

Título 1: Argentina

Capítulo 5: Sector financiero y Mercado de Capitales

Capítulo 5: Sector financiero y Mercado de Capitales

5.1. Introducción

El comportamiento de las principales variables del Sistema Financiero y del Mercado de Capitales argentino durante el 2016 fue altamente dinámico, adaptándose y respondiendo a las diferentes medidas adoptadas por la nueva administración pública como a los diferentes hitos del contexto internacional. Ante las políticas fijadas por el Banco Central en búsqueda de normalizar y fortalecer el sistema financiero y una Argentina más vinculada a los mercados internacionales de capitales y mercancías, se amplió tanto el abanico de oportunidades de los agentes económicos como así también los diferentes aspectos a incorporar en la toma de decisiones.

En el presente capítulo se describen las principales particularidades que delimitaron el comportamiento del Sistema Financiero y del Mercado de Capitales a lo largo del 2016.

5.2. Sector financiero

5.2.1. Tasas de interés

Durante enero y febrero del año 2016, el Banco Central enfocó su accionar en absorber la liquidez excedente, buscando compatibilizar la evolución de los agregados monetarios con una trayectoria descendente de la tasa de inflación, la cual, de acuerdo al BCRA, se debía en los primeros meses a la fuerte corrección de precios relativos operada como consecuencia de la expectativa y posterior materialización del incremento en el tipo de cambio oficial y para el mes de abril a las alzas en las tarifas de varios servicios públicos que se encontraban rezagadas, especialmente en el área metropolitana. A partir de marzo, el BCRA emprendió una gradual migración hacia la utilización de la tasa de interés como principal instrumento de su política monetaria; tal como lo hacen los países con metas de inflación, régimen hacia el cual el Banco Central estuvo transitando durante el 2016, para poder fijar una meta clara en 2017, una inflación objetivo que se ubique entre un 12% y 17% anual y luego vaya convergiendo hasta un 5% anual a fines del 2019. La tasa de interés que el Banco Central fijó a inicios del 2016 como referencia fue la de la LEBAC de más corto plazo (35 días), a través de su intervención tanto en el mercado primario como en el secundario.

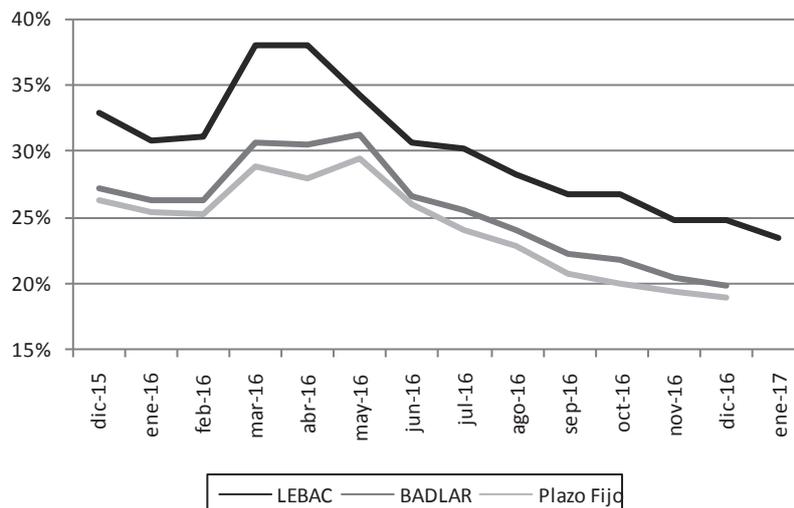
Esta política de sesgo antiinflacionario desde diciembre instrumentada a través de tasas de interés positivas en términos reales, llevó a que durante el mes de abril la tasa de referencia sea de un 38%, siendo este el valor máximo del año. Como se observa en el Gráfico 5.1, a partir de mayo, el BCRA comenzó a recortar la tasa de las LEBACS a 35 días en respuesta a la una desaceleración en el avance de los precios (sin tener en cuenta los precios públicos o estacionales), limitando de esta forma el aumento de la tasa de interés real. Las tasas de depósitos a plazo, BADLAR y Plazo Fijo, siguieron la tendencia decreciente de la tasa de referencia; sin embargo, estas eran menor en términos reales, e incluso negativas. En el tercer trimestre de 2016 se registró una inflación significativamente menor a la de los meses previos, lo que se plasmó en una tasa de referencia que comenzó el tercer trimestre en 30,75% y se fue reduciendo gradualmente hasta 26,75%.

Según el BCRA, en el segundo semestre de 2016 se registró una inflación significativamente menor a la del semestre anterior. La inflación nacional acumulada cayó desde un 22,4% en el primer semestre de 2016 a un 8,9% en el segundo⁴⁵. Esta desaceleración en el crecimiento de los precios tuvo su repercusión en la tasa de referencia fijada por el Banco Central, que comenzó el cuarto trimestre en 26,75% y se fue reduciendo gradualmente hasta 24,75%.

⁴⁵ Se utilizó el IPC Empalme IIE: surge del empalme entre la serie del INDEC representativa del Gran Buenos Aires (discontinuada) hasta enero 2007 con (a partir de febrero de 2007) la variación porcentual del índice de precios al consumidor de la provincia de San Luis. A partir de mayo del 2016 nuevamente se aplican al índice las variaciones del índice de precios al consumidor elaborado por el INDEC.

