

Informe de Estabilidad Financiera

Diciembre de 2023



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Informe de Estabilidad Financiera

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

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

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

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

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

La próxima edición del IEF se publicará a mediados de 2024.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 6 de diciembre de 2023.

Contenido

Pág. 5		Síntesis ejecutiva
Pág. 7		1. Contexto internacional y local
Pág. 17		2. Principales fortalezas del sistema financiero frente a los riesgos enfrentados
Pág. 23		3. Fuentes de vulnerabilidad y factores específicos de resiliencia del sistema financiero
Pág. 39		4. Otros tópicos de estabilidad del sistema financiero
Pág. 43		5. Principales medidas macroprudenciales
Pág. 44		Apartado 1 / Aumento del endeudamiento y suba de tasas de interés en los mercados internacionales: el caso de la deuda corporativa de economías emergentes
Pág. 47		Apartado 2 / Finanzas sostenibles: principales avances
Pág. 49		Apartado 3 / Exposición al riesgo de crédito originada en personas humanas deudoras tanto de Entidades Financieras como de Proveedores No Financieros de Crédito
Pág. 52		Apartado 4 / Una aproximación al impacto de los riesgos climáticos físicos sobre el sistema financiero local
Pág. 54		Apartado 5 / Evolución del endeudamiento de familias en términos de ingresos
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

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

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

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

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

Sobre el uso del lenguaje inclusivo en esta publicación

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

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

Síntesis ejecutiva

En los últimos meses, el sistema financiero continuó mostrando un alto grado de resiliencia, llevando adelante sus actividades habituales de intermediación de fondos y de provisión de medios de pagos sin interrupciones, frente a la presencia de factores de incertidumbre tanto en el contexto local como en el global. El conjunto agregado de entidades financieras preservó importantes márgenes de cobertura, alcanzando niveles de liquidez y capital que superan holgadamente las recomendaciones internacionales, y acotadas exposiciones a las potenciales fuentes de vulnerabilidad, situación a la que contribuyó el marco regulatorio prudencial alineado con los estándares de Basilea. En los trimestres recientes, en un contexto de volatilidad en las variables financieras, se viene observando un débil desempeño de la intermediación financiera del agregado de las entidades, tanto en términos del saldo real de crédito como de depósitos del sector privado.

En los últimos meses la actividad económica local siguió estando condicionada por los efectos remanentes de la sequía de fines de 2022 y principios de 2023, a lo que se le sumó la incertidumbre generada por el ciclo electoral, que implicó una mayor volatilidad en los mercados financieros. En este contexto el Gobierno Nacional implementó una serie de medidas para mejorar el saldo comercial, favorecer la acumulación de reservas internacionales y fortalecer los recursos fiscales (en el marco del programa con el FMI). Desde el BCRA se llevó adelante un conjunto de medidas que incluyeron, entre otras, la recalibración del tipo de cambio oficial, la suba en las tasas de interés, operaciones de mercado abierto y modificaciones normativas en materia cambiaria, entre otras. En este contexto, los mercados financieros evidenciaron un comportamiento mixto. El Tesoro Nacional siguió refinanciando en el mercado local la deuda pagadera en pesos, con financiamiento neto positivo, con condiciones de colocación que mostraron características cambiantes. El monto de financiamiento del sector privado a través del mercado de capitales cedió marginalmente respecto a los meses previos, manteniendo un crecimiento en términos interanuales.

El contexto internacional permanece particularmente condicionado por el ciclo de subas en las tasas de interés de política monetaria en economías desarrolladas. En los últimos meses se verificó cierto ajuste en las perspectivas, con expectativas de tasas de interés altas por un período más largo. Esta situación implicó un aumento en los rendimientos de los instrumentos del Tesoro Norteamericano, que fue más notoria para aquellos de mayor plazo y una apreciación del dólar contra el resto de las monedas, con efecto mixto sobre el comportamiento de los activos de economías emergentes. A la incertidumbre respecto a la duración e intensidad del sesgo restrictivo de política monetaria en economías desarrolladas, con incidencia sobre el crecimiento esperado a nivel mundial, se le suman factores adicionales como las dudas respecto a la evolución de la economía china y los riesgos asociados a cuestiones geopolíticas.

Este escenario internacional de incertidumbre y múltiples factores de riesgo potencial resulta particularmente desafiante dada la existencia de distintas vulnerabilidades a nivel global, producto de un extenso período de abundante liquidez y tasas de interés históricamente bajas, entre las que se destacan el creciente nivel de endeudamiento tanto de soberanos como del sector privado (con sustentabilidad condicionada por los niveles de tasas de interés y el crecimiento), la existencia de segmentos de mercado sobreapreciados (y muy sensibles a cambios en las perspectivas de tasas de interés y el riesgo percibido) y la mayor injerencia de la intermediación financiera no bancaria (con comportamiento procíclico). No se descarta entonces la posibilidad de materialización de un contexto externo más adverso en el futuro cercano, con eventual impacto sobre la evolución de la actividad a nivel local, y/o sobre el comportamiento de los mercados financieros locales, y así sobre la evolución de la intermediación financiera.

Se estima que el balance entre fuentes de vulnerabilidad y factores de resiliencia (fortalezas) del sistema financiero local se mantuvo sin cambios significativos respecto al observado en el IEF anterior de mediados de año. Esta evolución da cuenta del incremento en los márgenes agregados de cobertura de las entidades —liquidez y solvencia—, que se encuentran alcanzando niveles máximos de los últimos 10 años, en un marco general de exposiciones a riesgo que se mantienen acotadas y con mayores desafíos potenciales más en el margen.

La actividad de intermediación del sistema financiero siguió manteniendo un desempeño débil en lo que va del segundo semestre, con una disminución del saldo real del crédito bancario al sector privado en pesos y leve incremento del financiamiento al sector público (este último se mantiene en valores similares al promedio observado en el conjunto de las otras economías de la región —netos de los depósitos de igual sector—). El crédito total (incluyendo sector privado y público, no financiero) explicó casi 44% del activo del sistema financiero a nivel agregado (septiembre último dato disponible), cayendo levemente en los últimos seis meses y manteniéndose sin cambios significativos en términos interanuales. El ratio de irregularidad del crédito al sector privado —indicador de materialización del riesgo de crédito— se redujo ligeramente con relación al último IEF (-0,2 p.p.) ubicándose en casi 3%, similar valor al promedio de otros países de la región. En el análisis de las exposiciones a riesgo propios de la operatoria financiera, la potencial vulnerabilidad asociada al riesgo de crédito continúa siendo la más importante para el agregado de las entidades de cara al comienzo de 2024. En este marco, como se viene destacando en las últimas ediciones del IEF, se debe resaltar los altos niveles de solidez del agregado de entidades, a lo que se suma los limitados y decrecientes niveles de endeudamiento del sector privado local —con correlato sobre la carga de sus servicios—. Esta situación de resiliencia se refleja en los resultados de los ejercicios de sensibilidad realizados (hipotéticos, extremos y poco probables) sobre su solvencia.

En términos de análisis de estabilidad financiera, la evolución de la actividad tradicional de intermediación como factor dinamizador de los ingresos y de la solvencia de las entidades, sigue representando cierta vulnerabilidad ante la coyuntura actual. En este marco, el BCRA continuó impulsando su política crediticia orientada a las MiPyMEs, focalizada actualmente en brindar condiciones de financiamiento accesible a las empresas en el marco de la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP). A esto se le suma los niveles de rentabilidad positiva que mantuvo el sistema financiero agregado en trimestres recientes.

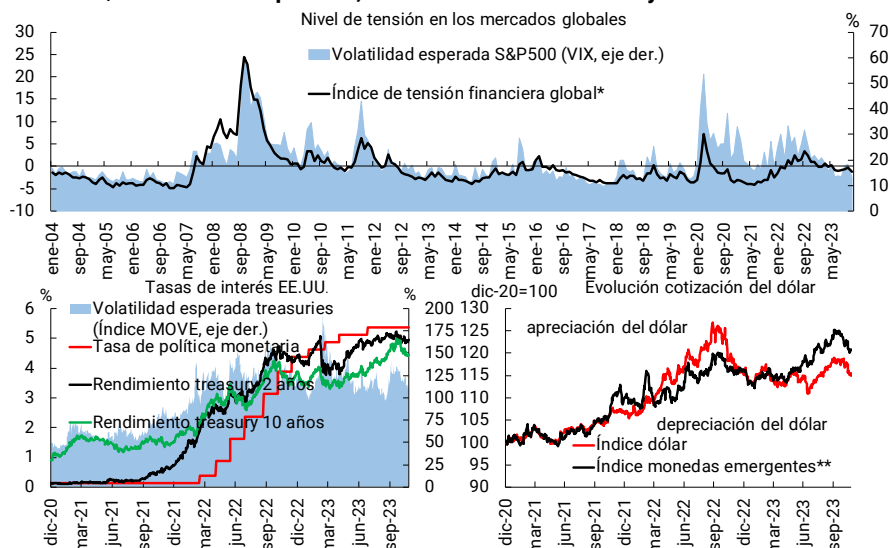
En materia de tasas de interés, en los últimos meses el BCRA siguió actuando dentro de su objetivo estructural de propender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local. Esto se dio en un contexto de disminución del fondeo vía depósitos del sector privado en términos reales en el agregado de bancos, sumado a un leve acortamiento de la madurez de los depósitos en moneda nacional y cierto incremento de la volatilidad de las colocaciones. No obstante esta evolución más en el margen, el sistema de forma agregada sigue manteniendo elevados indicadores de cobertura de liquidez, observando en exceso las recomendaciones internacionales en esta materia.

En este contexto, el BCRA continua impulsando acciones para avanzar en el monitoreo y abordaje de fuentes emergentes de potenciales riesgos para el sector, relacionadas tanto en los cryptoactivos, en la implementación de tecnologías innovadoras en el sector, implementando nuevas normas destinadas a mejorar sus condiciones de ciberresiliencia, así como el eventual surgimiento de riesgos con raíz climática, propiciando el desarrollo de nuevos enfoques para la recopilación de datos para llevar adelante su evaluación.

1. Contexto internacional y local

Con varios frentes de incertidumbre abiertos, el contexto internacional se mantuvo desafiante desde la publicación del último IEF. Persisten las dudas en torno al sendero de crecimiento a nivel global, con expectativas de dinámica relativamente débil para la actividad económica, con sesgo a la baja.¹ Esto se da en un escenario de presiones inflacionarias persistentes y, por lo tanto, aún marcado por el ciclo de políticas monetarias más restrictivas, sobre todo en economías desarrolladas. Aunque perdura una situación de incertidumbre respecto a la intensidad y duración del corriente ciclo de política monetaria, para estas economías se dio cierto ajuste hacia una perspectiva de “tasas de interés más altas por más tiempo” (ver Recuadro 1), evidenciándose cierto desfase respecto a los emergentes. A esto se le suma el riesgo de menor crecimiento en China (además de las preocupaciones respecto al mercado inmobiliario en ese país) y la presencia de tensiones geopolíticas (guerra en Ucrania y, más recientemente, la situación en Medio Oriente y la posibilidad de que sigan escalando las tensiones²). Estos focos de riesgo pueden eventualmente gatillar dinámicas negativas de forma abrupta, con potencial impacto sobre la estabilidad financiera a nivel mundial, dada la eventual interacción con diversas vulnerabilidades pre-existentes. Estas vulnerabilidades son en general producto del período de amplia liquidez y bajas tasas de interés tras la crisis financiera internacional de 2008-2009. Incluyen, por ejemplo, la presencia de saldos de deuda históricamente elevados en distintos sectores (ver Apartado 1) y la creciente relevancia de los fondos de inversión a nivel internacional (cuyo comportamiento amplifica el ciclo financiero internacional y hace que aumente la correlación entre la evolución de los activos de economías emergentes y la situación de los mercados en economías desarrolladas).

Gráfico 1 | Volatilidades esperadas, rendimientos de Treasuries y dólar norteamericano



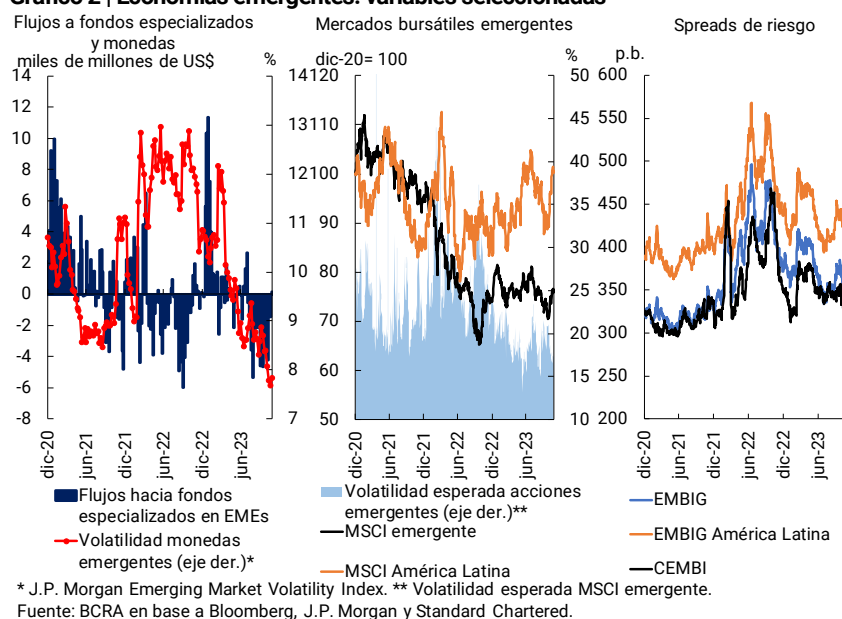
* Elaborado por el departamento del Tesoro de EE.UU. ** J.P. Morgan Emerging Market Currency Index.
Fuente: BCRA en base a Bloomberg.

1 Ver, por ejemplo, [última edición del IPOM](#) del BCRA, o [World Economic Outlook](#) y [Global Financial Stability Report](#) del FMI.

2 Así, por ejemplo, el [Índice de Riesgo Geopolítico](#) (Caldara y Iacoviello) registró en octubre su primer pico desde marzo de 2022 (en el marco del conflicto en Ucrania).

En los mercados financieros se destaca en los últimos meses la tendencia a la suba de los rendimientos de los instrumentos del Tesoro norteamericano (de particular relevancia para la deuda emergente), en un contexto de alta volatilidad esperada en términos históricos para este segmento de mercado (ver Gráfico 1). El incremento fue más fuerte para los rendimientos de largo plazo y, si bien la curva de rendimientos de los bonos norteamericanos se mantiene invertida (situación usualmente asociada a la posibilidad de recesión), la pendiente es menos negativa que a mediados de año.³ En este contexto, el dólar, que se había depreciado levemente contra el resto de las principales monedas en el primer semestre, retomó la tendencia a la apreciación observada en 2021-2022; se revalorizó 3,6% entre julio y octubre, aunque luego mostró cierto retroceso en el mes de noviembre. En lo que respecta a los activos de mayor riesgo relativo, los principales índices accionarios de economías desarrolladas muestran resultados mixtos en lo que va del segundo semestre (aunque en general acumulan un avance en lo que va del año), con avances en EE.UU. y leves retrocesos en Europa y Japón. Se destaca que la volatilidad esperada para el mercado de acciones de los EE.UU., según el índice VIX, promedió un nivel de 16% entre julio y noviembre, con valores más bajos en general asociados a un mayor apetito por riesgo a nivel global.⁴ Este valor se ubica por debajo del promedio del primer semestre del año (19%) y de toda su historia (cercano a 20%), generando cautela respecto al relativo optimismo de los mercados (hasta qué punto las valuaciones incorporan perspectivas de un “aterrizaje suave” y un período relativamente acotado de tasas de interés altas).

Gráfico 2 | Economías emergentes: variables seleccionadas



A diferencia de lo observado en la primera mitad del año, los fondos de inversión especializados en activos de economías emergentes acumulan flujos netos negativos en lo que va del segundo semestre tanto para acciones como para bonos (ver Gráfico 2). Estas salidas se deben en parte al

3 El *spread* entre los títulos a 10 y 2 años cayó desde -106p.b. a fines de junio a -48p.b. a fines de noviembre (con cierre estadístico al 24 de noviembre).

4 Aunque con tendencia a la suba desde la segunda quincena de septiembre. La mejora respecto a la primera mitad del año también se verifica en índices de *stress* financiero más generales, como los elaborados por OFR o el Bank of America.

desarme de posiciones vinculadas a activos chinos, movimientos en parte originados en los factores previamente mencionados. En este contexto, las bolsas de emergentes medidas en dólares registraron una merma de 8% entre julio y octubre (-10% en el caso de América Latina), aunque luego mostraron una recuperación importante en noviembre. En el mercado de renta fija la sobre-tasa del EMBI (bonos en dólares con legislación internacional) llegó a ampliarse más de 20p.b. hacia mediados de octubre (33p.b. en el caso de América Latina).⁵ Por su parte, las monedas de emergentes se depreciaron 2% contra el dólar según el índice EMCI.

La actividad económica cayó en Argentina en el segundo trimestre afectada por la sequía de fines 2022-principios de 2023, con impacto directo entre sectores vinculados al agro. Por su parte, durante el tercer trimestre la economía se desarrolló en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros, en función del ciclo electoral. A la mayor volatilidad se le sumó la recalibración del tipo de cambio oficial, con efecto sobre la inflación. Estos factores, a priori contractivos para la demanda interna, fueron morigerados por el conjunto de políticas de ingreso implementadas por el Gobierno Nacional: una serie de medidas impositivas y cambiarias tendientes a fortalecer los recursos fiscales, mejorar la balanza comercial y la acumulación de reservas.

Tras la recalibración del tipo de cambio oficial a mediados de agosto, el BCRA implementó subas en la estructura de tasas de interés para anclar las expectativas cambiarias y propender hacia retornos reales positivos en inversiones en moneda local, con el objetivo último de preservar la estabilidad financiera y cambiaria en este contexto más desafiante. Mantuvo además la Línea de Financiamiento a la Inversión Productiva (LFIP), principal herramienta de crédito dirigida a MiPyMEs (ver Recuadro 2). En los mercados financieros, el BCRA extendió las operaciones de mercado abierto con el fin de acotar la volatilidad y auspiciar una mayor liquidez.

El Tesoro Nacional continuó accediendo al mercado de capitales local para refinanciar los vencimientos de deuda pagadera en pesos. Tras realizar en junio una operación de conversión de activos para extender los vencimientos vigentes hasta el tercer trimestre⁶, durante el segundo semestre el Tesoro Nacional refinanció los vencimientos restantes mediante subastas. Obtuvo así un financiamiento neto positivo, alcanzando entre julio y noviembre una tasa de refinanciamiento de 174% (neta del efecto de los canjes implementados) que supera a la verificada en el primer semestre y en todo 2022 (136% y 157% respectivamente). Las colocaciones se concentraron en letras y bonos ajustables por CER (57% del total colocado), seguidos por los bonos duales (CER / *dollar-linked*, con ponderación del 27%). Por el contrario, la colocación en LEDES fue exigua. Respecto a las condiciones de colocación, los rendimientos de los instrumentos más cortos con ajuste CER

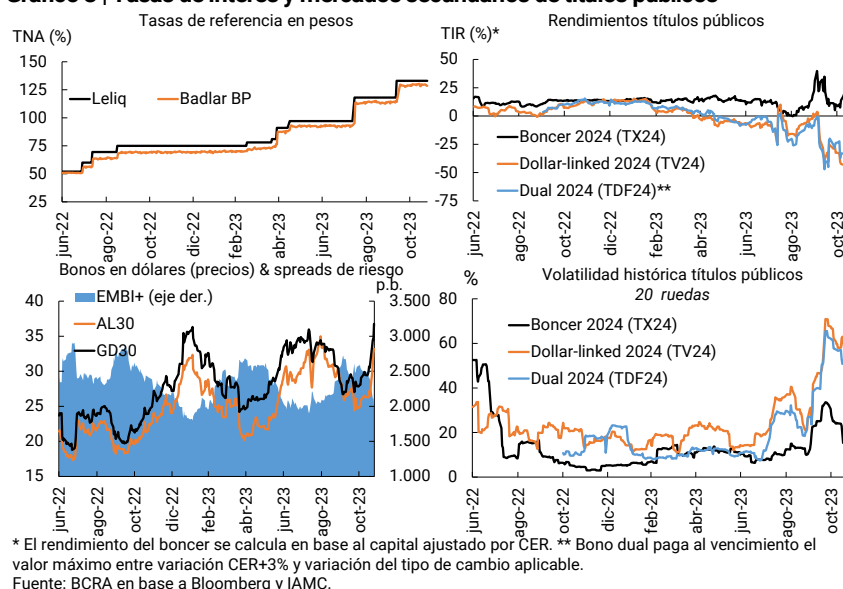
⁵ En noviembre, la sobre-tasa del EMBI muestra una fuerte corrección. Por su parte, las colocaciones de deuda de emergentes (agregando operaciones soberanas y corporativas) en los mercados internacionales muestran en julio-noviembre una merma de 19% respecto a igual cantidad de meses previos, pero un crecimiento de 35% en términos interanuales.

⁶ Más recientemente, en septiembre, realizó otra operación de conversión voluntaria que involucró únicamente a entidades del Estado Nacional con tenencias relevantes de títulos públicos con vencimientos entre octubre y noviembre de 2023. El monto en cuestión representó en torno al 10% del promedio de los tres canjes dirigidos a todos los tenedores, que habían sido realizados en enero, marzo y junio de 2023.

pasaron de colocarse en valores mayormente positivos en el primer semestre a mostrar una volatilidad marcada desde fin de junio hasta fin de noviembre, registrando valores negativos en algunas licitaciones.⁷

En línea con lo comentado previamente, en los distintos segmentos del mercado secundario de títulos públicos se verificó una creciente volatilidad en las cotizaciones, acentuada en cada una de las etapas del proceso electoral (ver Gráfico 3), en parte contenida por las intervenciones del BCRA para mantener el normal funcionamiento de los mercados. Los rendimientos de los principales segmentos de bonos soberanos evidenciaron la preferencia de los inversores en los bonos duales y vinculados al dólar en detrimento de la deuda con ajuste CER.^{8,9} Por su parte, en el mercado secundario los bonos en dólares tuvieron ampliaciones en los rendimientos desde fin de junio, a pesar de la mejora que se dio en las cotizaciones recientemente, luego del resultado de las elecciones. La curva de rendimientos continuó con pendiente negativa.

