar a ser percibidos como sustitutos de la moneda local y de la moneda global de reserva, fenómeno que podría tender a ser más fuerte en economías relativamente más vulnerables. Esta sustitución dependería tanto del valor futuro esperado de las monedas fiduciarias de cada país, como también del precio esperado del criptoactivo. Es importante notar que el precio de los criptoactivos se encuentra determinado por su oferta y demanda

100 En general, los criptoactivos se definen como representaciones digitales de valor emitidas de forma privada, protegidas criptográficamente y desplegadas mediante tecnología de libro mayor distribuido (DLT) o tecnologías similares (ver, por ejemplo, [IMF 2023](#))

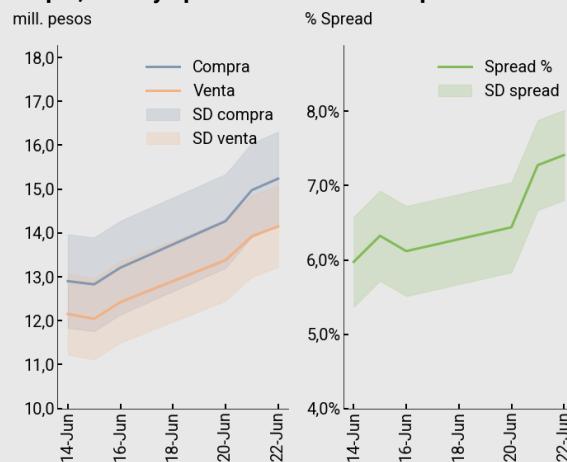
101 Para un detalle de la caída de Terra (Luna) ver, por ejemplo, [BIS 2023](#).

102 Para un análisis de la volatilidad de bitcoin respecto a otros activos ver, por ejemplo, el [IEF I-22](#).

103 Lo que indicaría una falta de eficiencia en la formación de precios.

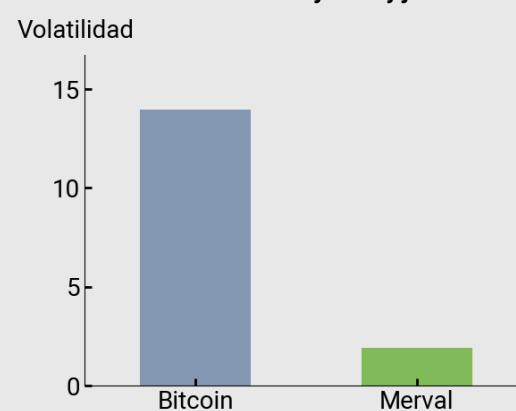
global.<sup>104</sup> En caso de que produzcan eventos globales que afecten la volatilidad del precio esperado de los criptoactivos, es posible que esa situación repercuta en una demanda más volátil en el mercado local. En un escenario hipotético de elevada adopción, la volatilidad en la demanda local de criptoactivos podría profundizar la volatilidad existente en la demanda de otros activos monetarios.<sup>105</sup> Este incremento en la volatilidad en la demanda de activos denominados en moneda local o moneda global de reserva podrían eventualmente originar una mayor inestabilidad del tipo de cambio o inestabilidad en la demanda de depósitos bancarios, con implicancias para la estabilidad financiera.<sup>106</sup> Para ilustrar esta volatilidad y debido a los faltantes de información, se aproxima a través de la variabilidad observada en las búsquedas de términos asociados en GoogleTrends:<sup>107</sup> así se estima la volatilidad del interés por bitcoin en Argentina frente al Merval entre junio de 2022 y junio de 2023 (ver Gráfico A.4.2), observándose que la volatilidad de las búsquedas de bitcoin es considerablemente mayor.<sup>108</sup>

**Gráfico A.4.1 Promedios y desvíos diarios de precios de Compra, Venta y Spread de BTC/ARS en operadores locales**



Fuente: elaboración propia en base a datos obtenidos de la API de [Criptoalya](#) y otros operadores locales.

**Gráfico A.4.2 | Volatilidad de búsquedas en Google de términos seleccionados entre jun-22 y jun-23 en Argentina**



Fuente: elaboración propia en base a datos de GoogleTrends. La volatilidad se calcula como la desviación estándar de los datos de Google Trends para los términos de búsqueda 'Bitcoin' y 'Merval' en el último año.