Gráfico 3 | Tasas de interés y mercados secundarios de títulos públicos



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 -FF-) cedió marginalmente en términos reales en lo transcurrido del segundo semestre (julio a noviembre), comparado contra la misma cantidad

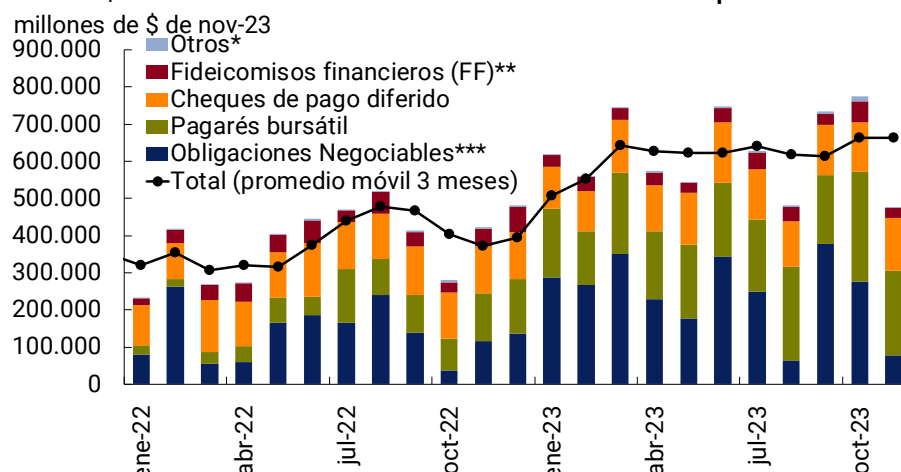
7 Por ejemplo, la LECER a 4 meses se colocó con un rendimiento en un rango de -7,7% a +6,9% entre julio y noviembre.

8 En el caso de los bonos duales y vinculados al dólar, profundizaron los rendimientos negativos desde fin de junio a fin de noviembre. Así, pasaron a un rango de -73% a -26% para los bonos duales con vencimiento hasta agosto de 2024 y a un rango de -64% a -43% en los bonos *dollar-linked* con vencimiento hasta septiembre de 2024. En los bonos con ajuste CER los rendimientos se mantuvieron en valores positivos durante casi todo el periodo, aunque con la volatilidad mencionada, volviendo a tornarse negativos aquellos más cortos a fin de noviembre. Desde fin de junio acumularon recortes en los rendimientos en un rango de 17p.p. a 4,5p.p. al tiempo que la pendiente de la curva se presenta más pronunciada (desde valores negativos para los plazos más cortos).

9 Esta evolución se dio en un contexto de reposicionamiento de carteras de inversores institucionales, en particular de los FCI (ver sección 4.2). Por otro lado, en los contratos de futuros de dólar, se verificó una suba en el interés abierto de julio a octubre, en comparación con los 4 meses anteriores y un incremento en las expectativas de devaluación.

de meses previos, mientras que creció 47% real i.a.¹⁰ (ver Gráfico 4). Entre julio y noviembre comparado contra los 5 meses anteriores, cayó el financiamiento en ON y más ligeramente en cheques, lo cual fue compensado en primer lugar por el incremento en las financiaciones vía pagarés y en menor medida en FF. En la comparación interanual, el principal impulsor fue el crecimiento de los pagarés y en segundo lugar las ON, mientras que los cheques crecieron en menor cuantía (reducen así su ponderación en el financiamiento al sector privado).

Gráfico 4 | Financiamiento a través de instrumentos del mercado de capitales doméstico



* Incluye facturas de crédito electrónicas, acciones y fondos comunes de inversión cerrados. **Se excluyen FF de infraestructura y viviendas. *** Se excluyen op. de canjes reestructuraciones.

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

Las ON continuaron siendo uno de los principales instrumentos de financiamiento en el mercado local, con ponderación cercana a un tercio de los flujos en el período (inferior al de igual cantidad de meses previos a partir del crecimiento en la negociación de pagarés). Los sectores de petróleo y energía, seguidos por el de telecomunicaciones, explicaron en forma conjunta casi el 70% del monto colocado en estos meses (ver Gráfico 5). Discriminadas por moneda, las colocaciones vinculadas al dólar (*dollar-linked*), explicaron casi 2/3 del monto en el periodo, con plazos que en promedio superaron a los 45 meses. Por su parte, las colocaciones en dólares (con plazos crecientes, superando los 30 meses en promedio) ampliaron su participación al 22% del flujo total. En contrapartida, las operaciones en pesos (con plazos cayendo a un promedio de 14 meses), tuvieron una ponderación más marginal sobre los flujos totales este período (14%). Respecto a las condiciones de colocación, mientras que para el segmento *dollar-linked* los rendimientos en promedio se recorrieron cerca de 6p.p. hasta valores negativos, para las colocaciones en dólares tuvieron una reducción más acotada.^{11,12} En las ON colocadas en pesos, en contraposición, se verificó una ampliación en los rendimientos de corte (en un contexto de aumento tanto de la tasa Badlar Bancos Privados

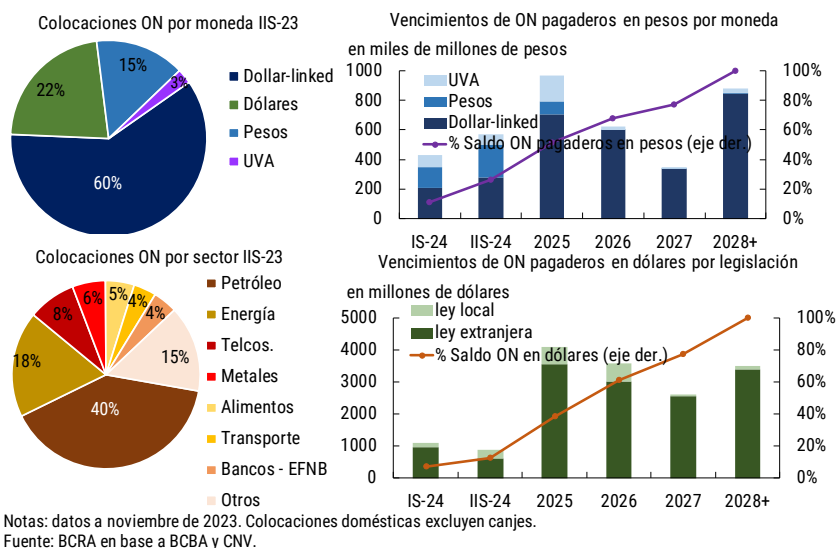
10 En términos del PIB los flujos representan no obstante 0,25% (promedio mensual).

11 Se consideran para cada segmento (*dollar-linked*, dólar y pesos) los rendimientos promedio mensual ponderados por el monto de la colocación considerando los plazos *benchmark*.

12 Para las ON *dollar-linked* de 24 a 36 meses los rendimientos eran ligeramente negativos en junio y pasaron a -7,9% en noviembre. Para las ON en dólares considerando los instrumentos de 24 a 36 meses la ampliación fue de 128p.b. desde junio hasta en torno a 4,7% en noviembre.

-usualmente tomada como base para el cálculo de los cupones- como del margen sobre esta tasa).¹³

Gráfico 5 | Colocaciones ON por moneda, sector y perfil de vencimientos



Las amortizaciones de ON en dólares que enfrentan las empresas en el primer semestre de 2024 suman US\$1.100 millones (5% del saldo total de ON).¹⁴ Estos pagos están en buena parte explicados por los instrumentos de un número acotado de empresas grandes y de los sectores de petróleo y energía. Con respecto con a la deuda pagadera en pesos, los pagos ascienden a \$430.000 millones, correspondientes a ON vinculadas al dólar (48%), en pesos nominales (34%) y en UVA (19%).

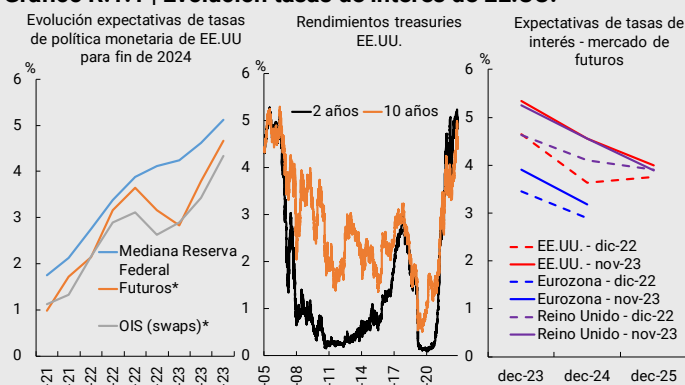
13 Se consideran las ON de 12 a 24 meses de plazo. La ampliación fue de 35p.p. desde junio a noviembre, hasta un nivel de 134,4% mientras que en términos del margen sobre la tasa de referencia el aumento fue de 201p.b. en el mismo plazo.

14 Las ON en dólares representan 59% del saldo en circulación de bonos corporativos a fines de noviembre de 2023, seguidas por los instrumentos vinculados al dólar (31% del saldo total).

Recuadro 1 / Expectativas sobre ciclo de subas de tasas en economías desarrolladas, rendimientos de títulos públicos de EE.UU y evolución del dólar

La resistencia a la baja que viene mostrando la inflación núcleo en los EE.UU. llevó a que las expectativas apunten a que la tasa de política monetaria alcance niveles superiores a los que se venían previendo. Así, se espera que esta tasa de referencia se mantenga en dichos niveles por un mayor periodo de tiempo (“tasas de interés más altas por más tiempo”)¹⁵, antes de que comience el proceso

Gráfico R.1.1 | Evolución tasas de interés de EE.UU.



* Los valores de los futuros y de los OIS corresponden a las tasas de dichos instrumentos en las fechas en las cuales se llevaron a cabo las reuniones del FOMC de la Reserva Federal.
Fuente: BCRA en base a Bloomberg.

de recorte de tasas por parte de la Reserva Federal. Las previsiones de tasas por parte de los miembros del FOMC¹⁶ de la Reserva Federal vienen ajustándose al alza para 2024 (ver Gráfico R.1.1). Si bien hacia el último trimestre del año pasado en el mercado se esperaba una tasa de política monetaria de 3,2% para fin de 2024, dicha expectativa se incrementó a 4,7% en septiembre de este año. Por su parte, la mediana de los miembros del FOMC se elevó de 4,1% a 5,1% en mismo periodo.

Las perspectivas de tasas de interés son muy dependientes de los datos económicos que se van dando a conocer. Si bien persiste un marco de incertidumbre considerable, el cambio hacia perspectivas de tasas más altas por mayor tiempo se vio sustentado por datos de actividad económica mejores a los esperados en los EE.UU. lo que se tradujo en una creciente percepción de que dicho país podría evitar una recesión, con un aterrizaje suave (*soft landing*) de su economía¹⁷. De materializarse dicho escenario, la Reserva Federal tendría mayor margen de acción respecto al momento a partir del cual comenzar con el sendero de reducción de la tasa de interés.

Las expectativas de tasas de interés más altas impactaron sobre los rendimientos de los títulos públicos de los EE.UU., que mostraron un incremento pronunciado desde finales de junio hasta mediados de octubre. El incremento se concentró en el segmento medio y largo de la curva, ubicándose los rendimientos de los *treasuries* en valores máximos desde el 2007¹⁸. Se destaca que el incremento reciente que vienen experimentando los rendimientos de los *treasuries* se explica principalmente por el mayor nivel esperado de tasas reales de interés, frente a expectativas de inflación que se encuentran por debajo de los recientes máximos relativos alcanzados en el 2022.

¹⁵ La tasa esperada para fin del 2024 en el mercado de futuros se incrementó desde 4,1% en junio a 4,9% hacia mediados de octubre, para luego registrar una reversión parcial, a partir de datos de inflación más favorables a los esperados.

¹⁶ Comité Federal de Mercado Abierto.

¹⁷ La probabilidad de recesión a 1 año en EE.UU. se redujo de 65% en junio a 51% en noviembre, de acuerdo a encuestas llevadas a cabo por Bloomberg.

¹⁸ En otros países desarrollados, como Alemania y Japón, también se registraron importantes incrementos de los rendimientos en el mismo periodo, aunque con movimientos más acotados.

En línea con lo sucedido en los EE.UU., los mercados de futuros también vienen reflejando expectativas de tasas crecientes para la Eurozona y el Reino Unido, aunque, particularmente en el caso europeo, se esperan tasas de interés sustancialmente menores a las de EE.UU. En este marco, se evidenció un fortalecimiento del dólar, lo que podría empeorar las condiciones financieras para los mercados emergentes, de continuar dicha tendencia. Asimismo, de materializarse el escenario de altas tasas de interés por un extenso periodo de tiempo, se plantea el interrogante sobre la sustentabilidad de la deuda de distintos tipos de agentes en un contexto de endeudamiento en líneas generales elevado. Esto incluye a las empresas de economías emergentes (ver Apartado 1).

Se plantea entonces un escenario desafiante, con foco sostenido en la evolución de la tasa de inflación y del nivel de actividad, con impacto sobre las expectativas respecto a las decisiones de política monetaria, que afectaría a los mercados financieros en general (incluyendo a los emergentes).

Recuadro 2 / Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP)

A lo largo de 2023 el BCRA continuó sosteniendo el estímulo al crédito canalizado al desarrollo productivo, política que tiene como eje a la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP). Este instrumento promueve el acceso al crédito bancario a las empresas de menor tamaño relativo, otorgándoles facilidades especiales.¹⁹ Se estima que el saldo de crédito de la LFIP totalizó \$2 billones a septiembre de 2023, siendo equivalente a 12,3% del crédito total al sector privado, en línea con el nivel de un año atrás. Más del 40% del saldo estimado de la LFIP correspondió a proyectos de inversión.

La LFIP continuó presentando un rol importante en el entramado productivo local. Teniendo en cuenta los distintos sectores de actividad, más del 65% del saldo estimado de la LFIP se habría canalizado a la industria y al comercio (ver Gráfico R.2.1). Este nivel supera ampliamente al compararlo con la participación de los préstamos a estos dos sectores en el crédito bancario total a empresas (representaron 52,3% en forma conjunta). Respecto a la distribución geográfica, la LFIP presentó una mayor incidencia en las regiones con menor alcance relativo del crédito bancario total a las empresas (ver Gráfico R.2.2). En particular, la participación de la LFIP fue superior en casi todas las regiones (excepto en el Centro) respecto a la distribución geográfica del crédito total a las empresas.

Gráfico R.2.1 | Saldo estimado de crédito
Por actividad económica – Septiembre 2023

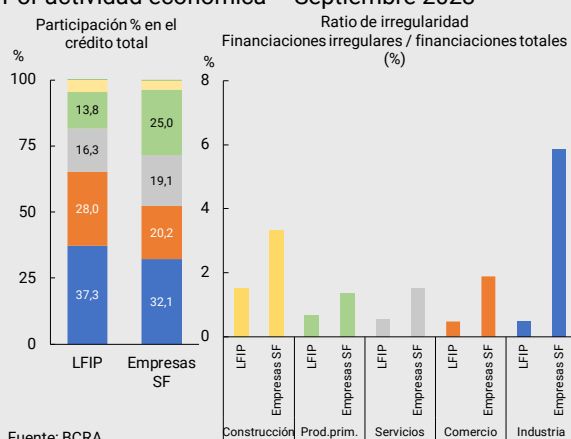
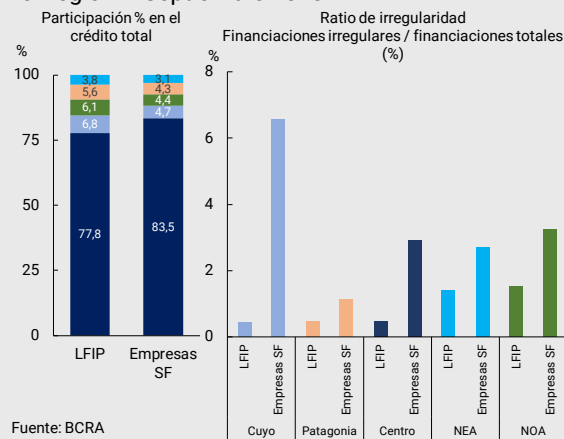


Gráfico R.2.2 | Saldo estimado de crédito
Por región – Septiembre 2023



El ratio de irregularidad de las personas deudoras de la LFIP se ubicó en 0,6% en septiembre, nivel que se encuentra en línea con el registrado en el último IEF y muy por debajo del observado para el crédito total al sector privado y al verificado para las empresas (3% en ambos casos). Al distinguir por sectores económicos, los coeficientes de mora de las financiaciones totales de las empresas

¹⁹ En septiembre de 2023 el BCRA renovó la LFIP hasta el cierre del primer trimestre de 2024. Para mayor detalle ver [Nota de prensa](#) del 9/3/23 y la Comunicación "A" [7720](#).

que accedieron a la LFIP fueron inferiores en todos los rubros en comparación con los observados a nivel agregado de las firmas (ver Gráfico R.2.1).²⁰

Se estima que en los últimos seis meses unas 3.000 personas deudoras que no contaban con financiamiento bancario se incorporaron al sistema financiero mediante este instrumento. De esta manera, desde el lanzamiento de la LFIP hasta septiembre de 2023 se estima que habría un total de casi 22.000 nuevas personas deudoras en el sistema financiero (explicando 6% del saldo total de la LFIP). Para este subgrupo de personas deudoras el nivel de irregularidad se ubicó en 1,3% (sin cambios de magnitud respecto al último IEF). A la última fecha disponible existe un total de 125.700 empresas de distintas actividades y tamaños que utilizan a la LFIP como instrumento de financiamiento.

Con relación al impacto en el mercado laboral, las empresas participantes de la LFIP emplean formalmente a más de 1,5 millones personas, representando cerca de una cuarta parte del total de personas trabajadoras asalariadas en el sector privado (+1,1 p.p. respecto del valor del último IEF).²¹ En particular, las personas trabajadoras en el área de servicios e industria cuyas firmas tienen algún préstamo de la LFIP representaron 64% del total (el empleo de estos dos segmentos en todo el país se ubicó en casi 67%). Al distinguir por región geográfica, el NOA concentró 7,1% de las personas empleadas por firmas que accedieron a la LFIP, valor que se encuentra por encima del observado a nivel país (en el NOA el empleo explica 6,9% del total del empleo en el país). Por su parte, en Cuyo este nivel se ubicó en torno a 6,4% (6,6% a nivel país), mientras que en el resto de las regiones no se registraron grandes diferencias.

20 El ratio de irregularidad de los préstamos totales de las personas deudoras que accedieron a la LFIP fue de 0,5% a septiembre tanto para la industria, para el comercio como para las firmas prestadoras de servicios (5,9%, 1,9%, 1,5% respectivamente para el agregado de las empresas).

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

2. Principales fortalezas del sistema financiero frente a los riesgos

Durante 2023 el sistema financiero mantuvo sus exposiciones a riesgos en niveles moderados, mientras que las coberturas disponibles se sostuvieron relativamente elevadas. Esto último se constituye en el principal rasgo de fortaleza del conjunto de entidades financieras. En particular, los márgenes agregados de liquidez, provisiones y capital siguieron siendo holgados, tanto al compararlos con la historia local como en una perspectiva internacional. Adicionalmente, se debe destacar que el esquema de regulación y supervisión al que están sujetas las entidades financieras es consistente en general con las mejores prácticas recomendadas a nivel internacional (fundamentalmente emanadas del denominado “Comité de Basilea”). A continuación se repasan las principales fortalezas del sistema financiero y en la siguiente sección se profundiza sobre estos aspectos, adicionando elementos en el marco de la evaluación de las potenciales fuentes de vulnerabilidad.

Tabla 1 | Principales indicadores de solidez del sistema financiero

	Sistema financiero			EFB públicas			EFB privadas nacionales			EFB privadas extranjeras			EFNB		
	sep-22	mar-23	sep-23	sep-22	mar-23	sep-23	sep-22	mar-23	sep-23	sep-22	mar-23	sep-23	sep-22	mar-23	sep-23
Liquidez															
Ratio de cobertura de liquidez (1)	1,9	2,2	2,1	1,8	2,1	2,0	1,9	2,1	1,9	2,2	2,5	2,4	-	-	-
Ratio de fondeo neto estable (1)	2,0	1,9	1,8	1,9	1,8	1,7	2,1	2,0	1,9	1,9	2,1	2,0	-	-	-
Liquidez amplia / Depósitos (%)	72,3	77,2	80,9	66,1	74,0	83,8	77,9	79,6	78,1	76,0	79,5	79,3	66,1	72,1	65,9
En \$	69,1	75,0	79,8	63,9	72,9	84,0	74,4	76,1	74,4	70,6	75,1	73,7	55,9	63,8	56,6
En US\$	91,8	89,1	86,7	77,2	73,5	72,8	100,9	100,1	97,8	101,0	98,1	106,3	246,9	230,7	232,7
Solvencia															
Integración de capital / APR (%)	28,6	31,2	31,1	25,7	29,3	31,9	32,3	33,2	33,4	29,0	31,7	28,3	20,5	21,2	19,5
Integración de capital ordinario nivel 1 / APR (%)	27,4	30,1	30,5	25,1	28,8	31,8	30,4	31,6	32,2	27,8	30,6	27,7	18,3	18,7	17,7
Ratio de apalancamiento (%)	14,5	16,3	17,4	12,4	13,9	15,2	16,4	18,2	19,0	15,4	18,0	19,3	22,3	17,8	20,2
Margen de conservación de capital (% verificación)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	90	92	91
Margen bancos localmente sistémicos (% verificación)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	-	-	-
Integración de capital / Crédito al sector privado neto de provisiones (%)	55,9	62,3	66,8	51,3	61,0	70,9	65,2	68,6	72,6	55,5	61,0	60,4	21,3	20,4	18,3
Posición de capital / Crédito al sector privado neto de provisiones (%)	40,2	46,4	49,6	35,7	45,2	53,9	48,6	51,7	54,8	39,8	45,2	42,9	12,5	12,4	10,5
Rentabilidad															
ROE en moneda homogénea (%a.) (2)	8,9	12,7	17,2	12,6	18,5	22,6	7,3	9,2	14,9	8,3	11,5	14,2	-30,0	-30,9	-23,0
ROA en moneda homogénea (%a.) (2)	1,5	2,3	3,2	1,9	2,9	3,9	1,3	1,7	2,9	1,5	2,2	2,8	-5,7	-5,9	-4,3
Crédito al sector privado															
Exposición bruta / Activos (%)	28,3	27,2	26,1	27,6	25,8	23,6	26,2	25,8	24,9	30,2	29,5	30,0	72,4	65,0	60,8
Ratio de IRR (%)	3,1	3,2	3,0	5,1	5,3	5,2	2,1	2,3	2,0	1,4	1,5	1,5	4,9	3,9	3,4
Provisiones / Cartera total (%)	4,0	4,0	3,7	5,3	5,5	5,3	3,1	3,1	2,7	3,2	3,2	2,8	4,9	3,1	2,7
Crédito al sector público															
Exposición bruta / Activos (%) (3)	15,6	17,0	17,7	20,0	25,0	24,0	14,8	13,4	15,4	10,7	10,5	11,6	0,8	2,2	2,7
Exposición neta / Activos (%) (4)	2,5	6,7	6,2	-6,2	3,9	2,6	6,4	7,6	8,0	9,9	9,8	9,6	0,8	2,2	2,7
Balance en moneda extranjera															
(Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME) / RPC (%)	24,6	30,2	39,3	48,3	57,3	60,1	17,3	25,2	34,4	5,8	4,0	17,2	40,5	43,5	54,5
Depósitos en ME / Depósitos totales - Sector privado (%)	14,4	15,2	15,2	12,0	11,3	11,5	13,1	15,0	15,4	18,3	19,7	19,5	5,4	4,9	5,1
Préstamos en ME / Préstamos totales - Sector privado (%)	8,0	8,5	9,0	8,1	8,8	9,2	6,6	6,4	5,7	9,0	9,7	11,3	6,4	9,8	9,2

(1) Jun-23 última información disponible. (2) Acumulado 12 meses.