104 En el caso de bitcoin, su oferta está limitada a una cantidad máxima predefinida en el protocolo de 21 millones de bitcoin ([Nakamoto 2008](#)). El ritmo de creación de nuevas unidades está determinado por la dificultad de la minería, la cual se ajusta periódicamente para mantener una emisión predecible y seguir una curva de producción conocida. Dicha curva garantiza que la oferta de bitcoin se mantenga dentro de los límites establecidos en el protocolo a lo largo del tiempo. En ese contexto, el precio queda determinado por la demanda de dicho activo ([Ali & Bardear, 2014](#); [European Central Bank, 2012, 2015](#)). Para el caso de una stablecoin con emisión centralizada, su precio dependerá de la capacidad del emisor de defender la paridad y de la confianza de los potenciales demandantes sobre el cumplimiento del compromiso de convertibilidad.

105 La sustitución monetaria es una situación conocida en economías emergentes (ver, por ejemplo, [Vegh y Calvo 1992](#)), tanto en la función de pagos como en la de reserva de valor (ver [IEF I-22](#)). Los criptoactivos podrían ser evaluados como un activo adicional a la decisión de mantener activos denominados en la moneda local o moneda global de reserva.

106 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.

107 Los datos se obtienen de Google Trends y se procesan mediante Python en Kaggle. La información corresponde a un índice del número de búsquedas de una palabra clave *query index* (Choi y Varian 2009, 2011) y no a volúmenes de búsqueda en sí. Este índice de intensidad relativa de una búsqueda se construye de la siguiente manera. En primer lugar, se normaliza dividiendo el número de búsquedas de una palabra o frase clave entre el número total de búsquedas en Google (controlando por región geográfica, fecha y categoría seleccionada). En segundo lugar, se procede a un reescalamiento: índice de 0 a 100, siendo 100 el número de búsquedas más alto para el periodo analizado. Si se observa una tendencia decreciente no significa que el número total de búsquedas para ese término está disminuyendo, sino que su popularidad está disminuyendo en comparación con otras búsquedas (Ver, por ejemplo, [Blanco, 2014](#), XLIX Reunión Anual AAEP).

108 Además de la volatilidad de la demanda y el riesgo asociado al tipo de cambio, es importante tener en cuenta el riesgo medioambiental que conlleva la minería de los criptoactivos que basan el sistema de validación de las operaciones a través de los mecanismos de consenso como la prueba de trabajo.

Las respuestas de políticas públicas se han caracterizado por su amplia variedad en cuanto a su alcance y forma entre jurisdicciones, incluyendo enfoques basados en la prohibición, la contención de riesgos y la regulación de la actividad. Esta diversidad de respuestas refleja los desafíos que enfrentan las autoridades a nivel global, los efectos en cierta medida heterogéneos de los criptoactivos entre economías y los disímiles objetivos de política de cada jurisdicción.

En este sentido debe destacarse que el BCRA ha adoptado diversas medidas para abordar los riesgos asociados con los criptoactivos, protegiendo así a los usuarios y al sistema financiero en su conjunto. En particular, se encuentra llevando adelante actividades de monitoreo a fines de avanzar en el entendimiento de los casos de uso que involucran criptoactivos a nivel doméstico, con especial énfasis en las implicancias y riesgos que representan. En mayo de este año, el BCRA estableció que los proveedores de servicios de pago que ofrecen cuentas de pago (PSPCP) no podrán realizar ni facilitar a sus clientes las operaciones con criptoactivos. Esta medida complementa aquella adoptada en mayo de 2022, cuando se estableció que las entidades financieras reguladas no pueden participar (directa o indirectamente), en la oferta de criptoactivos a sus clientes. Con este esquema se busca mitigar los riesgos que representan las actividades con criptoactivos <sup>109</sup>.

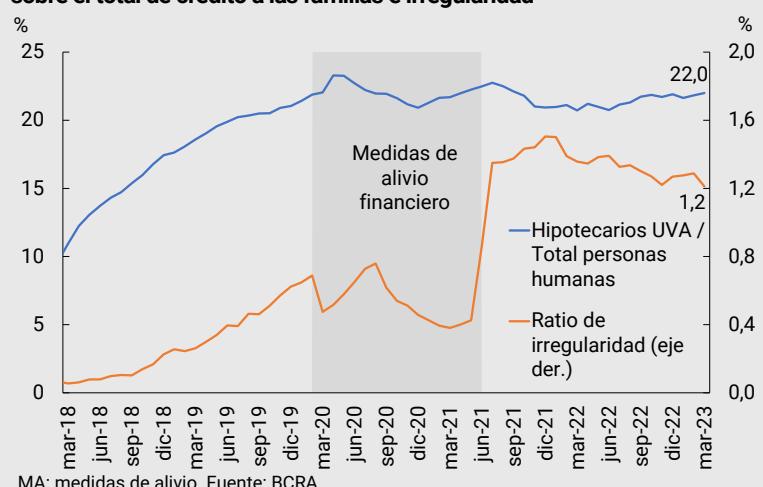
---

<sup>109</sup> Para un detalle de las acciones de política del BCRA ver, por ejemplo, la [Advertencia sobre criptoactivos](#) disponible en la página Web del BCRA.

## Apartado 5 / Financiaciones hipotecarias en UVA a personas humanas<sup>110</sup>: exposición del sistema financiero y situación crediticia

A marzo de 2023 el conjunto de entidades financieras totalizaba unas 95 mil personas humanas deudoras con créditos hipotecarios UVA, representando aproximadamente el 0,7% de las que contaban con financiaciones vigentes.<sup>111</sup> La participación del saldo de estos hipotecarios sobre el total de financiaciones a las personas humanas deudoras se encuentra relativamente estable en 22% (3,2% del activo total del sistema financiero), levemente por debajo del máximo alcanzado en abril de 2020 (23,3% del crédito a personas humanas deudoras y 3,9% del activo total).<sup>112</sup> La irregularidad de estas financiaciones vino cayendo paulatinamente hasta 1,2% a fines del primer trimestre de 2023 (ver Gráfico A.5.1) —desde el valor máximo observado en diciembre de 2021 de 1,5%—, siendo explicado por menos de 1.400 personas humanas con financiaciones irregulares —casi 1.700 en diciembre de 2021—. La morosidad total en este tipo de financiaciones resulta sensiblemente inferior a la que presentan las mismas en la totalidad de sus asistencias (3,3% a marzo del corriente año).

**Gráfico A.5.1 | Participación del saldo de financiaciones hipotecarias UVA sobre el total de crédito a las familias e irregularidad**



Como se observa en el Gráfico A.5.1, las medidas de alivio financiero tomadas en el marco de la pandemia de COVID-19 en parte atemperó la evolución de la exposición del sistema financiero a la deuda hipotecaria UVA de las personas humanas. En el Apartado 2 del IEF II-22 se presenta un detalle de las medidas de alivio tomadas en ese escenario desde fines de 2019, en conjunto con el PEN con el fin de atemperar la carga financiera con origen en las financiaciones hipotecarias en UVA. Entre las mencionadas medidas existió una particular que habilitó a las personas clientes a presentar solicitudes a las entidades, con el objetivo de abordar determinadas condiciones críticas

110 En el análisis de este Apartado se excluyen aquellas financiaciones hipotecarias UVA otorgadas a personas humanas con destino comercial.

111 La cantidad de familias deudoras con líneas hipotecarias UVA no presentó cambios significativos desde que se ralentizó el otorgamiento de estos créditos, a partir de los episodios de tensión financiera observados desde el segundo semestre de 2018 y a lo largo de 2019. Cabe considerar que a fines de 2018 había algo más de 95 mil familias deudoras con este tipo de asistencias. Las familias con hipotecarios UVA se distribuyen entre entidades bancarias públicas (74,5%), privadas nacionales (15,2%) y privadas extranjeras (10,3%).

112 El cociente de hipotecarios UVA en términos del total de financiaciones a familias alcanzó 44,8% en las entidades bancarias públicas, 12% en las privadas nacionales y 7,7% en las privadas extranjeras.

de la relación cuota / ingreso de sus préstamos (Decreto 767/20, artículo 4).<sup>113</sup> En ese marco, 1.576 personas deudoras presentaron solicitudes, representando en forma agregada menos del 2% del total de personas deudoras hipotecarias UVA, obteniendo los resultados que se observan en la Tabla A.5.1.