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

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

Fuente: BCRA

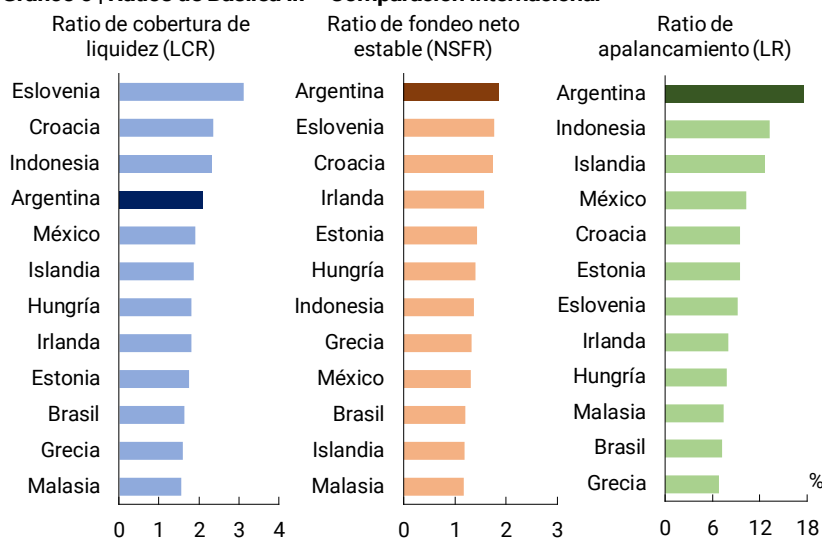
i. Los indicadores de liquidez se mantuvieron elevados para el sistema financiero agregado. En el cierre del tercer trimestre del año la liquidez en sentido amplio²² del conjunto de entidades financieras representó 80,9% de los depósitos (79,8% en el segmento en pesos y 86,7% en moneda extranjera). Este nivel superó al registro del IEF anterior y al observado en una comparación interanual, superando al promedio de los últimos 10 años (55,9%).

22 Definido como saldos de disponibilidades, conceptos elegibles para la integración de efectivo mínimo y demás instrumentos del BCRA, tanto en moneda nacional como extranjera.

Los ratios de liquidez que surgen de las recomendaciones del Comité de Basilea (BCBS) siguieron en niveles elevados para el conjunto de las entidades locales obligadas a su verificación (Grupo A) y superaron holgadamente a los mínimos regulatorios y al registro promedio en la comparación internacional (ver Gráfico 6).²³ Tanto el Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR) como el Ratio de Fondeo Neto Estable (NSFR) no presentaron cambios de magnitud con respecto al IEF anterior (más detalle en Sección 3.3).

ii. Los indicadores de solvencia del conjunto de entidades financieras permanecieron en un entorno de niveles altos. La integración de capital (RPC) del sistema financiero en términos de los activos ponderados por riesgo (APR) se ubicó en 31,1% en septiembre de 2023 y la posición de capital (RPC neta de la exigencia mínima normativa, antes de considerar los márgenes adicionales —conservación y por importancia sistémica—) alcanzó 289% de la exigencia regulatoria (mayor detalle en Sección 3.1). El capital ordinario de Nivel 1 explicó 98,2% de la RPC, siendo el segmento con mayor capacidad para absorber potenciales pérdidas.

Gráfico 6 | Ratios de Basilea III – Comparación internacional



Nota: última información disponible.

Fuente: Financial Soundness Indicators (FSI) y Bancos Centrales.

El ratio de apalancamiento (según recomendaciones del BCBS) totalizó 17,4% para el sistema financiero, superando ampliamente a los mínimos exigidos y al promedio de otros países (ver Gráfico 6). El sistema financiero mantuvo niveles positivos de rentabilidad, aumentando con respecto al IEF anterior (más detalle en Sección 3.2).

iii. Se mantiene un bajo nivel relativo de exposición del sistema financiero al crédito al sector privado, sin cambios de magnitud en el ratio de irregularidad con respecto al IEF anterior y elevado provisionamiento. La exposición al sector privado del conjunto de entidades financieras alcanzó 26,1% del activo total sobre el cierre del tercer trimestre, cayendo respecto del nivel verificado en

²³ 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](#).

el IEF anterior y con respecto a septiembre de 2022. Este indicador es inferior al promedio de los últimos 10 años (de 39,8%).

En septiembre el ratio de irregularidad del crédito al sector privado se redujo levemente respecto al IEF anterior, hasta 3%. El provisionamiento agregado del sector totalizó 3,7% de la cartera total del sector privado y 121,8% de aquella en situación irregular (para mayor detalle, ver Sección 3.1).

En función de las fortalezas mencionadas en esta sección se espera que, de tener que enfrentar un escenario de mayor tensión, el sistema financiero muestre resiliencia. En este sentido, a continuación se enumeran los factores de riesgo (exógenos) considerados más relevantes para el sistema financiero a corto y mediano plazo. En función del monitoreo realizado en el presente Informe, se estima que la materialización de estos riesgos debería ser de naturaleza extrema (y, en este sentido, de baja probabilidad) para que su impacto sobre las condiciones de estabilidad financiera a nivel local sea significativo.

Riesgo de que el contexto local se vea agravado, con actividad económica más débil que la esperada y/o mayor volatilidad en los mercados financieros. Tras observarse una caída en el nivel de actividad en el IIT-23 (producto de los efectos de la sequía), en los próximos meses la evolución de la economía seguiría estando condicionada. Incluso sin que se dé un shock externo, los efectos de una elevada incertidumbre y de una mayor volatilidad observada a nivel local en los últimos meses podrían impactar sobre distintas variables de relevancia (como el consumo y la inversión, la inflación). En este sentido, el BCRA sigue monitoreando la situación, calibrando sus políticas e implementando las medidas que sean necesarias para evitar efectos disruptivos. Como se viene mencionando en los sucesivos IEF, un nivel de actividad económica eventualmente menor al esperado o nuevas tensiones en los mercados financieros locales podrían tener efectos tanto sobre la calidad de cartera de los bancos como sobre la dinámica de la intermediación financiera.

Riesgo de que se materialicen condiciones externas más adversas, con posibilidad de que se desaten dinámicas negativas en forma abrupta a nivel global, amplificadas por la existencia de diversas vulnerabilidades. Hasta el momento la situación económica a nivel global y la evolución de los mercados internacionales han mostrado cierta resiliencia ante condiciones más desafiantes. Sin embargo, se mantiene un contexto de cautela, con foco en la evolución de las principales variables económicas en las economías desarrolladas y su potencial impacto sobre las expectativas vinculadas al sesgo de política monetaria. La incertidumbre existente sigue condicionando las perspectivas de crecimiento a nivel global, con potencial efecto sobre el comercio internacional y los precios de las materias primas. Y este escenario, combinado con la presencia de diferentes vulnerabilidades²⁴ implica que distintos tipos de factores (ajuste de expectativas respecto a las políticas monetarias en economías avanzadas, mayores preocupaciones por la sustentabilidad de la deuda en sectores o países específicos, escalada de conflictos geopolíticos) pueden terminar gatillando comportamientos que modifiquen en forma abrupta las condiciones financieras en los mercados internacionales,

24 Incluyendo, por ejemplo, segmentos de mercado con cotizaciones reflejando expectativas relativamente optimistas, carga de la deuda creciente, mayor protagonismo de fondos de inversión con comportamiento procíclico interconectados con distintos sectores y con comportamiento procíclico.

incluyendo variables clave para los emergentes, como los flujos de portafolio y los mercados de monedas. En términos de los efectos locales, mientras que un crecimiento global menor al esperado afectaría más directamente al canal comercial (con impacto sobre la actividad económica y el riesgo de crédito enfrentado por los bancos), un escenario de volatilidad en los mercados financieros internacionales se trasladaría con más fuerza a través del canal financiero (efecto sobre el tipo de cambio, las tasas de interés y el marco en el cual se desarrolla la intermediación financiera).²⁵

Riesgos operacionales y desafíos vinculados a la innovación tecnológica. Con mayor uso de canales digitales se verifica una mayor exposición del sistema financiero a fraudes y los ciber-ataques, que eventualmente pueden traducirse en pérdidas o, en casos de mayor alcance, generar dificultades para el normal funcionamiento de los mercados. Estos riesgos crecientes no han generado hasta el momento problemas de carácter sistémico. Para evitar este tipo de situaciones, el BCRA continúa implementando una agenda amplia que incluye tareas vinculadas a la concientización, la prevención y la supervisión de fraudes y ciber-ataques. A esto se le suma la continua adaptación de la normativa vigente.

Otros factores de riesgo mencionables, con incidencia a mediano y largo plazo, incluyen, por ejemplo, el crecimiento mundial del uso de criptoactivos. Si bien su uso es hasta el momento limitado, su comportamiento es evidentemente volátil, al tiempo que se trata de un sector que viene mostrando diversos tipos de problemas en los países desarrollados (generando un amplio debate respecto a estos activos, ver Recuadro 3). Las potenciales consecuencias del cambio climático constituyen otro riesgo relevante. En este sentido, en Argentina se presentó en 2023 una estrategia nacional vinculada a las finanzas sustentables, al tiempo que el BCRA lanzó una encuesta sobre el tema para el sistema financiero (ver Apartado 2).

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

25 En ambos casos, podrían verificarse efectos de segunda ronda que terminen afectando otros canales de transmisión (por ejemplo, un menor crecimiento afecta principalmente al canal comercial, pero si genera un fuerte y rápido ajuste en las expectativas podría incidir sobre el apetito por riesgo y las condiciones observadas en los mercados internacionales, con impacto sobre el canal financiero).

Recuadro 3 / Criptoactivos. Riesgos relevantes para una economía emergente

Si bien los criptoactivos están presentes desde hace más de una década, todavía existe un amplio debate sobre los potenciales beneficios y costos asociados a los mismos. Gran parte de la literatura especializada tiende a indicar que los criptoactivos continúan siendo autorreferenciales y con escaso contacto con el mundo real, al tiempo que carecen de la confianza que ofrece el dinero tradicional.²⁶ Los eventos de colapso recientes a nivel internacional han puesto en evidencia las deficiencias en su diseño y funcionamiento, lo que llevó a una pérdida de confianza por parte de los inversores y participantes del mercado²⁷, así como también a una mayor atención regulatoria a nivel global.

En este contexto, los avances en el marco del G20 en el último año han buscado expandir la narrativa de los criptoactivos más allá de las preocupaciones por la estabilidad e integridad financieras, buscando capturar las implicancias macrofinancieras y la perspectiva de las economías de mercado emergentes y en desarrollo (EMDEs)²⁸. Así, gradualmente se comienza a dar forma a un enfoque de política global y coordinado tendiente al abordaje completo de riesgos asociados a los criptoactivos. Este enfoque, impulsado por las EMDEs y receptado en primer lugar por el FMI²⁹, busca hacer énfasis en los efectos macroeconómicos de una potencial adopción generalizada de los criptoactivos.

El panorama de riesgos relevantes para una EMDE incluye nuevas vías para la sustitución de moneda³⁰, con implicancias para la soberanía monetaria y el rol tradicional de los bancos. El anonimato que permite el uso de criptoactivos y la capacidad de disociar los atributos del dinero (unidad de cuenta, medio de pago y reserva de valor) pueden suponer una competencia para las monedas fiduciarias. Las transacciones con criptoactivos suelen tener lugar al margen del sistema financiero, lo que repercute en la transmisión de la política monetaria. Además, la aparición de nuevos canales para los flujos de capitales hace necesaria la evaluación del impacto de los criptoactivos en la efectividad de la política cambiaria y las medidas de gestión de los flujos de capitales de los países (CFMs³¹ por su sigla en inglés). Las EMDEs que tienden a utilizar estas herramientas de política con el objetivo de mantener la estabilidad macroeconómica, pueden enfrentar nuevos desafíos en caso de una adopción generalizada de criptoactivos.

En particular, el análisis del FMI desarrolla las implicancias macrofinancieras de los criptoactivos en áreas clave para una EMDE. Por un lado, la estabilidad externa, que incluye la estabilidad de los flujos de capital y el acceso a un sistema de pagos transfronterizos eficiente e integrado y, por otro lado, la interna, que incluye la eficacia y soberanía de la política monetaria y la estabilidad financiera³².

Desde el punto de vista de la estabilidad externa, los criptoactivos podrían dar lugar a posiciones brutas de capital extranjero más elevadas y flujos de capital más volátiles. Si bien las *stablecoins*

26 Para un panorama reciente de los riesgos de los criptoactivos ver, por ejemplo, [BIS \(2023a\)](#).

27 [BCRA \(2023\)](#).

28 [G20 \(2023a\)](#).

29 [IMF \(2023a\)](#).

30 El potencial proceso de sustitución de moneda doméstica por criptoactivos en EMDEs, referido en inglés como '*cryptoization*', fue desarrollado por primera vez en [IMF \(2021\)](#), y posteriormente extendido a la moneda de reserva en BCRA ([2022](#), [2023](#)) y [BIS \(2023c\)](#).

31 [He et al \(2022\)](#).

32 No se desarrollan aquí las implicancias para la estructura de los sistemas financieros, que abarca la intermediación y el funcionamiento de mercado, la inclusión financiera, la innovación y la sostenibilidad ambiental.

podrían integrar más estrechamente los mercados internacionales de activos, facilitando así la diversificación del riesgo, pueden emerger riesgos de mayor contagio y de problemas de balanza de pagos³³. Además, la volatilidad de los flujos de capital podría aumentar debido a potenciales salidas masivas o a la volatilidad de los precios propiamente dicha. Una rápida salida (o reversión) de capitales podría materializarse si las *stablecoins* denominadas en moneda extranjera fueran accesibles al público en general. Por último, la adopción de los criptoactivos podría erosionar la eficacia de las CFMs. La magnitud potencial de estos riesgos se expresa con relativa mayor intensidad en las EMDEs, en general dados sus mayores grados intrínsecos de vulnerabilidad enfrentada.

Respecto de las implicancias para la estabilidad interna, según el FMI la transmisión de la política monetaria se debilitaría si los hogares y empresas prefirieran ahorrar e invertir en criptoactivos. La volatilidad de los precios de los criptoactivos puede afectar la hoja de balance de sus tenedores y plantear riesgos para la estabilidad en caso de una adopción generalizada. Las instituciones financieras podrían verse expuestas directamente a través de su participación en actividades de negociación, custodia o *market-making*. También podrían existir vínculos indirectos si las entidades otorgaran crédito u otros servicios financieros a los proveedores de servicios de criptoactivos (ej. *exchanges*) o si aceptaran criptoactivos como garantía de préstamos. Los potenciales retiros masivos de *stablecoins* en momentos de estrés en los mercados de criptoactivos pueden dar lugar a liquidaciones a gran escala de activos y repercutir en los precios de mercado de los activos financieros tradicionales. La adopción generalizada de las *stablecoins* podría desintermediar los depósitos bancarios, lo cual podría desviar el ahorro y debilitar el rol de los bancos en la intermediación financiera.

La visión del FMI sobre la consideración explícita de las implicancias macrofinancieras de los criptoactivos ha sido tenida en cuenta como un insumo fundamental en el trabajo encomendado por la Presidencia india del G20. En este marco, el FMI y el FSB han publicado recientemente un documento de síntesis elaborado en conjunto³⁴ que, por un lado, resume las recomendaciones y estándares desarrollados por los SSBs hasta ahora.³⁵ Por otro lado, contiene una Hoja de Ruta (HdR) para la implementación de un marco global de política tendiente al abordaje de los riesgos macroeconómicos y de estabilidad financiera que plantean las actividades y los mercados de criptoactivos, incluidos los riesgos específicos para las EMDEs.³⁶ La HdR, recientemente aprobada por los líderes del G20, incluye acciones para la implementación de marcos de política, la coordinación, cooperación e intercambio de información a nivel global y el abordaje de los faltantes de información.

El BCRA lleva 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 los riesgos que representan tanto para los usuarios individuales como para el sistema financiero en su conjunto³⁷. Asimismo, el BCRA colabora en pos de consolidar una visión global de los criptoactivos que considere explícitamente los riesgos específicos que representan para las EMDEs³⁸.

33 Para un resumen de los riesgos de las *stablecoins* en EMDEs ver, por ejemplo, [BCRA \(2019\)](#).

34 [IMF-FSB \(2023\)](#).

35 Para un resumen de los desarrollos regulatorios recientes ver, por ejemplo, [FSB \(2023a\)](#).

36 [G20 \(2023b\)](#) y [G20 \(2023c\)](#).

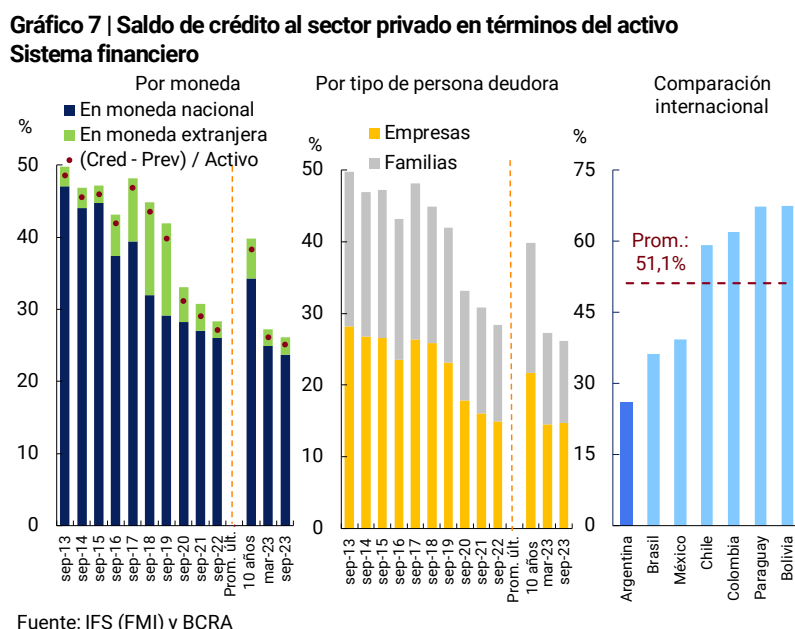
37 Ver [BCRA \(2023\)](#) para un ejemplo de las actividades de monitoreo. Para más información sobre las publicaciones y acciones del BCRA, ver <https://www.bcr.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Advertencia-sobre-criptoactivos.asp>.

38 Al respecto, ver [FSB \(2023b\)](#).

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

3.1. Exposición patrimonial al riesgo de crédito

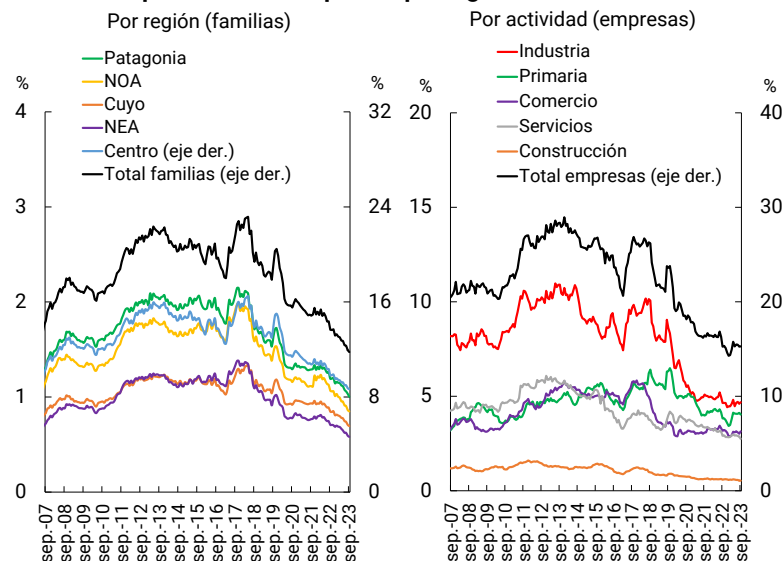
La exposición crediticia del sistema financiero al sector privado continuó reduciéndose en los últimos meses. A septiembre el saldo de crédito total al sector privado canalizado por el conjunto de entidades financieras totalizó 26,1% del activo en septiembre, disminuyendo 1,1 p.p. respecto al valor registrado en el último IEF y 2,2 p.p. en comparación con el nivel de un año atrás (ver Gráfico 7). Esta disminución se explica fundamentalmente por el comportamiento del segmento de créditos en pesos. Este indicador se mantiene por debajo del promedio de los últimos 10 años (39,8%), así como de los niveles de otras economías de la región (promedio de 51,1%).



Al diferenciar por el tipo de persona deudora, la caída de la exposición del sistema financiero al sector privado fue impulsada por el segmento de las familias. El crédito a las familias representó 11,8% del activo total, reduciéndose tanto en términos semestrales como interanuales. La disminución de este indicador resultó generalizada en todas las regiones del país (ver Gráfico 8).³⁹ Por su parte, la exposición del crédito a las empresas aumentó levemente su peso relativo en el total en los últimos seis meses, hasta totalizar cerca de 15% del activo. Este desempeño fue explicado principalmente por el sector de la producción primaria y, en menor medida, por el comercio, en el marco de los programas de estímulo crediticio impulsados por el BCRA mayormente destinados al segmento MiPyME (ver Recuadro 2).

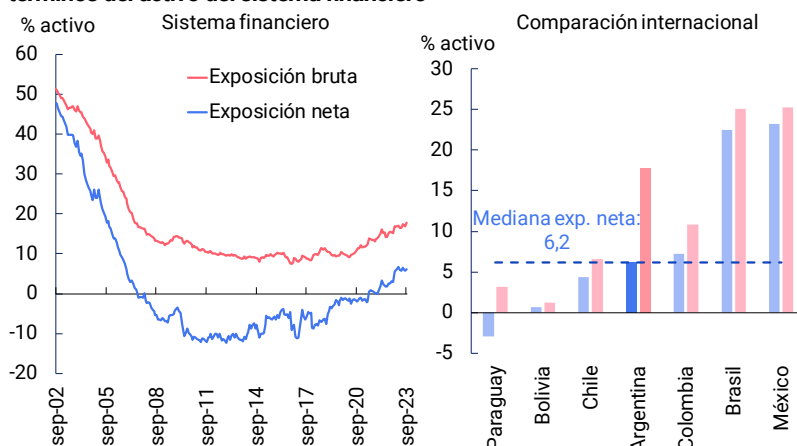
³⁹ Para la agrupación por regiones se considera el domicilio fiscal de las personas deudoras según padrón de AFIP.

Gráfico 8 | Exposición al sector privado por segmento – En términos del activo



Fuente: BCRA

Gráfico 9 | Saldo de crédito al sector público y depósitos del sector público en términos del activo del sistema financiero



Exposición bruta: (Posición en títulos públicos (no incluye instrumentos del BCRA) + Préstamos al sector público) / Activo total. Exposición neta: (Posición en títulos públicos (no incluye instrumentos del BCRA) + Préstamos al sector público - Depósitos del sector público) / Activo total. Sector público incluye todas las jurisdicciones (nacional, provincial y municipal).

Nota: Datos a dic-22, excepto Argentina a sep-23. Fuente: IFS (FMI) y BCRA

La exposición del conjunto de entidades financieras al sector público no financiero representó 17,7% de los activos totales a septiembre,⁴⁰ incrementándose 0,7 p.p. desde la última publicación del IEF y 2,2 p.p. en una comparación interanual. Si se contempla el fondeo que obtiene el sistema financiero del sector público (a través de depósitos), este indicador alcanzó 6,2% del activo total en septiembre a nivel agregado (-0,5 p.p. respecto a marzo y +3,7 p.p. i.a.). El nivel actual de este indicador se ubicó en línea con el promedio verificado en las economías de la región (6,2% para la mediana y 8,8% para el promedio simple, ver Gráfico 9). Desde la crisis local de 2001/2002, todas

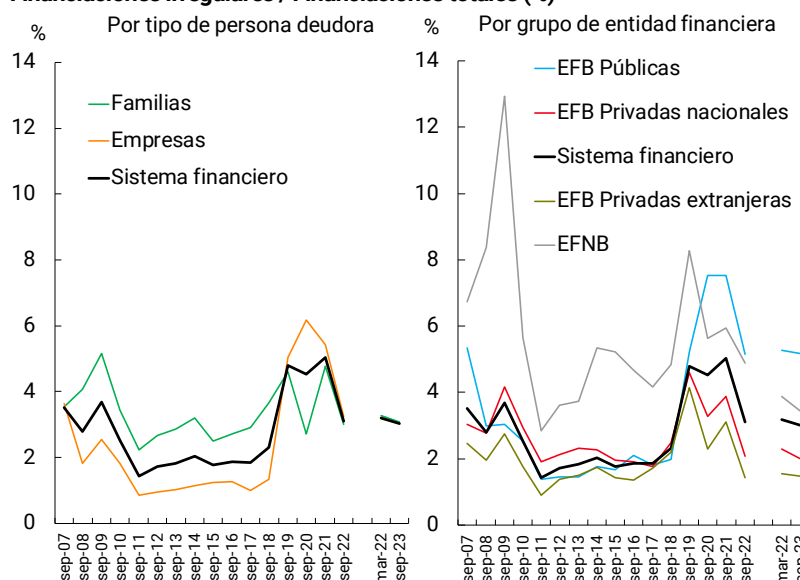
40 Distinguiendo la exposición al sector público por tipo de moneda, casi la mitad (8,6% del activo) correspondió a instrumentos en pesos con cláusula de ajuste CER (+1,3 p.p. por encima del nivel del último IEF), 5,6% del activo representaron los bonos duales (+1,4 p.p. entre marzo y septiembre), 2,1% del activo ponderaron los títulos en pesos sin cláusula de ajuste CER (-1,8 p.p. en los últimos seis meses) y 1,4% correspondió a instrumentos en moneda extranjera (manteniéndose sin cambios de magnitud en el último semestre).

las entidades financieras deben verificar límites normativos sobre el financiamiento al sector público no financiero (para cada nivel de gobierno y para el total), fijados en función de la RPC y del activo total de la entidad.

En este contexto, el crédito total (incluyendo sector privado y público, no financiero) se situó en 43,9% del activo del sistema financiero a nivel agregado en septiembre, cayendo levemente en los últimos seis meses (-0,4 p.p.) y manteniéndose sin cambios significativos en términos interanuales.

El ratio de irregularidad del crédito al sector privado se redujo ligeramente con relación al último IEF (-0,2 p.p.), ubicándose en torno a 3% (sin variaciones de magnitud en una comparación interanual, ver Gráfico 10).⁴¹ Este nivel se encuentra en línea con el promedio de otros países de la región (2,9%).⁴²

Gráfico 10 | Ratio de irregularidad del crédito al sector privado
Financiamientos irregulares / Financiamientos totales (%)



Al distinguir por tipo de persona deudora, la mora de las financiamientos a las familias se ubicó en 3,1% de dicha cartera (-0,2 p.p. entre marzo y septiembre), con leves caídas en los ratios de irregularidad en casi todas las regiones (con excepción de NEA). En particular las zonas de la Patagonia y del NOA verificaron las mayores disminuciones relativas de este indicador en los últimos seis meses. El coeficiente de irregularidad de los préstamos a este segmento se redujo en casi todas las líneas crediticias, con excepción a la de los prestatarios.⁴³

41 En línea con el desempeño del ratio de irregularidad, la probabilidad de default estimada (PDE) del crédito total al sector privado — ratio que evalúa la transición en la clasificación crediticia de las personas deudoras— se mantuvo sin cambios de magnitud en los últimos 6 meses, en 0,7%. El nivel de este indicador permaneció levemente por debajo del promedio de los últimos diez años (0,8%). En esta estimación la PDE se define como la proporción del saldo de crédito que estando inicialmente en situación crediticia 1 y 2 (regular) pasa a encontrarse en situación 3, 4, 5 y 6 (irregular) al fin del período bajo análisis (en este caso se toma comparación de tres meses). Para el cálculo del promedio de la PDE se escinde el período en el que tuvieron efecto las medidas de alivio financiero adoptadas por el BCRA en el marco de la pandemia de COVID 19.

42 Se considera el promedio simple para la última información disponible en los [Indicadores de Solidez Financiera \(FSI del FMI\)](#) del ratio de irregularidad del crédito al sector privado de los siguientes países: Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

43 La PDE (ver nota al pie 41) en el segmento de las familias se redujo levemente entre marzo y septiembre, ubicándose en línea con el promedio de los últimos 10 años (1,2%).

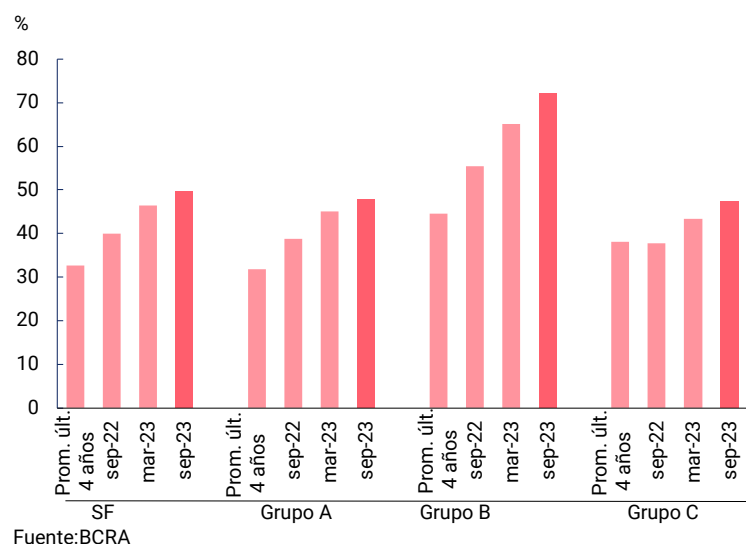
El indicador de irregularidad del crédito a las empresas totalizó 3% en septiembre, manteniéndose sin cambios significativos en los últimos seis meses. Los ratios de mora de los créditos a la industria, a la construcción y, en menor medida, a la producción primaria se redujeron levemente con respecto al IEF anterior, mientras que en el resto de los sectores no se registraron grandes variaciones.⁴⁴

En este escenario, una eventual materialización de los factores de riesgo previamente señalados, podría impactar sobre la capacidad de pago de las personas deudoras del sistema financiero, comprometiendo la evolución del crédito, así como la de ciertos componentes de los resultados del sector.

3.1.1. Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

Elevados niveles agregados de provisionamiento y de solvencia. El saldo de provisiones del sistema financiero representó 3,7% del crédito total al sector privado en septiembre, reduciéndose levemente respecto al nivel de seis meses atrás y del nivel de un año atrás (-0,3 p.p.). Por su parte, las provisiones representaron 122% de la cartera del sector privado en situación irregular, superando el 100% en todos los grupos de bancos. En el período el exceso de capital regulatorio del sistema financiero (por sobre el mínimo exigido) fue equivalente a 49,6% del crédito al sector privado neto de provisiones, nivel que supera al observado un año atrás 39,9% y muy por encima del promedio de los últimos 4 años (32,6%). Este indicador presentó niveles crecientes y relativamente elevados en todos los grupos de entidades financieras (ver Gráfico 11).

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



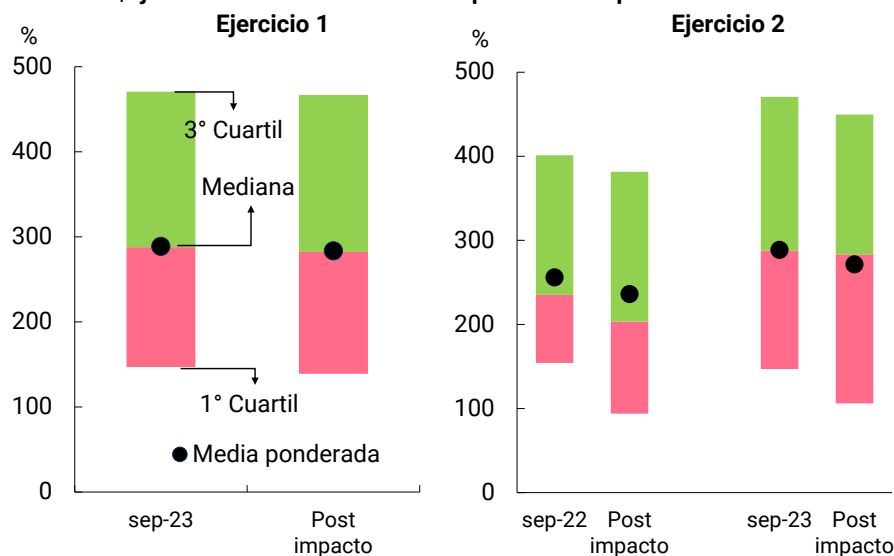
44 En el caso de las empresas, la PDE (ver nota al pie 41) aumentó ligeramente en el período, si bien continuó situándose por debajo del promedio de los últimos 10 años (0,3% en septiembre y 0,5% para el promedio histórico).

Como en las últimas ediciones del IEF, a continuación se incluyen los resultados de dos ejercicios de sensibilidad (hipotéticos, extremos y poco probables) para graficar el elevado grado de resiliencia del sistema financiero frente a la eventual materialización de situaciones adversas de riesgo de crédito.⁴⁵

Ejercicio 1: supone el no pago de la deuda irregular de las personas deudoras, así como de la deuda regular que tienen aquellos sujetos de crédito que, adicionalmente, tienen algún préstamo en situación irregular en otra/s entidad/es. El efecto de este *shock* hipotético se atempera por las previsiones constituidas (netas de aquellas teóricas para la cartera que permanecería en situación regular). Se estima que aún luego del *shock*, el sistema financiero preservaría una situación de holgura de capital regulatorio. El promedio ponderado de la posición de capital regulatorio —RPC menos exigencia, en términos de esta última— a nivel agregado pasaría de 289% en septiembre a 283% (mediana de 288% a 282%).

Ejercicio 2: se supone que el ratio de irregularidad del crédito al sector privado se incrementa en cada una de las entidades financieras hasta el valor máximo alcanzado (individualmente) dentro de los últimos 15 años.⁴⁶ A continuación, se asume el no pago de ese nuevo saldo irregular (efecto atemperado por las previsiones -netas de aquellas teóricas para la cartera que permanecería en situación regular-). Frente al shock el conjunto de entidades financieras mantendría elevados niveles de solvencia, siendo inclusive superiores a los registrados al efectuar el ejercicio hace un año atrás. El promedio ponderado de la posición de capital regulatorio del sistema financiero pasaría de 289% a 272% (mediana de 288% hasta 283%, ver Gráfico 12).⁴⁷

Gráfico 12 | Ejercicios de sensibilidad sobre la posición de capital



Fuente: BCRA.

45 Para mayor detalle ver [IEF I-23](#).

46 En este ejercicio hipotético, el ratio de irregularidad del crédito al sector privado pasaría de 3,1% a 7,1% a nivel del sistema financiero agregado.

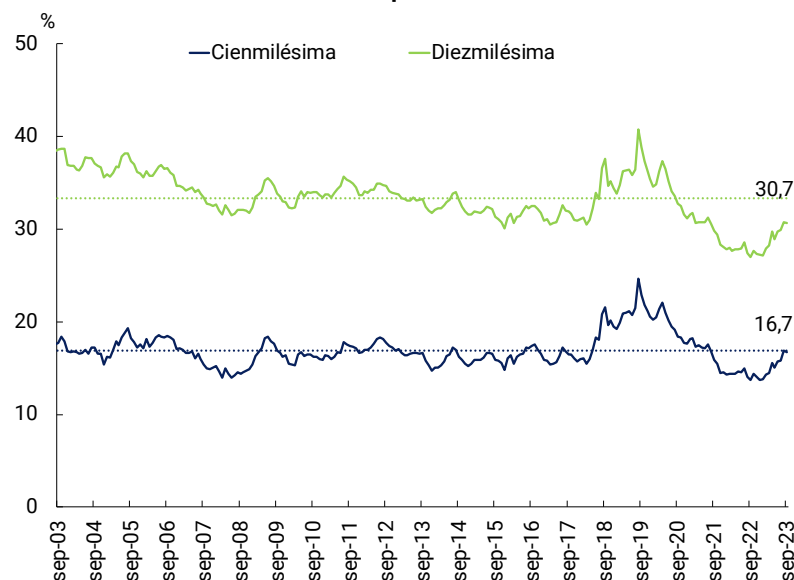
47 En el ejercicio de iguales características realizado con datos a septiembre de 2022, el promedio ponderado de la posición de capital para el sistema financiero pasaba de 256% a 236% (mediana de 235% a 203%)

Estos ejercicios ilustran la combinación de baja exposición y morosidad del crédito al sector privado, combinada con elevadas coberturas (previsiones y capital) para el sistema financiero local. Cabe resaltar que también se observa, por un lado, una acotada exposición del sistema a los riesgos vinculados a personas humanas que tienden a asumir líneas crediticias provenientes de los proveedores no financieros de crédito, que se suman a su endeudamiento bancario tradicional (ver Apartado 3) y, por el otro, a los riesgos crediticios originados en la exposición del conjunto de bancos a empresas que financian actividades agropecuarias potencialmente vulnerables a escenarios de efectos climáticos como es el caso de una sequía (ver Apartado 4).

Moderados niveles de concentración de las personas deudoras del sector privado. La participación de las 50 y 100 principales personas deudoras en el crédito al sector privado (considerando el saldo total en el sistema financiero agregado) continuó en valores inferiores al promedio de los últimos 20 años, a pesar del ligero incremento verificado en los últimos meses.⁴⁸

Dado el aumento de la cantidad de personas deudoras del sistema financiero (desde 3,7 millones en 2003 a 13,8 millones en 2023), los indicadores antes mencionados pueden refinarse considerando la importancia relativa de una fracción uniforme de personas deudoras en el total: en septiembre la primer cienmilésima⁴⁹ parte de las personas deudoras (con mayor saldo de deuda) representó 16,7% del saldo total (similar al promedio de los últimos 20 años de 16,9%, ver Gráfico 13), mientras que la primer diezmilésima⁵⁰ parte se ubicó en 30,7% (por debajo del promedio histórico de 33,3%).

**Gráfico 13 | Concentración de las personas deudoras
En % del saldo de crédito total al sector privado**



Fuente: BCRA.

48 La participación de las 50 y 100 principales personas deudoras representó 11,9% y 15% del crédito al sector privado respectivamente en septiembre de 2023 (13,4% y 17,8% para el promedio de los últimos 20 años).

49 Cantidad total de personas deudoras dividida en 100.000 partes iguales.

50 Cantidad total de personas deudoras dividida en 10.000 partes iguales.

El moderado nivel de concentración de las personas deudoras está en línea con la normativa que busca acotar las potenciales pérdidas derivadas de las grandes exposiciones al riesgo de crédito. En particular, las grandes exposiciones del sistema financiero (definiéndolas como aquellas que representan 10% o más del capital de Nivel 1 de la entidad) fueron equivalentes a 3,5% del capital Nivel 1 a nivel agregado. Si bien este registro resultó levemente superior respecto al de marzo, continuó manteniéndose muy por debajo del promedio de los últimos cuatro años (15,5%).

Los estándares de originación crediticia (EOC) permanecieron relativamente estables en los últimos dos años. En función de las respuestas obtenidas por los bancos participantes de la [Encuesta de Condiciones Crediticias \(ECC\)](#), los EOC para las líneas a las empresas se mantuvieron sin modificaciones significativas en los últimos ocho trimestres. En el caso del segmento de las familias, en los últimos dos trimestres se observó un sesgo hacia la flexibilización —de ligero a moderado— de los EOC en las tarjetas y en los otros créditos al consumo; no obstante, considerando un período más extenso (últimos dos años), los cambios en los EOC de líneas a familias no resultaron de magnitud.

Empresas y familias mantienen un nivel de endeudamiento relativamente bajo en términos agregados, pero con tendencia mixta respecto a seis meses atrás. Analizando los datos de crédito en sentido amplio⁵¹, se observa que a septiembre su saldo estimado asciende al equivalente a 11,3% y 4,9% del PIB para empresas y familias, respectivamente. Estos niveles implican un aumento para las empresas y una leve disminución para las familias respecto a seis meses atrás (ver Gráfico 14 y Apartado 5), mientras que en ambos casos se da una merma respecto al promedio observado a fin de cada año en los últimos 5 años. En lo que refiere a la deuda de empresas, la suba respecto a seis meses atrás se dio por una combinación de incrementos reales en los saldos asociados a instrumentos de mercado de capitales (tanto ON⁵² como pagarés) con subas más marginales en el saldo de los principales componentes (crédito de bancos a empresas y financiamiento del exterior -en este último caso el incremento se debe a revaluación de saldos en dólares-). Cabe aclarar que, en el caso específico de las empresas con oferta pública (ver Recuadro 4), con datos a IIT-23, se observa respecto a seis meses atrás una leve merma en la mediana del apalancamiento total (y caída del ratio de deuda financiera respecto a resultados). Por su parte, la tendencia a la baja en el crédito destinado a familias entre marzo y septiembre fue generalizada entre los diferentes componentes (sobresaliendo la merma en el componente de mayor peso, el de los créditos bancarios), siendo la única excepción los préstamos otorgados por el FGS (con incremento real del saldo en el período mencionado). Adicionalmente, se estima que las familias mantuvieron una moderada

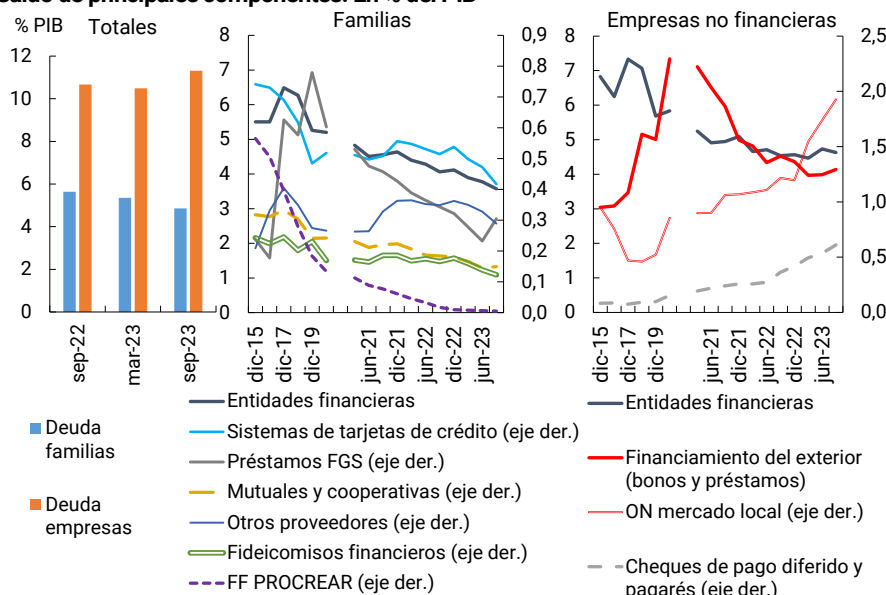
51 Saldos a septiembre de 2023 en porcentaje del PIB estimado al tercer trimestre del año (sin estacionalidad). Incluyen préstamos de entidades financieras reguladas por el BCRA, financiaciones de sistemas de tarjetas de crédito, préstamos de mutuales y cooperativas (en base a INAES), financiamiento de otros proveedores de crédito no bancarios registrados ante BCRA, financiaciones en cartera de fideicomisos financieros no vinculados a infraestructura, préstamos del FGS (incluyendo cartera de PRO.CRE.AR), obligaciones negociables emitidas por el sector privado no financiero con legislación local, pagarés, cheques de pago diferido 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 (junio 2023) y se ajusta en base a tipo de cambio observado a septiembre. Para mutuales y cooperativas se usa información a junio pasada a pesos de septiembre usando IPC.

52 Poco más de la mitad del incremento del saldo local de ON en el período se dio por colocaciones netas, mientras que el resto se explica por ajustes de valuación. A septiembre más del 70% del saldo de ONs mencionado está explicado por títulos *dollar-linked* y poco más del 10% por títulos en dólares.

carga de los servicios de su deuda bancaria, ligeramente inferior a la verificada durante el IEF anterior.⁵³

Gráfico 14 | Financiamiento en sentido amplio a familias y empresas

Saldo de principales componentes. En % del PIB



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

La participación del crédito al sector privado en moneda extranjera en el activo total continúa en niveles relativamente bajos. El saldo de financiamiento en moneda extranjera al sector privado representó 9,7% de los créditos totales al sector privado (en moneda de origen), incrementándose 1,2 p.p. con respecto al valor del último IEF.⁵⁴ No obstante, este nivel se mantuvo por debajo del promedio de los últimos 20 años (13,9%). El riesgo de crédito que enfrenta el conjunto de entidades a partir de su exposición a deudores en moneda extranjera está limitado por la normativa macroprudencial.⁵⁵

3.2. Desempeño de la actividad de intermediación financiera

En un marco caída de la actividad económica local en el segundo trimestre del año, en parte recogiendo el impacto de la sequía de fines 2022-principios de 2023, durante el tercer trimestre se evidenció un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros, período enmarcado por el inicio del ciclo electoral.⁵⁶ En este contexto operativo, la actividad de intermediación financiera del conjunto de entidades con el sector privado se redujo desde la última publicación del IEF y en una comparación interanual, reflejándose en una disminución del saldo real de créditos y depósitos.

53 Se estima que la carga de los servicios de la deuda bancaria de los hogares se ubicó en 9,4% de la masa salarial, siendo levemente menor que en el IEF anterior y que en una comparación interanual.