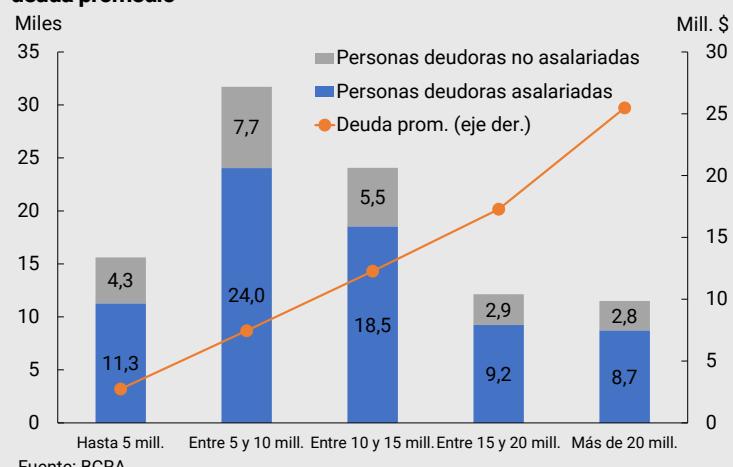
**Tabla A.5.1 | Solicituds de clientes hipotecarios UVA en el marco del Decreto 767/20**

Última Información disponible	1.576
<b>Estado actual de las solicitudes:</b>	
1. Rechazadas	1.091
2. Aprobadas	323
3. En proceso de análisis	116
4. Finalizada	40
5. Desistida	6
<b>Tipo de asistencia otorgada sobre el tope de 35%</b> (Para aquellas solicitudes 2.Aprobadas/ 4.Finalizadas)	
1. Bonificación	150
2. Refinanciación	209
3. Bonificación+refinanciación	4
<b>Causas de rechazo</b> (Para aquellas solicitudes 1.Rechazadas)	
1. No cumple correctamente con la presentación de ingresos	788
2. Pasee más de una vivienda	14
3. Tiene una relación cuota-ingreso inferior a 35%	150
4. Otra	139

Fuente: BCRA

Actualmente casi el 50% de las personas deudoras que tomaron líneas hipotecarias UVA para acceder a una vivienda tienen deudas remanentes menores a los \$10 millones (ver Gráfico A.5.2) (equivalente aproximadamente a 23 unidades de salario formal privado promedio de la economía<sup>114</sup>), mientras que el 75% se ubica por debajo de los \$15 millones (31 unidades). Más aún, el 75% de las personas deudoras cuenta con trabajo en relación de dependencia, tanto al considerar la primera mitad de personas deudoras como las tres cuartas partes de estas.

**Gráfico A.5.2 | Cantidad de personas deudoras por rango de deuda y deuda promedio**



Fuente: BCRA.

113 Puntualmente, se estableció que "... hasta el 31 de julio de 2022, las entidades financieras deberán habilitar una instancia para considerar la situación de aquellos clientes comprendidos o aquellas clientas comprendidas en el presente decreto que acrediten que el importe de la cuota a abonar supera el TREINTA Y CINCO POR CIENTO (35%) de sus ingresos actuales... debiendo contemplar situaciones especiales debidamente acreditadas que deriven en una variación de los deudores/codeudores considerados o deudoras/co-deudoras consideradas en su origen". Para mayor detalle se puede consultar el [Boletín oficial](#).