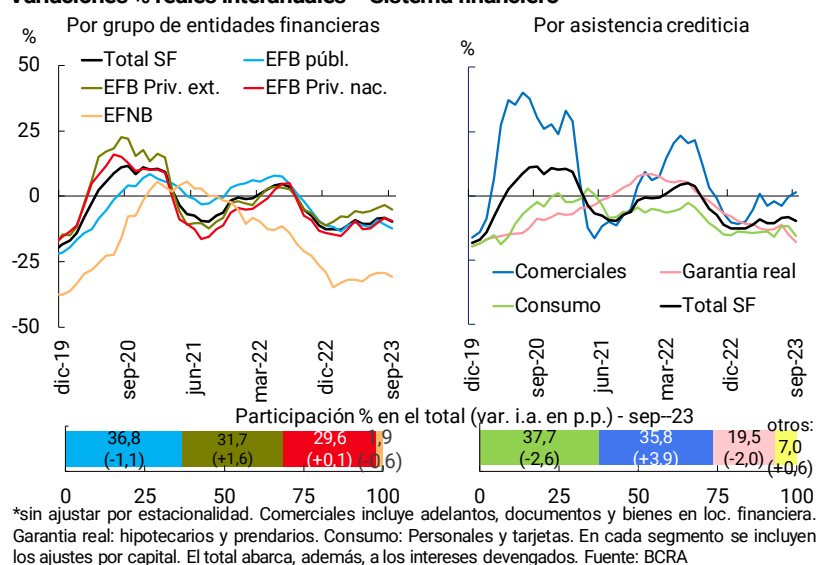
54 Este incremento se dio en el marco en el que el saldo de préstamos expresados en moneda de origen se incrementó levemente en los últimos seis meses (0,6%).

55 En particular, las entidades financieras sólo pueden otorgar préstamos en moneda extranjeras a personas deudoras que tengan ingresos correlacionados a la evolución del tipo de cambio.

56 Para mayor detalle, ver [Informe de Política Monetaria \(IPOM\)](#).

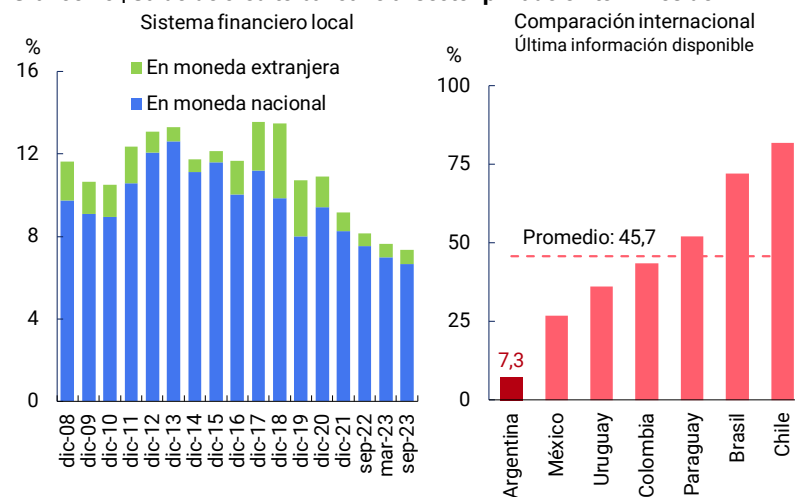
El saldo de crédito en pesos al sector privado se redujo 5,4% en términos reales entre septiembre y marzo de este año, acumulando una disminución interanual de 9,7% real. Este desempeño de los últimos meses fue generalizado entre los grupos de entidades financieras, mientras que resultó heterogéneo entre las asistencias crediticias. En particular, el saldo de los préstamos comerciales presentó un ligero incremento en el período (1,3% real con respecto a marzo y 1,4% i.a. real), llevando a un aumento de su participación en el saldo total de crédito al sector privado en pesos (ver Gráfico 15), en el marco del estímulo impulsado desde el BCRA (ver Recuadro 2).

Gráfico 15 | Saldo de crédito en pesos al sector privado
Variaciones % reales interanuales*- Sistema financiero



A lo largo de 2023 el crédito bancario mantuvo una acotada profundidad en la economía. El saldo de financiamiento del sistema financiero al sector privado totalizó 7,3% del PIB (6,7% en moneda nacional, ver Gráfico 16), cayendo levemente en los últimos seis meses, así como en una comparación interanual. Estos niveles resultan inferiores al promedio local de los últimos años (11,4% en los últimos 15 años), y relativamente más bajos que los valores de otras economías de la región (promedio de 45,7%).

Gráfico 16 | Saldo de crédito bancario al sector privado en términos del PIB

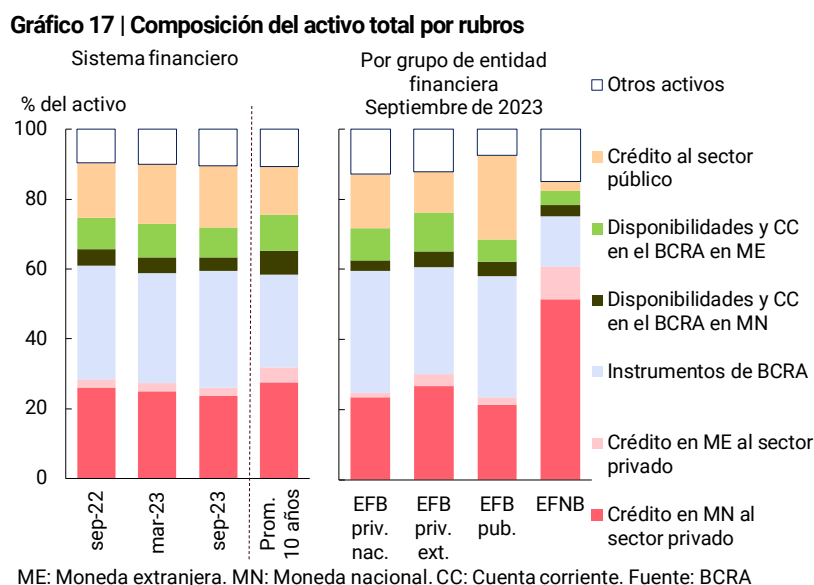


Nota: Para Argentina se consideran promedios trimestrales tanto del numerador como del denominador. PIB correspondiente sep-23 estimado. Fuente: INDEC, FMI (IFS y FSI) y BCRA.

En cuanto al fondeo del sector en moneda nacional, el saldo de los depósitos en pesos del sector privado se contrajo 6,7% real entre marzo y septiembre, cayendo 6,2% real en una comparación interanual. Este desempeño se reflejó mayormente en los depósitos a plazo y, en menor medida, en las cuentas a la vista (para mayor detalle, ver Sección 3.3).⁵⁷

Con relación al segmento en moneda extranjera, considerando datos a septiembre el saldo de crédito al sector privado no presentó cambios significativos respecto al IEF anterior, mientras que se incrementó en una comparación interanual (3,5% i.a. en moneda de origen). En tanto, el saldo de depósitos del sector privado en igual denominación disminuyó 7% en los últimos seis meses a septiembre, manteniéndose sin variaciones significativas en términos interanuales.⁵⁸

El tamaño de la hoja de balance del sistema financiero a nivel agregado permaneció sin cambios de magnitud desde el último IEF (considerando el activo total en términos reales), así como en términos interanuales (-0,7% real y -0,9% real, respectivamente). En cuanto a la composición del activo, en los últimos meses aumentó la participación de la tenencia de los instrumentos del BCRA, y en menor medida, del saldo de crédito al sector público (ver Gráfico 17). Los instrumentos del BCRA se utilizaron para esterilizar los excedentes de liquidez en el contexto del mayor financiamiento de esta Institución al Tesoro Nacional asociado a los diferentes programas de ayuda social lanzados por el Poder Ejecutivo. Como contrapartida, se verificó una menor ponderación del resto de las partidas que integran el activo total del sistema financiero.



En el comienzo de 2024 el conjunto de entidades financieras continuaría operando en un escenario desafiante, no pudiéndose descartar la posibilidad de ocurrencia de episodios de tensión sobre los mercados financieros y sobre el nivel de actividad económica, tanto con origen local como internacional. De esta manera el comportamiento de la actividad intermediación financiera seguirá condicionado por la eventual materialización de los factores de riesgo mencionados previamente, con

57 Este desempeño de los depósitos en pesos del sector privado prosiguió en el mes de octubre. Para mayor detalle, ver [Informe Monetario Mensual](#).

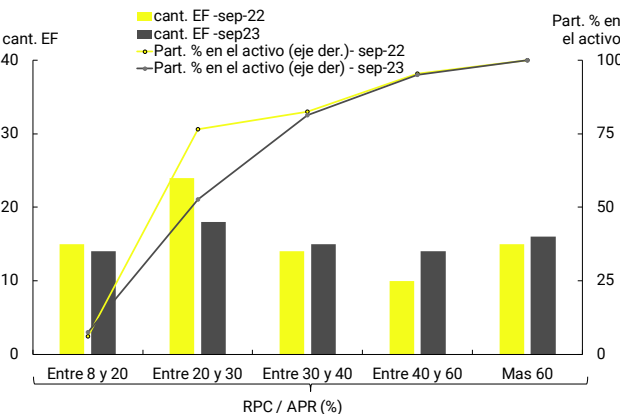
58 En octubre los depósitos del sector privado en moneda extranjera experimentaron una nueva disminución, mientras que el crédito en esta denominación permaneció estable. Para mayor detalle, ver [Informe Monetario Mensual](#).

potencial impacto sobre ciertos componentes de los resultados y sobre la solvencia del sistema financiero.

3.2.1. Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

Indicadores de rentabilidad positivos a nivel agregado. El sistema financiero acumuló resultados totales integrales —medidos en moneda homogénea— equivalentes a 3,2% del activo (ROA) y a 17,2% del patrimonio neto (ROE) para el acumulado en los últimos 12 meses a septiembre. Estos niveles se ubicaron por encima de los registrados en el anterior IEF y de los observados en el mismo período de 2022 (ver Tabla 2). El aumento interanual en la rentabilidad se explicó por un mayor margen financiero, atemperado por crecientes pérdidas por exposición a partidas monetarias y erogaciones por cargas impositivas, entre otros factores. Considerando grupos de entidades financieras, en un contexto en donde se preservaron elevados niveles para los indicadores de solvencia de forma generalizada, durante 2023 se mantuvo cierta heterogeneidad en los niveles de rentabilidad (positivos para todos los grupos bancos y negativo para el grupo de entidades financieras no bancarias; ver Gráfico 18).

Gráfico 18 | Solvencia del sistema financiero
Distribución del ratio de integración de capital (RPC / APR) entre las EF



Fuente: BCRA

Tabla 2 | Cuadro de rentabilidad del sistema financiero

En % del activo neteado	sep-22	mar-23	sep-23
Margen financiero	15,1	18,5	23,2
Ingresos por intereses	8,8	10,2	11,9
Ajustes CER y CVS	1,6	1,9	2,5
Diferencias de cotización	1,0	2,3	4,4
Resultado por títulos valores	14,9	22,0	27,7
Primas por pases	2,8	3,2	6,1
Egresos por intereses	-14,1	-21,0	-29,3
Resultado por servicios	1,9	1,8	1,6
Cargos por incobrabilidad	-0,8	-0,9	-0,9
Gastos de administración	-6,6	-6,8	-7,0
Resultado monetario	-6,1	-7,8	-10,1
Impuestos y otros	-1,9	-2,5	-3,7
Otros resultados integrales (ORI)	-0,2	-0,1	0,0
Resultado total (ROA)	1,5	2,3	3,2
Resultado total / Patrimonio neto (ROE) - En %a.	8,9	12,7	17,2

Fuente: BCRA

Regulación y supervisión micro y macroprudencial en línea con las recomendaciones internacionales. A lo largo de 2023 el BCRA continuó focalizándose en la identificación y seguimiento de los riesgos enfrentados por el sistema financiero agregado y de las fuentes de vulnerabilidad del sector. En paralelo, siguió evaluándose el impacto de posibles escenarios adversos y diseñando alternativas destinadas a abordarlos. De forma complementaria, la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC) mantuvo la supervisión orientada a riesgos de las entidades financieras.

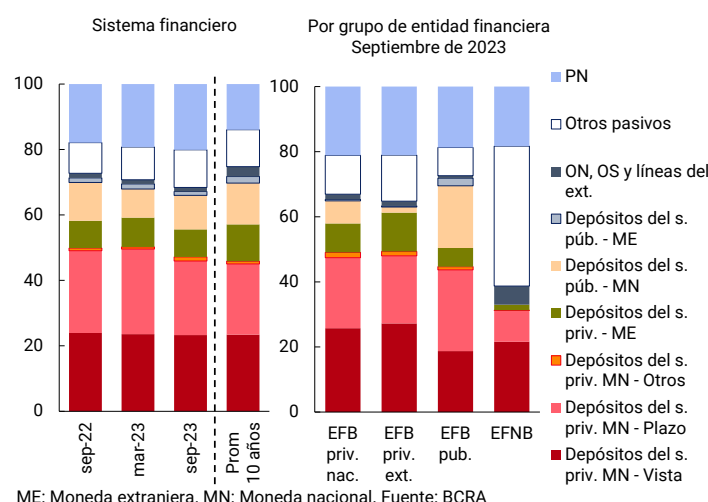
Política crediticia focalizada en otorgar facilidades especiales para el desarrollo de las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas (MiPyMEs). En los últimos años la Línea de Financiamiento para la Inversión Productiva (LFIP) se convirtió en la principal vía por la que se canalizan los préstamos bancarios a MiPyMEs. En pos de continuar fomentando el desarrollo de las MiPyMEs, en octubre se prorrogó la LFIP hasta el cierre del primer trimestre de 2024, conservando similares condiciones a las vigentes (ver Recuadro 2).

3.3. Fondeo y liquidez del sistema financiero

Como se mencionara en el inicio de esta Sección, el saldo real de los depósitos en pesos del sector privado se redujo respecto al IEF anterior (-6,7% entre septiembre y marzo), fundamentalmente por el desempeño de las colocaciones a plazo (-13,5% real) y, en menor medida, de las cuentas a la vista (-2% real).

Como consecuencia de los cambios antes detallados, los depósitos en pesos del sector privado redujeron su importancia relativa en la estructura de fondeo total agregado del sistema financiero (pasivo y patrimonio neto) respecto al registro del IEF anterior, explicando a septiembre poco menos de la mitad del total. A pesar de esta disminución, los depósitos en pesos del sector privado continuaron siendo la fuente más relevante de fondeo del conjunto de entidades financieras – rasgo característico del sector– (ver Gráfico 19). Complementariamente, con respecto a marzo de 2023 aumentó el peso relativo de los depósitos en moneda nacional del sector público y del patrimonio neto en el fondeo total del sistema financiero.

Gráfico 19 | Composición del fondeo del sistema financiero
Como % del fondeo total (pasivo + patrimonio neto)



En el marco de la evolución de los indicadores monitoreados, en los últimos meses se percibió un leve sesgo al aumento de la exposición al riesgo de liquidez agregado que asumen las entidades en su conjunto. Por un lado, se incrementó la volatilidad promedio de los depósitos en pesos⁵⁹. Un reflejo de ello se evidenció en la reducción de la relevancia de los depósitos de las personas humanas minoristas en el total de depósitos durante los últimos seis meses (ver Gráfico 20) –depositantes cuyo saldo agregado resulta relativamente más estable– y, por el contrario, se incrementó la importancia relativa de grandes inversores institucionales (FCI, por ejemplo). Esta dinámica estuvo en línea con un leve sesgo hacia una mayor concentración de los depósitos.

Por otro lado, una señal adicional también asociada a una mayor exposición al riesgo de liquidez agregado provino del leve acortamiento de la madurez de los depósitos en moneda nacional (ver

⁵⁹ El indicador que sintetiza este aspecto se construye ponderando el coeficiente de variabilidad del saldo real de cada grupo de depositante por el peso relativo de los mencionados saldos.

Gráfico 21). Esto estuvo en línea con el desempeño relativamente más débil que tuvieron los depósitos a plazo en pesos del sector privado en los últimos meses, respecto del desempeño de las cuentas a la vista.

Gráfico 20 | Depósitos en moneda nacional
Participación % por tipo de persona depositante – Sist. fciero

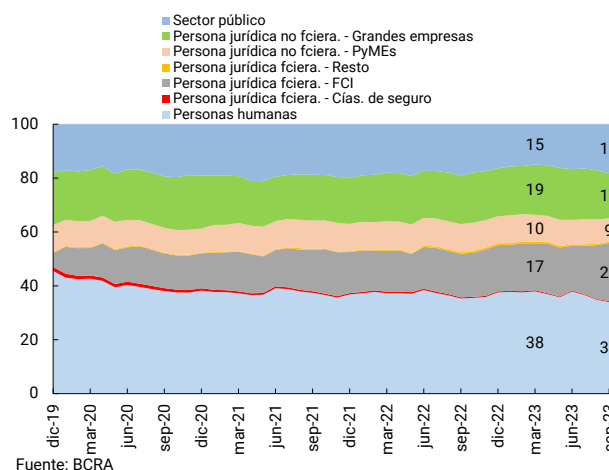
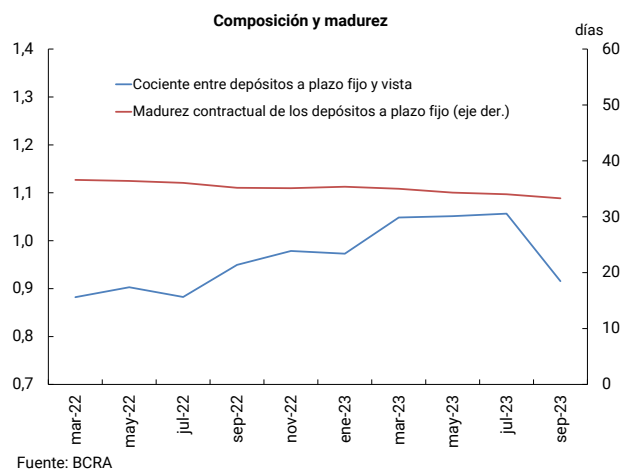


Gráfico 21 | Depósitos en moneda nacional
Sistema financiero



Frente a una eventual materialización de algunos de los factores de riesgo mencionados en la Sección 2, tanto el nivel como la composición del fondeo del conjunto de entidades podrían verse alterados. A continuación, se repasan los elementos específicos de resiliencia del sistema financiero para responder ante eventuales situaciones de estrés.

3.3.1. Elementos de resiliencia y medidas mitigantes:

Elevados indicadores agregados de cobertura de liquidez. El nivel actual de la liquidez en sentido amplio para el sistema financiero (80,9% de los depósitos totales) continuó superando al promedio de los últimos años,⁶⁰ así como a los registros de otras economías de la región.⁶¹ Las coberturas de los depósitos con activos líquidos se mantuvieron holgadas tanto en el segmento en moneda nacional como extranjera.⁶² Respecto al último IEF el indicador amplio de liquidez se incrementó por las partidas en moneda nacional –básicamente por la mayor relevancia de los pasivos netos con esta Institución y de las especies de títulos públicos admitidos para la integración de los requisitos de efectivo mínimo–.

Los ratios de liquidez derivados de la normativa prudencial vigente que sigue las recomendaciones del Comité de Basilea se ubicaron en niveles holgados para el conjunto de entidades financieras locales obligadas a su cumplimiento (ver Gráfico 22). Los registros del Ratio de Cobertura de Liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) y del Ratio de Fondeo Neto Estable (NSFR, por sus siglas en

60 Considera disponibilidades, instrumentos del BCRA en moneda nacional y extranjera, y la totalidad de títulos públicos habilitados para utilizar como integración de efectivo mínimo. Este ratio se ubicó en 55,9% en el promedio de los últimos 10 años y alcanzó 51% para la media de los últimos 15 años.

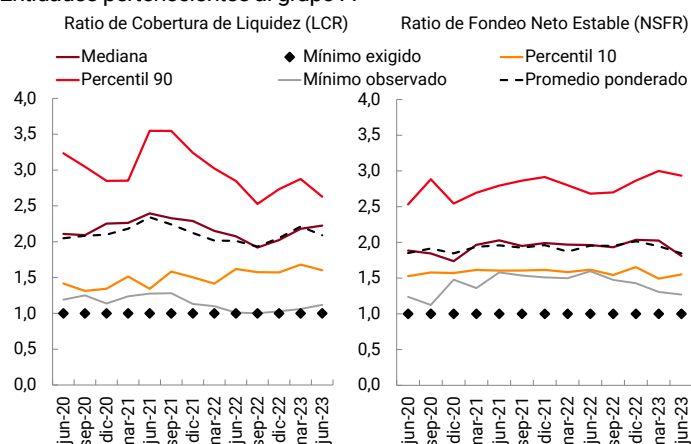
61 El ratio de liquidez sobre depósitos para el promedio de los sistemas financieros de la región (Perú, México, Brasil y Colombia) se ubicó en torno a 33,5% (mediana de 31,3%), según la última información disponible (FMI).

62 El indicador de liquidez para partidas en pesos totalizó 79,8% y 86,7% para aquellas en moneda extranjera.

inglés) prácticamente duplicaron a los mínimos establecidos regulatoriamente a nivel local (1 para ambos indicadores), en un marco en el que todas las entidades superaron dicho umbral.

Gráfico 22 | Ratios de liquidez de Basilea

Entidades pertenecientes al grupo A



Nota: Las entidades obligadas pertenecen al grupo A (Comunicación "A" 7651) y representaron 89,1% del activo a jun-23. Fuente: BCRA

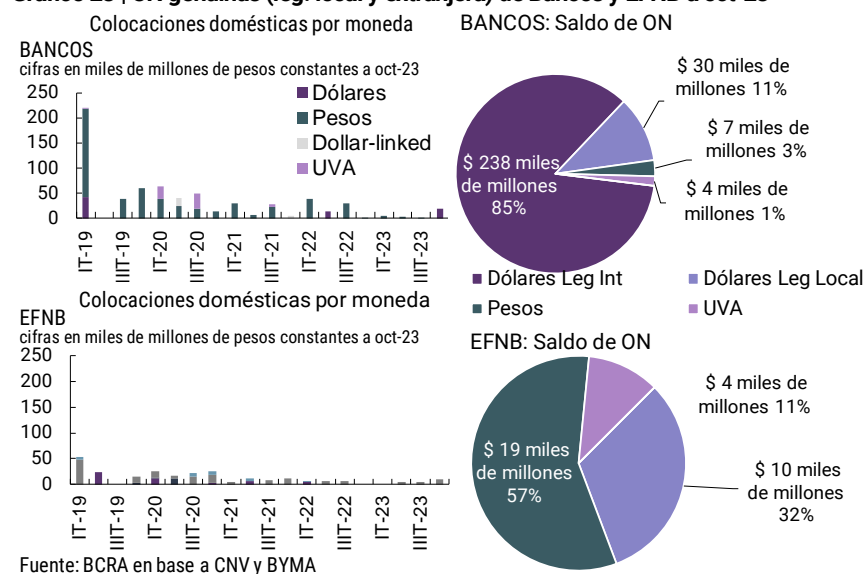
Con ponderación en baja sobre el fondeo total para el sistema financiero en términos agregados, hubo operaciones acotadas de financiamiento a través del mercado de capitales de estos agentes en los últimos meses. A septiembre, el saldo de las ON con oferta pública explica 0,65% del fondeo total del sistema financiero, levemente por encima del valor observado en el último IEF (0,5%). A octubre, el conjunto de bonos vigentes en el mercado de las entidades bajo la órbita del BCRA se estima en el equivalente a \$312.800 millones.⁶³ Entre julio y octubre las emisiones de ON en el mercado local sumaron \$33.000 millones (en un período en el que vencían \$14.100 millones, todos de bonos locales) a través de 4 operaciones, abarcando la mayor parte del monto un bono en dólares equivalente a \$19.000 millones⁶⁴ (ver Gráfico 23). El valor colocado implicó una suba contra el cuatrimestre previo por \$22.100 millones en moneda constante y una caída interanual de más del 10% en igual moneda, en línea con la tendencia en baja observada desde 2019. Para el primer semestre de 2024 se esperan amortizaciones por \$23.500 millones (equivalente al 8% del saldo de ON), destacándose 4 pagos domésticos en dólares (76% de las amortizaciones estimadas del semestre), seguido por pagos en pesos. Si bien el saldo de ONs del sector financiero es mayormente en dólares, los pagos más relevantes en esta moneda empiezan a darse recién en el segundo semestre de 2026.⁶⁵ Por último, con respecto al financiamiento a través de securitizaciones, entre julio y octubre no se registraron colocaciones de FF por parte de bancos, en comparación con emisiones por \$1.230 millones en el primer semestre del año, y de \$1.700 millones en segundo semestre del año previo.

63 Del total de 77 entidades, tienen ON con oferta pública vigentes 8 bancos (en general entidades grandes o medianas) y 6 EFNB. Adicionalmente dos bancos tienen actualmente en su pasivo ON colocadas en forma privada por US\$260 millones.

64 Las colocaciones comprendieron 2 ON de EFNB por \$13.679 millones y 2 ON de bancos por \$585 millones y US\$53 millones, respectivamente (la última ON en dólares colocada por entidades del sistema financiero había sido en mayo del 2022). Sólo 2 entidades emisoras de nuevos bonos tenían pagos en igual período (11 entidades tuvieron vencimientos entre julio y octubre).

65 Estos bonos corresponden a operaciones bajo ley internacional llevadas a cabo en 2016, con saldo vigente perteneciente a dos entidades.

Gráfico 23 | ON genuinas (leg. local y extranjera) de Bancos y EFNB a oct-23



Por último, un rasgo adicional frente al riesgo de liquidez lo constituye la plena **vigencia de la función del BCRA** para actuar como prestamista de última instancia en moneda nacional frente a casos puntuales.

Recuadro 4 / Situación financiera de empresas con oferta pública

Analizando los balances de empresas con oferta pública⁶⁶, se observa al IIT-23 que las medianas de los principales indicadores financieros tendieron a mejorar (aunque con algunas excepciones), tanto en lo que va del año (comparando tanto con seis meses atrás) como interanualmente. La rentabilidad final medida en función del patrimonio (ROE) subió contra el IV-22 (ver Tabla R.4.1), manteniendo una tendencia más bien positiva desde mediados de 2021. En comparación con seis meses atrás, el incremento del ROE se dio en un contexto de mejora de dos de sus principales componentes (el margen de rentabilidad final y la rotación de activos), al tiempo que cayó el apalancamiento total (en un período en el que disminuyó el peso de la deuda de corto plazo sobre la deuda financiera total).⁶⁷ Si bien se verificó un avance del margen de rentabilidad final, el margen operativo se contrajo, lo que a su vez redundó en un deterioro de la cobertura de intereses con resultados (indicador usualmente asociado con el riesgo de crédito). Por su parte, el indicador de liquidez ácida (activos corrientes contra pasivos corrientes netos de inventarios), mostró un leve ascenso respecto al IVT-22. Por último, el descalce pasivo en moneda extranjera (activo menos pasivo en dicha moneda) registró una merma, expresado como porcentaje del activo total.

Tabla R.4.1 | Empresas con oferta pública – Indicadores seleccionados

Indicadores seleccionados (valores de medianas):	Trimestres													
	IV-19	IV-20	I-21	II-21	III-21	IV-21	I-22	II-22	III-22	IV-22	I-23	II-23		
ROE: Resultado final / Patrimonio neto (en %)	4,4	6,1	7,5	3,6	2,9	8,3	8,0	13,1	13,3	13,4	10,6	14,7		
Margen de rentabilidad neto: Resultado final / Ventas (en %)	2,3	4,9	7,1	2,5	2,0	3,6	4,6	7,3	6,7	8,9	9,1	12,2		
Margen operativo neto: Resultado operativo / Ventas (en %)	7,8	10,2	10,7	10,0	10,0	11,3	10,2	11,7	12,1	10,7	11,7	9,3		
Rotación de activos: Ventas / Activos	65,3	46,6	46,3	46,2	47,5	48,6	49,2	48,7	48,4	44,5	46,2	45,4		
Apalancamiento: Activo / Patrimonio neto (en %)	237,7	233,9	223,1	243,2	232,9	227,5	217,9	218,3	208,4	212,6	201,2	199,6		
Liquidez ácida: (activo corriente - inventarios) / pasivo corriente (en %)	87,0	87,1	87,8	90,2	92,3	87,3	92,1	85,9	83,2	84,5	92,0	85,3		
Cobertura de intereses: Resultados operativos / Intereses pagados	1,5	1,4	1,5	1,4	1,5	1,9	1,9	2,2	2,3	1,8	1,9	1,1		
Plazo de deuda financiera: Deuda financiera de corto plazo / Deuda financiera total (en %)	50,2	48,6	48,1	37,5	35,5	36,0	38,7	42,8	40,3	46,3	38,2	42,6		
Descalce en moneda extranjera: (activo ME-pasivo ME)/ activo total (en %)	-9,2	-8,5	-8,3	-8,7	-8,5	-7,4	-6,2	-5,5	-5,9	-10,0	-5,4	-8,1		
Cantidad de empresas observadas	130	126	125	125	124	125	124	127	125	126	125	124		

Nota: En aquellos indicadores que contienen variables de tipo flujo y de tipo stock, para las primeras se consideran la suma de los últimos 4 trimestres y para las segundas se tiene en cuenta el promedio de los mismos 4 trimestres. Para los restantes indicadores se considera el valor del cierre del trimestre.

Fuente: BCRA en base a CNV/BCBA.

Usando una metodología simplificada en base a tres indicadores (apalancamiento, liquidez ácida y cobertura de intereses)⁶⁸ se aproxima el estado de situación de las empresas, identificando a aquellas con mayor vulnerabilidad potencial con el fin último de analizar su vínculo con el sistema financiero en términos agregados. La cantidad de firmas en situación potencialmente vulnerable así estimada (15 de un total de 124 empresas) no muestra cambios respecto a seis meses atrás, al tiempo que la exposición del sistema financiero a estas empresas sigue siendo muy limitada (sólo 2,7% de los préstamos totales otorgados por el sistema financiero está destinado a empresas potencialmente vulnerables).

66 Si bien se toma estos datos como una primera aproximación a la situación del sector corporativo, debe tenerse en cuenta que las empresas con oferta pública se caracterizan en líneas generales por su tamaño mediano-grande medido según su activo 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](#).

67 Una forma de analizar el ROE es en base a tres componentes: margen de rentabilidad, rotación de activos y apalancamiento. Se destaca que, al IIT-23, el ratio de deuda financiera contra resultados también cae respecto a seis meses atrás.

68 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)

Siguiendo un enfoque macroprudencial de riesgos, en los últimos años el BCRA ha venido implementando un monitoreo diferencial sobre ciertas entidades financieras, a partir de su mayor importancia relativa. Con el objetivo de definir a estas entidades financieras, que son sistémicamente importantes a nivel local (o DSIBs según sus siglas en inglés), se utilizó oportunamente una metodología que contempla diferentes dimensiones de las mismas buscando captar características distintivas en términos de tamaño, interconexión, complejidad y grado de sustitución de actividades que brindan.⁶⁹ Además, las DSIBs quedan sujetas a la verificación de un margen de conservación de capital mayor que el correspondiente al resto de las entidades, 1% de los APR por encima del que deben verificar las restantes entidades, que es de 2,5% de los APR.

Contemplando el tamaño relativo, a septiembre de 2023 los activos totales del grupo de DSIBs explicaron 54,4% del total del activo del sistema financiero, participación que no presentó cambios significativos con respecto al IEF anterior.

Considerando los indicadores de solidez para el conjunto de DSIBs, los ratios de liquidez amplia se incrementaron en comparación con el IEF anterior y en una comparación interanual (ver Tabla 3), desde niveles levemente menores que los registrados para el resto del sistema financiero. Los indicadores de solvencia y de rentabilidad para el conjunto de DSIBs también aumentaron levemente desde la publicación del IEF anterior y en una comparación interanual.

Tabla 3 | Principales indicadores de solidez para las entidades DSIBs

	sep-22	mar-23	sep-23
Liquidez			
Liquidez amplia (%)	65,9	72,2	76,8
En \$	61,4	68,6	73,5
En US\$	94,1	91,6	95,8
Ratio de cobertura de liquidez (1)	1,9	2,1	2,0
Ratio de fondeo neto estable (1)	1,8	1,8	1,6
Solvencia			
Integración de capital / APR (%)	27,2	29,5	30,6
Integración de capital / Crédito s. priv. neto de prev (%)	54,3	60,0	65,8
(Integración de capital - Exigencia) / Crédito s. priv. neto de prev (%)	38,6	44,2	49,0
Ratio de apalancamiento (1)	15,4	16,3	17,7
Rentabilidad			
ROE en moneda homogénea (%a.) (2)	13,3	15,4	20,4
Crédito al sector privado			
Exposición bruta / Activos (%)	30,8	29,9	28,5
Ratio de IRR (%)	3,5	3,9	4,0
Previsiones / Crédito al sector privado (%)	4,6	4,9	4,6
Crédito al sector Público			
Exposición bruta / Activos (%) (3)	19,9	21,5	24,3
Posición en moneda extranjera			
(Activos - Pasivos + Compras netas a término de ME) / RPC (%)	36,5	44,3	51,0

(1) Jun-23 última información disponible. (2) Acumulado 12 meses. (3) Posición en títulos públicos (sin títulos del BCRA) + Préstamos al sector público.

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

Fuente: BCRA

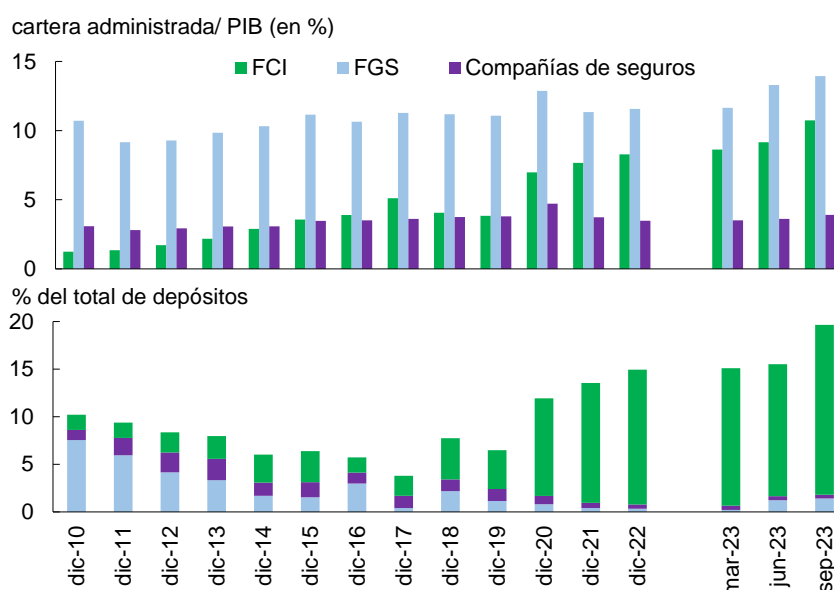
69 Para mayor detalle sobre la metodología que sigue los lineamientos internacionales, consultar [aquí](#).

En el grupo de DSIBs la exposición crediticia al sector privado cayó al comparar con el IEF anterior e interanualmente, desde niveles levemente superiores al resto del sistema. El ratio de irregularidad se incrementó levemente en una comparación interanual (sin cambios significativos respecto al IEF anterior), ubicándose en niveles ligeramente mayores que los verificados en el resto del sistema. No obstante, para el grupo de DSIBs la posición de capital respecto al crédito al sector privado (neto de provisiones) se incrementó en una comparación interanual, manteniéndose en un rango de valores superior al promedio de los últimos 10 años.

4.2 Interconexión en el sistema financiero

El mercado de call (préstamos interfinancieros no garantizados) es uno de los entornos a través de los cuales las entidades financieras se relacionan directamente. Los montos operados por día en este mercado continuaron cayendo en términos reales en los últimos meses (-14% al comparar el promedio mensual de julio a octubre, contra el promedio de los cuatro meses anteriores), merma que también se da en términos comparativos con los depósitos del sector privado en el sistema financiero (en un contexto de incremento en las tasas de política monetaria y de colocaciones a plazo fijo). Se mantiene la tendencia de disminución del tamaño relativo de este mercado, en línea con lo observado en los últimos años. Los indicadores relevados de análisis de redes estimados para el mercado de call evidencian resultados dispares. Por un lado, se observa una menor cantidad de nodos (entidades financieras participando en el mercado) que pasa de 43 a 39 (en promedio) comparando marzo-junio contra julio-octubre de 2023, aumenta el diámetro y la distancia media (de 196 a 225 y de 52 a 58, respectivamente). No obstante ello, si bien cae la cantidad de vínculos, de 599 a 566, dada la caída en la cantidad de nodos implica un grado medio mayor en la red (pasa de 1,8 a 2). Esto, junto con la densidad de la red y la reciprocidad que aumentan (de 32,3% a 32,9% y de 6,7% a 7,1%, respectivamente), son movimientos en general asociados a momentos de menor tensión de mercado. Similares comportamientos se observan en la comparación interanual.

Gráfico 24 | Cartera de inversores institucionales y participación de sus depósitos en el fondeo del sistema financiero



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

Otra dimensión respecto del factor interconexión es la que se da entre el sistema financiero y los principales inversores institucionales, siendo el vínculo más importante el que se da en función de los depósitos (vista y a plazo) de los inversores institucionales en entidades financieras. Desde hace varios años estos depósitos vienen mostrando una tendencia creciente, que se vio intensificada en los últimos meses. Los depósitos de inversores institucionales en el sistema financiero local pasaron de representar 15,5% del total en junio de 2023 a 19,7% en septiembre de 2023 (ver Gráfico 24). Considerando la evolución de más largo plazo, el valor de este ratio se compara con un 8,5% en promedio para los valores de fin de año de los últimos 10 años. Esta dinámica está fundamentalmente explicada por el crecimiento de las carteras de los Fondos Comunes de Inversión (FCI) desde 2020, en particular de los Fondos de Mercado de Dinero (MM) con inversiones focalizadas en depósitos a la vista y a plazo.

Respecto a la evolución más reciente de los FCI de MM, la cartera administrada creció 77,8% nominal y 21,8% real desde fines de junio hasta el cierre de octubre de 2023, superando el crecimiento del patrimonio de la industria en su conjunto (de 70,0% nominal y 16,4% real, respectivamente). Así, se incrementó la ponderación de los FCI de MM en la industria 2,1p.p. hasta representar 53,4% del total. Las nuevas suscripciones (netas de rescates) de los FCI de MM explicaron el 70% de los ingresos a la industria, en un periodo que como se mencionó anteriormente, estuvo atravesado por la volatilidad en los mercados financieros que se verificó en el contexto del proceso de elecciones. Las inversiones de los FCI de MM viraron hacia instrumentos más líquidos en este periodo, privilegiando los depósitos a la vista (en su mayor parte remunerados), que crecieron más que los depósitos a plazo y explicaron 80% y 17% de incremento patrimonial, respectivamente.

Utilizando información granular sobre estas inversiones, a partir del análisis de redes e indicadores de concentración, se analiza también la interconexión directa en base a los depósitos en las entidades financieras de los FCI de MM agrupados por cada sociedad gerente (SG) (ver Tabla 4). En base a los indicadores analizados, se evidencia un desempeño dispar en el último trimestre. No obstante ello, la interconexión tiende a aumentar desde diciembre de 2019. Los indicadores globales arrojan conclusiones en línea con lo antes mencionado, con un aumento trimestral en la ponderación de los depósitos agrupados por SG en el patrimonio neto de la industria (44% en junio a 49% en septiembre) y en el patrimonio de fondos de MM en particular (de 88% a 91%). Si se toma como denominador el total de depósitos del SPNF, los depósitos de SG pasan de representar el 18% al 23%, entre junio y septiembre. En el mismo período aumentó ligeramente la cantidad de EF con depósitos de al menos una SG (41 a 43) y se mantuvo constante la cantidad de SG (40), pero se redujo la cantidad de vínculos (551 a 536), que en promedio son de mayor tamaño (\$14,5 mil millones en septiembre, contra \$11,7 mil millones en junio en moneda constante de septiembre 2023). Esto determinaría una red ligeramente menos densa (vínculos observados respecto a los posibles cae de 34% a 31%). Se observa una mayor concentración medida como la participación de los depósitos de las 10 principales SG en el total de los depósitos del SPNF (14% a 17%) y en base al indicador de Herfindahl (8% a 10%). Se mantuvo en 15 la cantidad de EF con la que opera cada SG (se considera la mediana), aunque se contrajo ligeramente la importancia del fondeo de

las SG de forma agregada a nivel de cada EF, pasando de 19% a 18%, respecto al total de los depósitos del SPNF.

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

Montos en miles de millones de \$ de septiembre de 2023

Descripción indicador	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	mar-23	jun-23	sep-23
Depósitos SG/PN industria FCI	20%	41%	43%	45%	47%	44%	49%
Depósitos SG/PN de FCI MM	48%	89%	92%	88%	90%	88%	91%
Depósitos SG/total depósitos SPNF	4%	12%	16%	17%	18%	18%	23%
Cantidad de EF con depósitos de al menos un SG (a)	31	34	40	43	42	41	43
Cantidad de SG (b)	24	31	35	37	39	40	40
Total de vínculos observados (mayores a \$100mil) (c)	213	396	488	541	546	551	536
Vínculos obs./posibles (c)/(a)*(b)	29%	38%	35%	34%	33%	34%	31%
Monto promedio depósito (vínculo)	\$ 6,6	\$ 12,1	\$ 12,6	\$ 11,9	\$ 12,2	\$ 11,7	\$ 14,5
% top 10 SG/total depósitos SPNF	3%	9%	12%	13%	14%	14%	17%
Índice de Herfindahl*	15%	8%	8%	9%	10%	8%	10%
Cantidad de EF por cada SG, mediana	9	13	15	15	14	15	15
Depósitos SG/depósitos SPNF, por entidad**, mediana	5%	13%	16%	19%	20%	19%	18%
Tamaño c/vínculo/depósitos SPNF, por entidad***, mediana	0,37%	0,75%	0,82%	0,69%	0,75%	0,70%	0,73%

Nota: se consideran depósitos a la vista y operaciones a plazo (sólo plazo fijo, excluyendo pases con el BCRA y cauciones). *El Índice de Herfindahl-Hirschman se construye como la sumatoria del cuadrado de la participación de cada entidad en el total de depósitos de fondos MM, indicando mayor concentración cuanto más alto es el valor obtenido. **Para cada entidad: sumatoria de depósitos de todas las SG como % de dep. SPNF de esa entidad. ***Monto de depósito de cada SG (individual) como % de depósitos del SPNF de la entidad correspondiente. Nota: Vínculos observados (c): cantidad de depósitos de fondos MM agrupados por SG en entidades financieras. Vínculos posibles: producto entre cantidad de EF con depósitos de al menos una SG y cantidad de SG de fondos MM ((a)*(b)).

Fuente: elaboración propia en base a datos de CAFCI y BCRA.

5. Principales medidas macroprudenciales

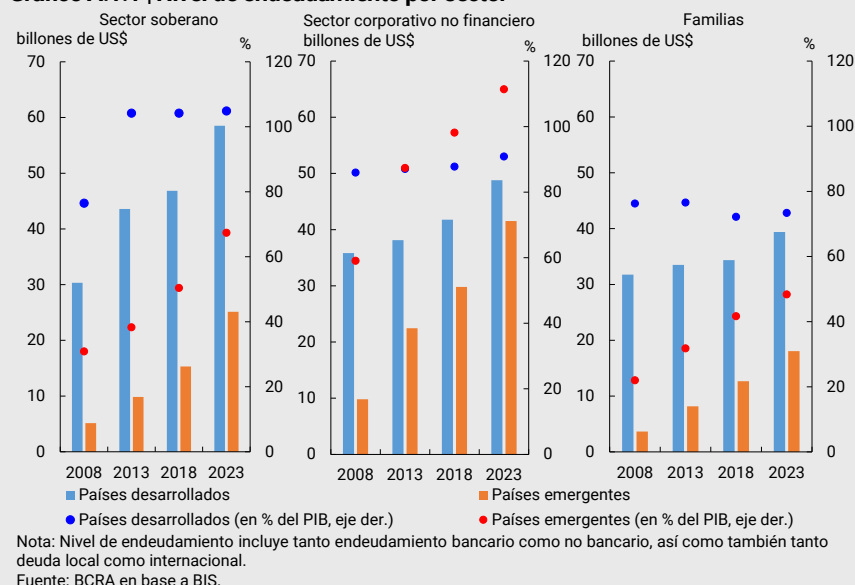
En la segunda parte de 2023 el BCRA siguió monitoreando el desempeño del sistema financiero e implementando acciones de política micro y macroprudencial. Las principales medidas adoptadas desde el último IEF se orientaron a:

- i. Continuar fomentando la política crediticia focalizada en el desarrollo productivo, recursos principalmente canalizados a las empresas de menor tamaño relativo a través de la [Línea de financiamiento para la inversión productiva de MiPyME \(LFIP\)](#). En octubre se lanzó un nuevo cupo de la LFIP (Cupo 2023/2024), manteniendo similares condiciones a las vigentes;
- ii. Reforzar el incentivo al ahorro en pesos en el sistema. Se elevaron las tasas de interés mínimas garantizadas sobre los plazos fijos en moneda nacional. Por su parte, se habilitaron nuevos usos de las cajas de ahorro destinadas a menores de edad autorizados (ver Anexo Normativo).
- iii. Continuar administrando la liquidez del sistema financiero y mantener adecuados niveles de solvencia, permitiendo desarrollar con normalidad sus funciones de intermediación, así como de provisión de servicios de pago.
- iv. Calibrar el esquema normativo cambiario para favorecer una eficiente asignación de las reservas Internacionales. En particular, se facilitó la apertura de las cuentas *dollar link* para exportadores y MiPyMEs importadoras.
- v. Reforzar y mejorar el uso de los medios de pago electrónicos. Se dispuso que los proveedores de servicios de pago oferentes de cuentas de pago (PSPCP) trasladen a sus clientes la retribución que perciban por los saldos en pesos de las cuentas de depósitos a la vista en las entidades financieras. Se efectuaron modificaciones en el DEBIN recurrente para mejorar el proceso de adhesión por parte de las personas usuarias (ver Anexo normativo). A la par, se continúa en el proceso de implementación de las normas que mejoran la ciberresiliencia del sistema financiero.
- vi. Avanzar progresivamente en la identificación y evaluación del impacto de los riesgos climáticos a nivel individual, así como a nivel agregado del sistema financiero (ver Apartado 2).
- vii. Continuar avanzando en el monitoreo del uso de los criptoactivos, con especial énfasis en las implicancias y riesgos que representan tanto para las personas usuarias como para el sistema financiero en su conjunto (ver Recuadro 3).
- viii. En un contexto de descenso del crédito al sector privado (ver Sección 3), no se realizaron cambios en el nivel requerido del Margen de Capital Contracíclico a las entidades financieras (en 0%).