114 Fuente: SIPA.

## Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro	LELIQ: Letras de Liquidez del BCRA
a.: anualizado	LR: Ratio de Apalancamiento
<b>AFIP:</b> Administración Federal de Ingresos Públicos	<b>MAE:</b> Mercado Abierto Electrónico
<b>ANSeS:</b> Administración Nacional de la Seguridad Social	<b>MERCOSUR:</b> Mercado Común del Sur
<b>APR:</b> activos ponderados por riesgo	<b>Merval:</b> Mercado de Valores de Buenos Aires (índice bursátil de referencia)
<b>ASPO:</b> Asilamiento, social, preventivo y obligatorio	<b>MiPyME:</b> Micro, Pequeñas y Medianas empresas
<b>ATM:</b> <i>Automated Teller Machine</i>	<b>MSCI:</b> <i>Morgan Stanley Capital International</i>
<b>BADLAR:</b> <i>Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate</i> (Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días, más de un millón de \$, promedio de entidades)	<b>MULC:</b> Mercado Único y Libre de Cambios
<b>BCE:</b> Banco Central Europeo	<b>NIC:</b> Norma Internacional de Contabilidad
<b>BCBA:</b> Bolsa de Comercio de Buenos Aires	<b>NIIF:</b> Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS)
<b>BCBS:</b> <i>Basel Committee on Banking Supervision</i>	<b>NOTALIQ:</b> Notas de Liquidez del BCRA
<b>BCRA:</b> Banco Central de la República Argentina	<b>OCDE:</b> Organización de Cooperación y Desarrollo Económico.
<b>BID:</b> Banco Interamericano de Desarrollo	<b>ON:</b> Obligaciones negociables
<b>BIS:</b> <i>Bank for International Settlements</i>	<b>OPEP:</b> Organización de Países Exportadores de Petróleo
<b>BoE:</b> <i>Bank of England</i>	<b>ORI:</b> Otros resultados integrales
<b>CABA:</b> Ciudad Autónoma de Buenos Aires	<b>p.b.:</b> Puntos básicos
<b>CAFCI:</b> Cámara Argentina de FCI	<b>p.p.:</b> Puntos porcentuales
<b>Call:</b> Tasa de interés de las operaciones del mercado interfinanciero no garantizado	<b>PEN:</b> Poder Ejecutivo Nacional
<b>CCP:</b> <i>Central Counterparty</i> (Contraparte Central)	<b>PGNME:</b> Posición Global Neta de Moneda Extranjera
<b>CDS:</b> <i>Credit Default Swaps</i>	<b>PIB:</b> Producto Interno Bruto
<b>CEMBI:</b> <i>Corporate Emerging Markets Bond Index</i>	<b>PN:</b> Patrimonio Neto
<b>CER:</b> Coeficiente de Estabilización de Referencia	<b>PyMEs:</b> Pequeñas y Medianas Empresas
<b>CNV:</b> Comisión Nacional de Valores	<b>REM:</b> Relevamiento de Expectativas del Mercado
<b>COVID-19:</b> Coronavirus desease 2019	<b>ROA:</b> Rentabilidad en términos de los activos
<b>DSIB:</b> <i>Domestic Systemically Important Banks</i>	<b>ROE:</b> Rentabilidad en términos del patrimonio neto
<b>ECAI:</b> <i>External Credit Assessment Institution</i>	<b>ROFEX:</b> <i>Rosario Futures Exchange</i> (Mercado a término de Rosario)
<b>ECB:</b> <i>European Central Bank</i>	<b>RPC:</b> Responsabilidad Patrimonial Computable
<b>ECC:</b> Encuesta de Condiciones Crediticias	<b>S&amp;P:</b> <i>Standard and Poors</i> (índice de las principales acciones en EEUU por capitalización bursátil)
<b>EEUU:</b> Estados Unidos	<b>s.e.:</b> Serie sin estacionalidad
<b>EFNB:</b> Entidades Financieras No Bancarias	<b>SEFYC:</b> Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias
<b>EMAE:</b> Estimador Mensual de Actividad Económica	<b>SGR:</b> Sociedad de Garantía Recíproca
<b>EMBI+:</b> <i>Emerging Markets Bond Index</i>	<b>TCR:</b> Tipo de cambio real
<b>FCI:</b> Fondos Comunes de Inversión	<b>TM20:</b> Tasa de interés por depósitos a plazo fijo de 20 o más millones de pesos o dólares.
<b>Fed:</b> Reserva Federal de EEUU	<b>TN:</b> Tesoro Nacional
<b>Fed Funds:</b> Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EEUU	<b>TNA:</b> Tasa Nominal Anual
<b>FGS:</b> Fondo de Garantía de Sustentabilidad	<b>TO:</b> Texto Ordenado
<b>FMI:</b> Fondo Monetario Internacional	<b>Trim.:</b> Trimestral / Trimestre
<b>FSB:</b> <i>Financial Stability Board</i>	<b>UE:</b> Unión Europea
i.a.: Interanual	<b>USS:</b> Dólares Americanos
<b>IAMC:</b> Instituto Argentino de Mercado de Capitales	<b>UVA:</b> Unidad de Valor Adquisitivo
<b>IEF:</b> Informe de Estabilidad Financiera	<b>UVI:</b> Unidad de Vivienda
<b>INDEC:</b> Instituto Nacional de Estadística y Censos	<b>Var.:</b> variación
<b>IPC:</b> Índice de Precios al Consumidor	<b>VIX:</b> volatilidad del S&P 500
<b>IPIM:</b> Índice de Precios Internos al por Mayor	<b>WTI:</b> <i>West Texas Intermediate</i>
<b>IPOM:</b> Informe de Política Monetaria	
<b>IVA:</b> Impuesto al Valor Agregado	
<b>LCR:</b> Ratio de Cobertura de Liquidez (siglas en inglés)	