Apartado 1 / Aumento del endeudamiento y suba de tasas de interés en los mercados internacionales: el caso de la deuda corporativa de economías emergentes

El incremento del endeudamiento agregado hasta niveles en general históricamente altos constituye una de las vulnerabilidades más marcadas a nivel global tras la crisis financiera internacional de 2008-2009.⁷⁰ Con heterogeneidad entre países y regiones, el mayor endeudamiento se dio tanto para economías desarrolladas como emergentes, y para todos los sectores. Si bien partiendo de saldos más acotados, se destaca el crecimiento de la deuda de economías emergentes en forma agregada, sobre todo en lo que respecta al segmento corporativo (el de mayor volumen para estos países, ver Gráfico A.1.1). La mencionada tendencia coincide con el auge de colocaciones de bonos de empresas de economías emergentes en los mercados internacionales en el período 2012-2021 (sobre todo de Asia, que explica cerca del 60% total colocado en este período). La deuda ascendente en general ha sido acompañada por un mayor apalancamiento,⁷¹ volviendo a las empresas más vulnerables ante *shocks*, con consideraciones adicionales para el caso específico de los emergentes, dada la existencia, en ciertos casos, de descaldes de monedas (siendo el dólar la moneda predominante entre las colocaciones internacionales de empresas⁷²) y la creciente relevancia de las condiciones de acceso al mercado internacional para refinanciar bonos existentes (dado el mayor peso de la deuda vía bonos).⁷³

Gráfico A.1.1 | Nivel de endeudamiento por sector



70 Vulnerabilidades que fueron acentuándose en un contexto de abundante liquidez en los mercados internacionales y tasas de interés en niveles históricamente bajos. Esta configuración de factores de vulnerabilidad pasó a cobrar particular relevancia tras el *shock* que implicó la irrupción del COVID-19. Ver Apartado sobre "COVID-19 y riesgos para la estabilidad financiera en economías emergentes" en IEF II-20 y Recuadro sobre "Principales vulnerabilidades presentes en la economía global" en IEF I-22.

71 Ver, por ejemplo, "Growth of global corporate debt: main facts and policy challenges" (Banco Mundial, 2020) o "Corporate leverage in EMEs: Did the global financial crisis change the determinants?" (BIS, 2017).

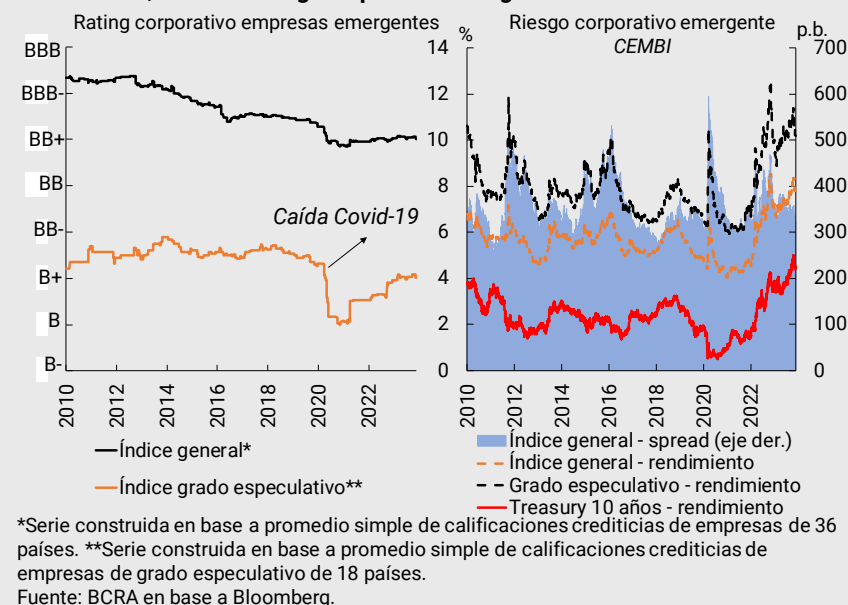
72 Las colocaciones en dólares representan en torno al 90% emitido en dicho período. Se aclara que las colocaciones del sector privado no financiero estuvieron mayormente explicadas por sectores como petróleo y gas, inmobiliario y materiales básicos.

73 Si bien en general las colocaciones de deuda corporativa en mercados internacionales han sido a mediano y largo plazo. En la década pasada las colocaciones corporativas tuvieron un plazo promedio de 8 años, que fue bajando desde un promedio de 10 años en 2013-2015 a un promedio de 7,5 años para 2020-2022.

Esta vulnerabilidad se acentuó en los últimos años, en un contexto de subas en las tasas de interés en los mercados internacionales (con incertidumbre respecto a la duración y la intensidad del ciclo alcista de tasas de interés de política monetaria en economías desarrolladas), apreciación del dólar norteamericano y foco en el deterioro de las expectativas de crecimiento a nivel mundial (con impacto tanto sobre el nivel de actividad en emergentes -y la rentabilidad de sus empresas- como sobre los precios de las materias primas).⁷⁴ A esto se le suma el rol creciente que vienen jugando los fondos de inversión en los mercados internacionales (coincidiendo con el auge en las colocaciones de deuda de emergentes)⁷⁵. Estos fondos generan una mayor interconexión entre sectores y regiones, afectando a los flujos de portafolio y amplificando el ciclo financiero a nivel global, lo que condiciona la posibilidad de refinanciamiento de la deuda emergente en contextos más inciertos (sobre todo para países que no tienen *grado de inversión*).

Así, la sobretasa de los bonos corporativos de emergentes emitidos en dólares en los mercados internacionales muestra un comportamiento cambiante, en un contexto de mayor volatilidad esperada para los instrumentos del Tesoro norteamericano. La sobretasa del CEMBI en términos agregados tendió a subir desde el segundo semestre de 2021 (acompañando la suba de los rendimientos de los *Treasuries* a 10 años), aunque desde fines de 2022 evidenció cierto comportamiento a la baja, hasta alcanzar un nivel levemente por debajo a su promedio de los últimos 20 años (ver Gráfico A.1.2). Por su parte, las perspectivas respecto al riesgo de contraparte de la deuda corporativa emergente medidas a través de sus calificaciones vienen deteriorándose desde 2012, aunque con cierta mejora en el margen tras el fin de las restricciones por el Covid-19.

Gráfico A.1.2 | Evolución riesgo corporativo emergente



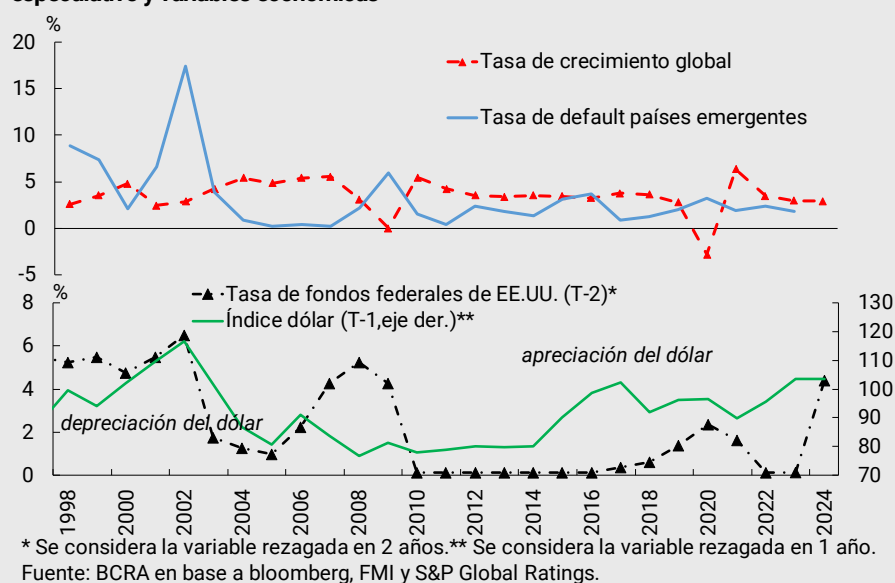
Así y todo, hasta el momento no se ha observado un incremento notorio en las tasas de *default* para los bonos de empresas de emergentes (ver Gráfico A.1.3), que en términos agregados se encuentran por debajo de su promedio histórico y son claramente inferiores a los picos relativos

74 Ver Apartado sobre "Suba de tasas de interés de política monetaria en economías desarrolladas e impacto sobre mercados financieros de economías emergentes" en [IEF II-22](#).

75 En base a datos de EPFR, los activos bajo administración de fondos especializados en emergentes se incrementaron en más de 60% entre 2016 y 2023.

de las últimas dos décadas (por ejemplo, en 2001, 2009 o 2020, coincidiendo con picos relativos en los casos de incumplimiento para la deuda a nivel global). Históricamente el aumento más fuerte en los eventos crediticios suele darse en contextos de merma en la tasa de crecimiento a nivel global, pero con rezago en comparación con la suba en las tasas de interés en los mercados internacionales y la apreciación generalizada del dólar. En particular, los picos observados en las tasas de *default* para la deuda corporativa emergente de grado especulativo en los últimos 20 años se dieron entre dos y tres años después de registrarse un máximo relativo en las tasas de interés en los EEUU (tras ciclos de subas de tasas de interés de entre 2 y 4 años) y casi un año después de evidenciarse un pico relativo en la valoración del dólar contra el resto de las monedas (en este último caso la correlación entre las dos variables es más débil).

Gráfico A.1.3 | Evolución tasa de default de empresas de países emergentes con grado especulativo y variables económicas



La situación de la deuda (tanto para emergentes como para economías desarrolladas) juega entonces un rol crucial en la actual coyuntura global, marcada por una significativa incertidumbre. En primer lugar, dado que –dependiendo de la evolución de las distintas economías– el ciclo de tasas de interés relativamente altas en las principales economías desarrolladas podría seguir extendiéndose y afectar las expectativas de crecimiento, con impacto progresivo (en el caso de la deuda corporativa) sobre los flujos de caja de las empresas. Por otro lado, dadas las colocaciones de deuda crecientes en los mercados internacionales, a medida que pase el tiempo las necesidades de refinanciamiento irán siendo cada vez más exigentes. Y esto se da en un contexto en el cual las condiciones de mercado pueden volverse aún más desafiantes. Debido a la coexistencia de diversas vulnerabilidades a nivel mundial, un aumento en la percepción de riesgo de contraparte (suba en los *defaults* de deuda corporativa o rebaja generalizada en las calificaciones) puede eventualmente generar un cambio abrupto en las expectativas a nivel global, gatillando una dinámica de alta volatilidad con contagio para las cotizaciones de la generalidad de los emergentes⁷⁶ (más allá de los fundamentos macroeconómicos de cada país), amplificando el impacto sobre las condiciones de estabilidad financiera global y con efectos de segunda ronda potencialmente significativos.

⁷⁶ Afectando potencialmente además el riesgo percibido respecto a la cartera de crédito de los bancos (y otros agentes no bancarios que realizan algún tipo de intermediación financiera) al sector privado.

Apartado 2 / Finanzas sostenibles: principales avances

El consenso internacional, el cual es compartido por Argentina, propicia un desarrollo económico que incorpore los valores de la “sostenibilidad”, es decir, priorizar la mitigación del y adaptación al efecto del cambio climático, al tiempo de tender a reducir las desigualdades económicas entre estratos sociales. El desafío consiste en cómo organizar y financiar una transición ordenada hacia una economía con estos valores.

Las finanzas sostenibles ayudan a alcanzar dicho objetivo al permitir el desarrollo de iniciativas para reorientar la financiación hacia inversiones sostenibles. En este sentido en Argentina, la Mesa Técnica de Finanzas Sostenibles (MTFS)⁷⁷, de la cual participa el BCRA, publicó la Estrategia Nacional de Finanzas Sostenibles (ENFS)⁷⁸ que en junio 2023 fue aprobada por el Directorio del BCRA. El objetivo de la ENFS es *“identificar alternativas para movilizar de forma escalable los recursos necesarios para catalizar inversiones públicas y privadas que contribuyan a alcanzar objetivos económicos y sociales en el marco de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), incluidas las metas de mitigación y adaptación al cambio climático del país”*.

Por su parte, el cambio climático es en cierta medida visto, a nivel global, como un riesgo adicional para la estabilidad de los sistemas financieros y de la economía en general. Sus consecuencias no sólo se pueden reflejar en el impacto económico de los fenómenos climáticos y geológicos y las alteraciones en el equilibrio de los ecosistemas (riesgos físicos) sino también en el riesgo de deterioro del valor de los activos debido a cambios en el contexto de política económica / regulatorio, tecnológico y/o jurídico vinculados a las decisiones y medidas adoptadas para enfrentar dicho cambio climático (riesgo de transición)⁷⁹. Es por ello por lo que la ENFS también se focaliza en *“el proceso de identificación de los riesgos relacionados al cambio climático a los que están expuestos los distintos participantes del sector financiero, y fortalecer de forma transversal las capacidades tanto del sector público como del privado, apuntando tanto a aumentar la resiliencia del sector financiero como a consolidar su aporte a la canalización de recursos a las finanzas sostenibles”*.

La ENFS define 5 ejes principales y acciones concretas que incluyen tanto aspectos financieros como no financieros. El primero de los ejes estratégicos se refiere al desarrollo de un **Marco normativo**. La normativa local debe diseñarse de forma de incorporar la dimensión territorial (nacional, provincial y municipal), las características de las empresas (PYMES y grandes empresas), y debe ser acompañada de una adecuada labor de difusión y capacitación de los actores del sistema financiero y corporativo argentino. Un segundo eje se focaliza en la necesidad de contar con un **Lenguaje común o Taxonomía**. Es esencial crear un sistema común para no sólo identificar sino también clasificar el grado de sostenibilidad de las inversiones y de las actividades económicas. La ENFS propone que la taxonomía se adopte gradualmente (primero voluntaria y luego obligatoria) para facilitar la adecuación de procesos y utilización de ésta por los actores locales. El tercer eje se refiere a **Generación de información, transparencia, reporte, indicadores y análisis de datos**

77 Para más detalle ver: <https://www.bcr.gov.ar/Pdfs/Noticias/Declaracion-conjunta-finanzas-sostenibles.pdf>
Apartado 3 IEF I-23

78 <https://www.bcr.gov.ar/Noticias/BCRA-apoyo-finanzas-sostenibles.asp>

79 Para mayor detalle ver **Apartado 3 IEF I-21, Recuadro 1 IEF II-21, Recuadro 3 IEF I-22, Apartado 2 IEF I-23**

para permitir la toma de decisiones. El financiamiento sostenible requiere que se genere información confiable y comparable que permita identificar las oportunidades y gestionar los riesgos financieros que la transición conlleva. Así, la ENFS propone desarrollar metodologías de evaluación, análisis, indicadores y reporte comunes, como paso fundamental para la consolidación del mercado de finanzas sostenibles argentino. El cuarto eje se vincula con establecer un marco que genere los *Incentivos* necesarios para la atracción de fondos locales e internacionales, y reorientar las finanzas hacia inversiones sostenibles. El quinto y último eje se refiere al desarrollo de *Instrumentos financieros sostenibles*. El diseño e implementación de instrumentos financieros sostenibles e innovadores permite facilitar y viabilizar el flujo de capitales hacia inversiones sostenibles.

Consistente con la ENFS, el BCRA aborda la problemática del cambio climático desde distintos ángulos en el marco del mandato establecido en su Carta Orgánica referido a promover la estabilidad financiera, el empleo y el desarrollo económico con equidad social. En primer lugar, a través de la participación en foros y organismos internacionales resaltando el desafío que implica la neutralidad climática en EMDEs (Emerging Market and Developing Economies) ya que la estrategia sobre cómo enfrentar el problema del cambio climático se suma a las políticas de largo plazo enfocadas en la mejora de las condiciones de la población y el desarrollo económico.

En segundo lugar, propiciando la construcción de capacidades para la identificación y medición del impacto del cambio climático. En tercer lugar, entendiendo la necesidad de conocer la situación de la cual se parte. Su participación en la *Encuesta Nacional de Finanzas Sostenibles y Cambio Climático en Argentina 2022 para el sector bancario, seguros y mercado de capitales* le permitió efectuar un diagnóstico sobre el nivel de conocimiento, relevancia y abordaje que las entidades bancarias tienen frente a la sostenibilidad y sobre los efectos financieros vinculados al cambio climático en términos de riesgos y oportunidades⁸⁰.

Finalmente, considera relevante avanzar progresivamente en la identificación y evaluación del impacto de los riesgos climáticos no sólo desde el punto de vista de las entidades en forma individual sino también tomando en cuenta la estabilidad financiera. Habida cuenta que existen desafíos en cuanto a la metodología y a la brecha de datos sobre riesgos relacionados con el clima, el BCRA impulsó un relevamiento de información para evaluar la exposición y resiliencia a los riesgos vinculados al cambio climático, para un determinado grupo de entidades. La primera etapa del relevamiento sobre riesgos físicos incluye a las principales cien (100) personas deudoras de las entidades más grandes del sistema financiero local (las 18 entidades financieras que conforman el denominado Grupo "A"). Consiste en información sobre la geolocalización del núcleo de las actividades principales de las empresas deudoras, lo que servirá para analizar su proximidad a zonas del país con exposición a factores de riesgos físicos locales. Luego, la información a reportar consistirá en los niveles de emisión de los gases de efecto invernadero de esas empresas con el fin de comenzar el análisis de los riesgos de transición.

En línea con lo establecido en la ENFS, el BCRA continuará en su sendero de implementación integral en cuanto a la gestión y monitoreo de estos riesgos.

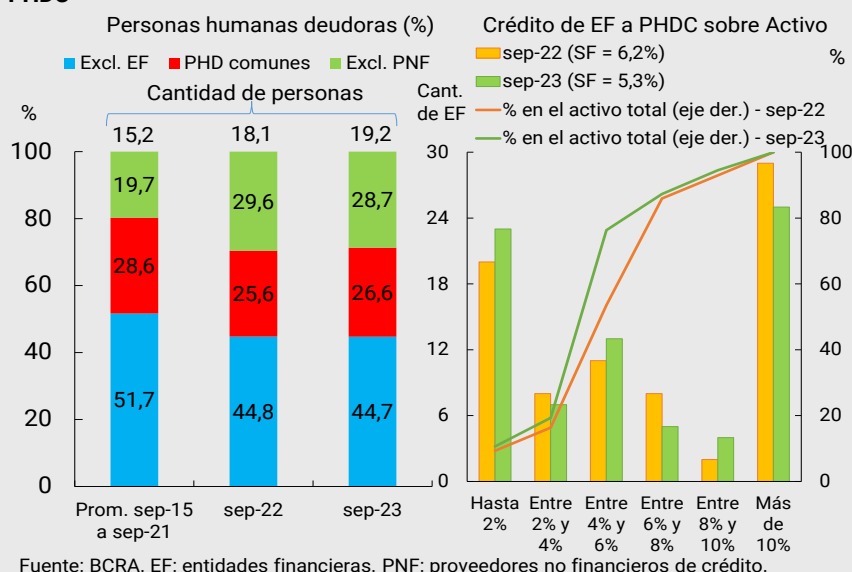
80 <https://www.bcr.gov.ar/noticias/Primera-encuesta-de-finanzas-sostenibles.asp>

Apartado 3 / Exposición al riesgo de crédito originada en personas humanas deudoras tanto de Entidades Financieras como de Proveedores No Financieros de Crédito

Siguiendo la línea del monitoreo macroprudencial trazada en ediciones previas del IEF,⁸¹ en este Apartado se hace foco en el análisis de la potencial fuente de vulnerabilidad que enfrenta el conjunto de entidades financieras (EF) en el marco de su exposición a las personas humanas deudoras (PHD) que, a la par, también se financian con proveedores no financieros de crédito (PNF).⁸² Como se realizó en ediciones anteriores del IEF, a estos sujetos de crédito se los caracteriza como personas humanas deudoras comunes (PHDC), diferenciándolos de los deudores que se financian exclusivamente en uno de los dos grupos (PHDE de EF o, PHDE de PNF).

Hacia el tercer trimestre del año las EF y los PNF otorgaban crédito a más de 19,2 millones PHD, 1,1 millón más que el año anterior, evidenciando así un sostenido crecimiento respecto al promedio de los últimos 7 años (ver panel izquierdo del Gráfico A.3.1). En este contexto, las PHDC (5,1 millones) explicaron 26,6% del total de PHD, aumentando 0,9 p.p. con respecto a septiembre de 2022 (cuando se registraban 4,6 millones de PHDC), si bien este porcentaje se mantuvo por debajo del promedio de 7 años a 2021 (de 28,6%).⁸³

Gráfico A.3.1 | Composición de personas humanas deudoras - Exposición de las EF a PHDC



Fuente: BCRA. EF: entidades financieras. PNF: proveedores no financieros de crédito.

Al considerar el balance agregado del conjunto de EF, a septiembre último el saldo del crédito de las EF a las PHDC representó 5,3% del activo total, 0,9 p.p. menos que un año atrás, dinámica generalizada entre las distintas entidades financieras (ver panel derecho del Gráfico A.3.1).⁸⁴ En

81 Ver los Apartados 4 del [IEF I-21](#) y Apartado 2 del [IEF I-22](#).

82 Para mayor información ver el [Informe de Proveedores No Financieros de Crédito](#) y el [Informe de Inclusión Financiera](#).

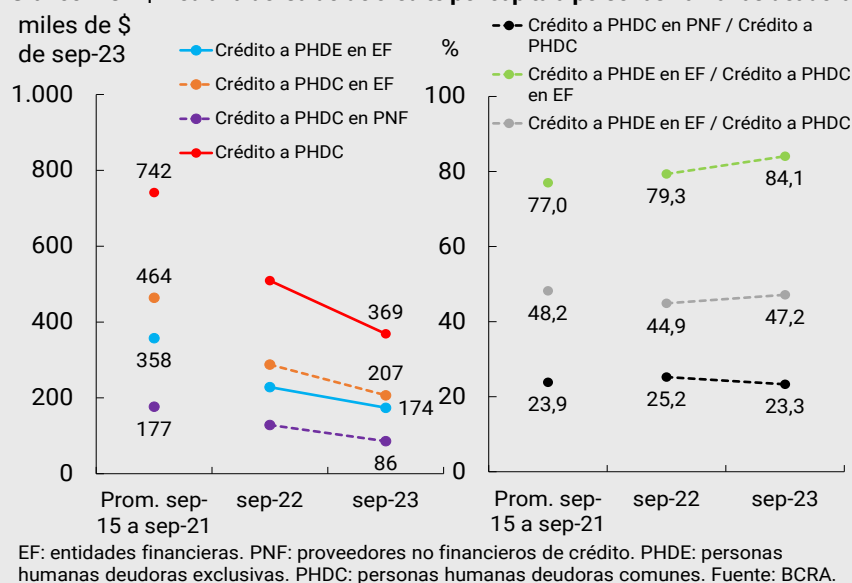
83 A septiembre las PHDC explicaron 34,5% del total de crédito otorgado a las personas humanas tanto por EF como por PNF, en línea con el registro del mismo mes del año anterior.

84 Similar desempeño al considerar medianas: descenso de 0,9 p.p. i.a. hasta 5,2%.

total 70 EF de las 77 activas brindaron crédito a PHDC. No obstante, en lo que respecta a la distribución del ratio de crédito a PHDC en términos del activo de cada EF, sólo en un grupo de 25 EF este ratio superaba el 10% a septiembre último (4 menos que el año anterior), entidades que son relativamente pequeñas y que explicaban sólo el 5,5% del activo total del sector al cierre del tercer trimestre. De esta manera, si bien en el último año aumentó la cantidad de PHDC (y la relevancia en el total de PHD), se redujo la exposición en el activo del conjunto de EF del crédito a este segmento.

Con el fin de explorar efectos de potenciales cambios sobre la capacidad de pago de las PHDC (diferenciales con las PHDE), es relevante monitorear su nivel de deuda per cápita, tratando de identificar si la obtención de fuentes adicionales de financiamiento genera, o no, un endeudamiento que podría resultar alto desde alguna perspectiva. En este sentido, en los últimos años la mediana del saldo de deuda per cápita en EF de las PHDC resultó mayor que la de las PHDE de EF (ver Gráfico A.3.2). Así, a septiembre la mediana del saldo de deuda per cápita de las PHDE en EF se situó en torno a \$174.000, mientras que el de las PHDC en EF totalizó \$207.000; ambos niveles se redujeron en términos reales en el último año, siendo levemente mayor la disminución relativa en el saldo per cápita de PHDC. De esta manera, al observar la dinámica de las personas deudoras en EF, el endeudamiento de aquellas que son comunes estaría disminuyendo en términos relativos de aquellas que son exclusivas, lo cual es un indicio positivo en términos de su eventual capacidad de pago a futuro.

Gráfico A.3.2 | Mediana del saldo de crédito per cápita a personas humanas deudoras (PHD)



Respecto de las fuentes de ingresos con las que cuentan las PHDC, se estima que a septiembre casi un 50% de este conjunto disponía de un empleo formal en la economía, 1,3 p.p. por debajo del nivel de un año atrás, aunque 3,2 p.p. superior respecto del promedio de los 7 años anteriores.⁸⁵

⁸⁵ De igual modo, se estima que el 46,7% de las PHDE de EF tuvo remuneraciones formales en septiembre de 2023, en línea con el registro de un año atrás (-0,1 p.p.) y +2,1 p.p. respecto del promedio de los anteriores 7 años. Para el caso de los PNF exclusivos el número asciende a 17,7% (-1,2 p.p. i.a. y -2,6 p.p. en términos históricos).

Estas PHDC asalariadas tenían en agosto pasado una deuda en EF equivalente al 2,1 veces su remuneración mensual, valor que alcanzó 2,6 veces si se considera también a la deuda en PNF (casi 2,8 y 3,6 veces respectivamente, en agosto de 2022).⁸⁶

Respecto a los indicadores de materialización del riesgo de crédito, el ratio de irregularidad del crédito a las PHDC en EF se ubicó en 5,3% en septiembre, aumentando 0,4 p.p. i.a. Este nivel resultó superior al ratio de irregularidad del financiamiento a las PHDE en EF (1,8%). Esto da cuenta que la morosidad relativa del primer grupo es 3 veces la del segundo, cociente que aumentó interanualmente. Por otro lado, la mora de las PHDC en PNF se situó en 10,5%, 1,8 veces la que este mismo grupo de personas deudoras presentó en EF.

No obstante, a pesar de los mayores y crecientes niveles relativos de morosidad de las PHDC, dada la limitada (y decreciente) exposición del conjunto de EF a PHDC junto con los elevados niveles de las coberturas constituidas, se desprende que el sistema financiero permanece resiliente frente a esta potencial fuente de vulnerabilidad. Para graficar este aspecto, puede efectuarse un ejercicio de sensibilidad (hipotético, extremo y poco probable) para dimensionar la respuesta frente a eventuales shocks sobre las PHDC y evaluar el impacto patrimonial sobre el sistema financiero agregado. De esta manera, el ejercicio plantea un escenario en el cual (i) se supone el no pago de toda la deuda irregular de las personas deudoras, (ii) las PHDC que presentan saldos irregulares en alguna EF y/o en PNF dejan de afrontar sus compromisos regulares en las restantes EF (en caso de existir), y (iii) cada EF utiliza las provisiones excedentes⁸⁷ para cubrir inicialmente este deterioro crediticio. El resultado sugiere un acotado impacto en el capital regulatorio del sistema financiero, ya que la mediana de la posición de capital del sistema financiero pasaría de 285,2% (promedio ponderado de 288,7%) a 265,8% (promedio ponderado de 280,1%). De esta manera, se destacan los niveles relativos de provisiones y capital con los que opera el sector.

El BCRA continuará analizando estos y otros conjuntos de conjuntos de deudores/as siempre que considere que puedan aportar a una mejor evaluación de las distintas fuentes de vulnerabilidad agregadas para el sistema financiero.

86 Para el caso de las personas deudoras exclusivas, considerando tanto de EF como de PNF, el mencionado ratio se ubicaba en aproximadamente 1,7 veces su remuneración mensual.

87 A nivel de cada entidad se considera las provisiones excedentes como las totales menos las mínimas para cada situación sin garantías preferidas (escenario conservador): 1% para la cartera en situación normal, 5% en observación, 12% en negociación, 16% en tratamiento especial, 25% con problemas, 50% con alto riesgo de insolvencia y 100% para irrecuperables.

Apartado 4 / Una aproximación al impacto de los riesgos climáticos físicos sobre el sistema financiero local

Como se detalló en el Apartado 2 así como en ediciones anteriores del IEF,⁸⁸ en años recientes el cambio climático comenzó a identificarse como un riesgo emergente para la estabilidad de los sistemas financieros a nivel global que podría materializarse en las próximas décadas. Esto es así, por un lado, dados sus potenciales efectos negativos sobre el equilibrio de los ecosistemas, conduciendo a episodios más frecuentes y acentuados de eventos climáticos de distintas características como, por ejemplo, sequías, inundaciones y precipitaciones extremas, entre otros. Estos riesgos, comúnmente denominados como físicos, pueden impactar de forma adversa a las actividades habituales de las familias, las empresas y de los soberanos, así como en sus activos —físicos y/o financieros—. Por otro lado, la situación climática también podría reflejarse en el riesgo de deterioro del valor de los activos productivos, por ejemplo, ante cambios en el contexto de política económica y regulatoria que busquen mitigar las raíces del cambio climático y/o adaptarse al mismo, comúnmente denominado riesgo de transición.

Para Argentina resulta relevante considerar el potencial impacto de episodios extremos de sequías como las que azotaron al país en años recientes. La última de ellas se observó a partir de los primeros meses de 2022, condicionando la evolución de la actividad económica a lo largo de todo ese año, así como en 2023.⁸⁹ La particularidad de la reciente sequía en relación con otros episodios de similares características como los de 2009, 2012 y 2019, fue la prolongación por tres años consecutivos del fenómeno climatológico La Niña, situación que no ocurría desde 1988/89.

Durante los primeros trimestres de 2022 la sequía afectó a la producción agrícola, con correlato en términos fiscales (recaudación de derechos de exportación), así como sobre el saldo de intercambio comercial de Argentina. Las mayores anomalías hídricas se concentraron en Bs. As., Córdoba, Santa Fe, San Luis y Entre Ríos, provocando pérdidas en la producción de trigo, así como un retraso en la siembra de soja y maíz, con afectación en frutales e impacto en la actividad ganadera, entre otros. A principios de 2023 siguieron predominando condiciones climáticas adversas, con sequía y heladas tempranas, profundizando los efectos negativos antes mencionados.

En este marco, utilizando datos de la Central de Deudores del BCRA sobre las empresas que conforman el segmento agropecuario local, universo que incluye aquellas con actividades exportadoras vinculadas al complejo de trigo, maíz y soja, se realizaron ejercicios de sensibilidad para tener una aproximación del potencial impacto de este riesgo físico sobre la solvencia agregada del sistema financiero argentino. Cabe considerar que la exposición agregada de las entidades a este sector alcanzaba a aproximadamente 17% del crédito al sector privado al cierre del tercer trimestre de 2023, con un nivel de irregularidad que rondaba alrededor del 5,5%, por encima del valor observado a nivel agregado (en el orden del 3%, ver Sección 3.1).

⁸⁸ Ver, entre otros, [Apartado 3 IEF I-21](#), [Recuadro 1 IEF II-21](#), [Recuadro 3 IEF I-22](#) y [Apartado 2 IEF I-23](#).

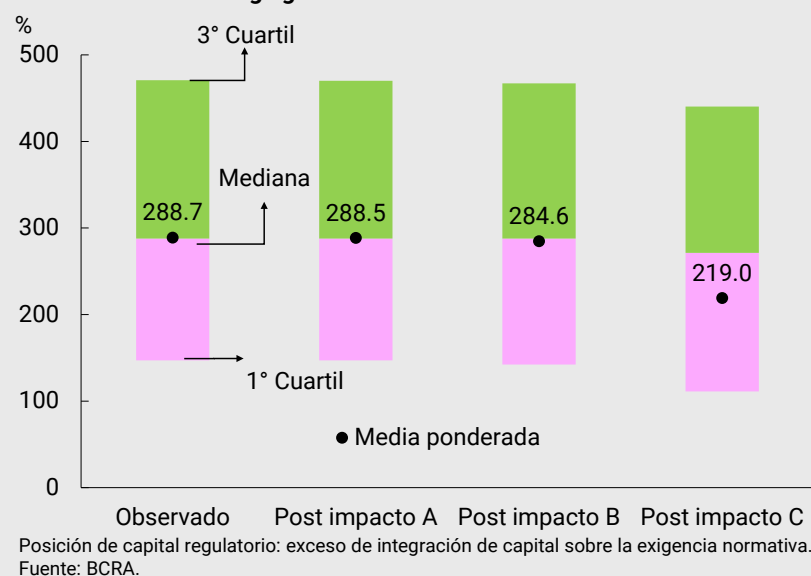
⁸⁹ Para un mayor detalle del impacto de la sequía sobre la cosecha y sus efectos fiscales y sobre el PIB, ver ediciones de 2022 y 2023 del [Informe de Política Monetaria](#).

Puntualmente, los ejercicios de sensibilidad llevados adelante sobre el segmento de empresas agropecuarias fueron:

- Sensibilidad A: Para aquellas personas deudoras incluidas en el universo de firmas bajo análisis, y que tienen algún saldo irregular en al menos una entidad financiera, se supone el no pago del mencionado saldo, así como cualquier otro saldo regular que disponga;⁹⁰
- Sensibilidad B, adicionada al ejercicio anterior –A–: Se asume el no pago del saldo regular de los deudores que tuvieron algún saldo irregular entre dic-17 y dic-19, período de la sequía anterior, y que no estaban alcanzados en el ejercicio A;⁹¹
- Sensibilidad C, adicionada al ejercicio anterior –B–: Se supone, de forma extrema, el no pago del saldo regular de los restantes deudores del universo de personas deudoras bajo estudio.⁹¹

Como se observa en el Gráfico A.4.1, el efecto impacto de los ejercicios de sensibilidad (elaborados bajo supuestos extremos de muy baja probabilidad de ocurrencia) sobre la solvencia del conjunto de entidades es actualmente acotado⁹¹. Los ejercicios A y B no suponen cambios de magnitud sobre la posición de capital regulatorio del agregado de bancos locales —el exceso de integración de capital sobre la exigencia normativa se sostiene en niveles entre 280%/290%—. Al utilizar supuestos más extremos de no pago de todas las personas deudoras del universo bajo estudio, como los que se cristalizan en la sensibilidad C, la posición de capital del sector cae unos 60 p.p. hasta un nivel de aproximadamente 220%, manteniéndose aún en un rango holgado.

Gráfico A.4.1 | Ejercicios de sensibilidad – Impacto sobre la posición de capital del sistema financiero agregado



Dadas las complejidades vinculadas a la identificación y evaluación de los riesgos originados por el clima sobre el normal desarrollo de los sistemas financieros, se debe continuar avanzando en el desarrollo de herramientas que permitan contar con una perspectiva más comprensiva y detallada de los mismos, profundizando en su monitoreo y evaluación durante los próximos años.

90 Se netean previsiones teóricas mínimas para las personas deudoras impactadas, más un excedente de previsiones adicionales (totales menos mínimas teóricas) por cada entidad financiera.

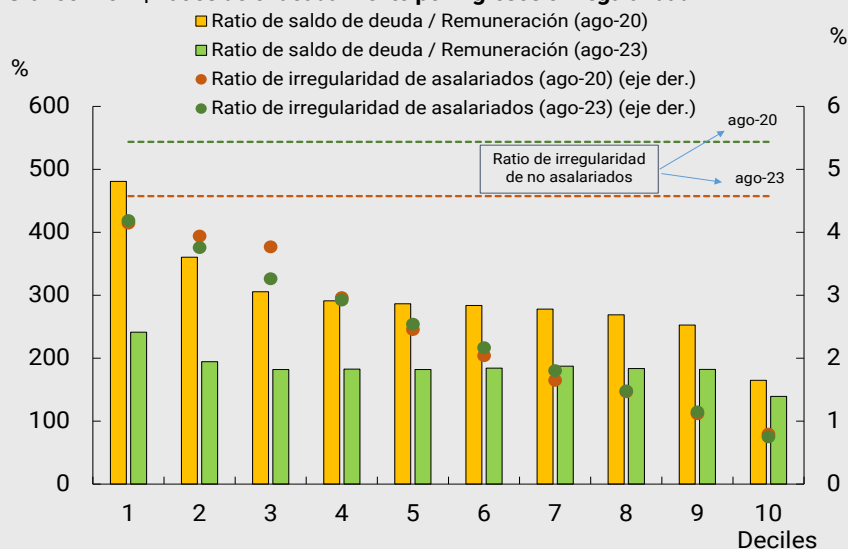
91 Sólo se incluye en este ejercicio impactos directos, sin considerar eventuales efectos de segunda ronda sobre la economía (PIB, balanza comercial, etc.) que podrían complejizar el análisis y hacer más sensible al impacto propuesto.

Apartado 5 / Evolución del endeudamiento de familias en términos de ingresos

Los hogares argentinos tienen un endeudamiento con el sistema financiero de sólo 3,6% del PIB (inferior al registro de un año atrás), lo que constituye un nivel muy bajo en una comparación tanto histórica como regional.⁹² Además, producto fundamentalmente del descenso del saldo real de crédito asignado a este sector, la carga financiera de esta deuda se mantiene reducida a nivel agregado (ver Sección 3.1). La baja exposición crediticia del sistema a los hogares, sumada a la moderada irregularidad en este segmento, se traduce en una limitada fuente de vulnerabilidad potencial de las entidades financieras.

Más allá de este panorama agregado, resulta igualmente relevante avanzar y profundizar sobre esta visión, principalmente a partir de un desglose hacia el interior de los distintos estratos de familias según sus niveles de ingresos. De esta manera, se puede contar con un indicador más granular que ayuda a evaluar el grado de apalancamiento del sector y su potencial capacidad de pago. Tal como se ha realizado en ediciones anteriores del IEF,⁹³ en el ver Gráfico A.5.1 se presenta el nivel de endeudamiento de las familias agrupadas según deciles de ingreso formal⁹⁴ —de menores a mayores ingresos—, estimado en distintos momentos del tiempo.

Gráfico A.5.1 | Ratios de endeudamiento por ingresos e irregularidad



Nota: los deciles fueron contruidos sin considerar al 10% de menores ingresos. Fuente: BCRA

En este marco, en agosto de 2023 (última información disponible) había alrededor de 13,2 millones de familias deudoras del sistema financiero, 1,1 millones más que hace 3 años. Las mismas presentaban una morosidad de 3,1% del saldo de deuda (similar a la evidenciada en agosto de 2020,

92 Para mayor detalle sobre el nivel de endeudamiento en sentido amplio de las familias, ver Gráfico 14 de la Sección 3.1 de este Informe.

93 Para mayor detalle ver [Apartado 3 del IEF de diciembre de 2022](#).

94 Se utilizan el [Régimen Informativo –RI– sobre Pago de Remuneraciones \(BCRA\)](#), que es un subconjunto de la población que sólo incorpora información sobre el ingreso proveniente de trabajadores en relación de dependencia cuyo salario es depositado en una entidad financiera.

valor que en parte reflejaba los efectos de las medidas de alivio tomadas en el marco de la pandemia de COVID-19). Se estima que aproximadamente la mitad de este conjunto, es decir alrededor de 6,5 millones de personas deudoras, estaba en relación de dependencia laboral en el cierre del tercer trimestre del año (1 millón más que 3 años atrás), las cuales debían al sistema financiero en promedio 1,7 veces su remuneración mensual neta (2,5 en agosto de 2020)⁹⁵. En términos relativos esta caída en el ratio de endeudamiento sobre ingreso fue más pronunciada en los segmentos de menores ingresos (primeros deciles).⁹⁶ Cabe considerar que el conjunto agregado de familias deudoras del sistema con ingresos formales presentaba un ratio de irregularidad de 1,9% en agosto, en línea con el registro de hace 3 años (-0,1 p.p.), con una caída leve en el indicador mayormente en los primeros deciles (en el tercer y segundo decil) que fue compensada por ligeros aumentos en el resto.

Por su parte, se estima que en agosto había también 6,8 millones de personas deudoras del conjunto de entidades sin ingresos formales (casi 100 mil más que hace 3 años). La deuda promedio de este segmento es menor a la de deudores con ingreso formal (prácticamente la mitad). La mora de este conjunto de familias ascendió a 5,4% en el mes (+0,9 p.p. en estos tres años).

En suma, las potenciales vulnerabilidades provenientes de los distintos estratos de familias según ingresos se mantienen acotadas. No obstante, debe seguir manteniéndose un seguimiento de este segmento, así como de aquel conjunto de personas deudoras no asalariadas.

95 El saldo de deuda de las familias asalariadas con créditos aumentó nominalmente 393% en 3 años mientras que la remuneración estimada de este conjunto aumentó 607%.

96 Esta caída del ratio de deuda del sistema financiero en relación a la remuneración total de las personas deudoras (y el mayor impacto en los primeros deciles) es en parte consecuente con una tendencia al aumento de la proporción de deudores de proveedores no financieros de crédito (PNFC) y sus montos —deuda no contenida en este cálculo—, con respecto al total del sistema financiero ampliado (sistema financiero más PNFC). Para un mayor detalle sobre el conjunto amplio de deudores y su interrelación ver el Apartado 3.

Glosario de abreviaturas y siglas

€: Euro

a.: anualizado

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

ANSeS: Administración Nacional de la Seguridad Social

APR: activos ponderados por riesgo

ASPO: Asilamiento, social, preventivo y obligatorio

ATM: *Automated Teller Machine*

BADLAR: *Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*
(Tasa de interés pagada por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días, más de un millón de \$, promedio de entidades)

BCE: Banco Central Europeo

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCBS: *Basel Committee on Banking Supervision*

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

BIS: *Bank for International Settlements*

BoE: *Bank of England*

CABA: Ciudad Autónoma de Buenos Aires

CAFCI: Cámara Argentina de FCI

Call: Tasa de interés de las operaciones del mercado interfinanciero no garantizado

CCP: *Central Counterparty* (Contraparte Central)

CDS: *Credit Default Swaps*

CEMBI: *Corporate Emerging Markets Bond Index*

Centro: CABA, Buenos Aires, Córdoba, Entre Ríos y Santa Fe.

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CNV: Comisión Nacional de Valores

COVID-19: Coronavirus disease 2019

Cuyo: Mendoza, La Rioja, San Juan y San Luis.

DSIB: *Domestic Systemically Important Banks*

ECAI: *External Credit Assessment Institution*

ECB: *European Central Bank*

ECC: Encuesta de Condiciones Crediticias

EEUU: Estados Unidos

EFNB: Entidades Financieras No Bancarias

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI+: *Emerging Markets Bond Index*

FCI: Fondos Comunes de Inversión

Fed: Reserva Federal de EEUU

Fed Funds: Tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de EEUU

FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad

FMI: Fondo Monetario Internacional

FSB: *Financial Stability Board*

i.a.: Interanual

IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

IEF: Informe de Estabilidad Financiera

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPIM: Índice de Precios Internos al por Mayor

IPOM: Informe de Política Monetaria

IVA: Impuesto al Valor Agregado

LCR: Ratio de Cobertura de Liquidez (siglas en inglés)

LELIQ: Letras de Liquidez del BCRA

LR: Ratio de Apalancamiento

MAE: Mercado Abierto Electrónico

MERCOSUR: Mercado Común del Sur

Merval: Mercado de Valores de Buenos Aires (índice bursátil de referencia)

MiPyME: Micro, Pequeñas y Medianas empresas

MSCI: *Morgan Stanley Capital International*

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

NEA: Corrientes, Chaco, Formosa y Misiones.

NIC: Norma Internacional de Contabilidad

NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS)

NOA: Catamarca, Jujuy, Salta, Santiago del Estero y Tucumán.

NOTALIQ: Notas de Liquidez del BCRA

OCDE: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico.

ON: Obligaciones negociables

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo

ORI: Otros resultados integrales

p.b.: Puntos básicos

p.p.: Puntos porcentuales

Patagonia: Chubut, Neuquén, La Pampa, Río Negro, Santa Cruz y Tierra del Fuego.

PEN: Poder Ejecutivo Nacional

PGNME: Posición Global Neta de Moneda Extranjera

PIB: Producto Interno Bruto

PN: Patrimonio Neto

PyMEs: Pequeñas y Medianas Empresas

REM: Relevamiento de Expectativas del Mercado

ROA: Rentabilidad en términos de los activos

ROE: Rentabilidad en términos del patrimonio neto

ROFEX: *Rosario Futures Exchange* (Mercado a término de Rosario)

RPC: Responsabilidad Patrimonial Computable

S&P: *Standard and Poors* (Índice de las principales acciones en EEUU por capitalización bursátil)

s.e.: Serie sin estacionalidad

SEFyC: Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias

SGR: Sociedad de Garantía Recíproca

TCR: Tipo de cambio real

TM20: Tasa de interés por depósitos a plazo fijo de 20 o más millones de pesos o dólares.

TN: Tesoro Nacional

TNA: Tasa Nominal Anual

TO: Texto Ordenado

Trim.: Trimestral / Trimestre

UE: Unión Europea

US\$: Dólares Americanos

UVA: Unidad de Valor Adquisitivo

UVI: Unidad de Vivienda

Var.: variación

VIX: volatilidad del S&P 500

WTI: *West Texas Intermediate*