En diciembre del 2016, el Banco Central publicó sus objetivos y planes de política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2017, fijando como principal instrumento de política monetaria desde el 1 de enero de 2017 la tasa de interés central del corredor de pases (activos y pasivos) en pesos a 7 días de plazo. En diciembre y hasta mediados de enero de 2017, el centro del corredor se mantuvo en 24,75%, es decir, igual que la tasa de LEBACS.

Gráfico 5.1: Tasa de interés de Lebac a 35 días, BLADAR y Plazos fijos en pesos⁴⁶



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Para normalizar el funcionamiento del sistema financiero y fortalecer los canales de transmisión de la política monetaria, a fines de 2015, junto con la eliminación del “cepo” cambiario, el BCRA también eliminó los límites a las tasas de interés de los depósitos y los préstamos, dejando que estas operaciones se pacten libremente entre las entidades financieras y sus clientes. Desde entonces, los cambios en la tasa de interés de política del BCRA comenzaron a trasladarse, parcialmente y con cierto rezago, a las tasas de interés activas y pasivas de las entidades financieras.

Las tasas de más corto plazo de los mercados interfinancieros siguieron a lo largo del 2016, la trayectoria de las tasas de referencia, ubicándose dentro del corredor de pases.

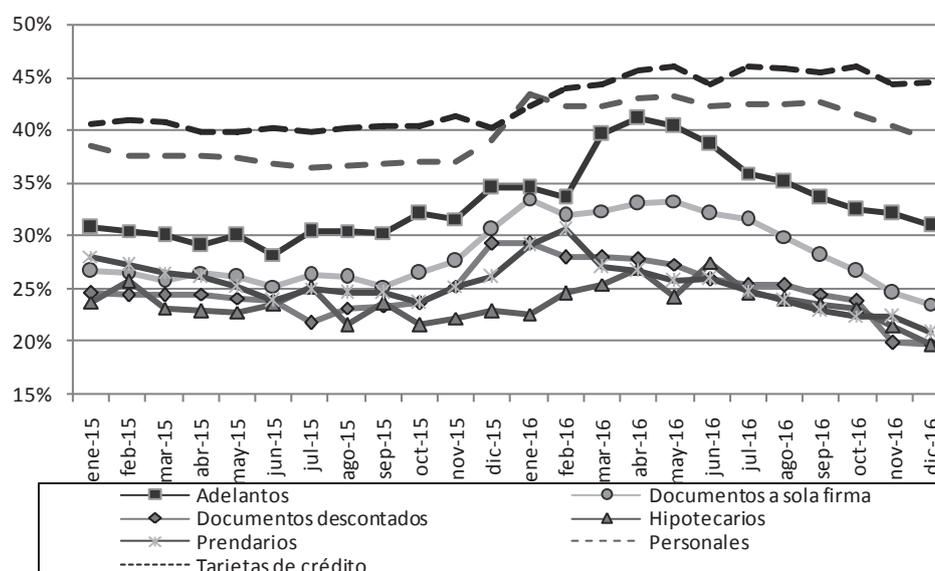
En el caso de las tasas activas, como se presenta en el Gráfico 5.2, el traslado de la tasa de política monetaria del BCRA fue más marcado para los adelantos de corto plazo, mientras que para el resto de las tasas activas fue menor. La tasa de adelantos pasó de 34,52% a inicios del 2016, a un máximo de 41,09% en abril (+6 p.p.), para luego comenzar a descender hasta llegar a fin de año al 30,99%. En el caso de las tasas de interés activas destinadas al financiamiento de familias, como los préstamos personales, debe tenerse en cuenta que a partir de septiembre de 2016, por disposición del BCRA las entidades financieras no pueden cobrar comisiones por seguros de vida sobre las nuevas financiaciones que otorguen⁴⁷; por consiguiente, la disminución de su costo financiero total resultó más pronunciada que la que puede observarse en la tasa de interés. Por otra parte, la tasa de interés correspondiente a los créditos prendarios presentó una trayectoria descendiente desde marzo del 2016, pasando de 30,61% en febrero a un 20,82% en diciembre. La tasa de interés de los créditos hipotecarios, se mantuvo en ascenso durante el primer semestre del año, alcanzando un máximo de 27,51% en junio, a partir del segundo semestre comenzaron a descender, llegando en diciembre a un 19,70%. Este descenso fue producto de las diferentes políticas dirigidas a promover el acceso a la vivienda y proteger el ahorro, como la designación por parte del BCRA de la UVI (Unidad de Vivienda) a partir de septiembre como el instrumento para actualizar préstamos hipotecarios y depósitos en base al Índice del Costo de la Construcción que publica el INDEC.

⁴⁶ Tasas de interés promedio ponderado por el monto operado.

⁴⁷ Ver Comunicación “A” 5928-

En lo que respecta a las tasas de interés asociadas al financiamiento de la actividad comercial, la aplicada sobre los préstamos otorgados mediante documentos a sola firma alcanzó su máximo en el mes de mayo, 33,31%, para luego descender a un 23,57% hacia diciembre. Por su parte, la tasa de interés de los documentos descontados se mantuvo prácticamente sin cambios en los primeros meses del año, y luego, a partir de mayo comenzó su descenso, pasando de 27,34% en este mes, hasta alcanzar un 19,78% en diciembre del 2016.

Gráfico 5.2: Tasas de interés activas al sector privado por préstamos en pesos⁴⁸



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

5.2.2. Préstamos y depósitos bancarios

Durante el primer semestre del 2016, los depósitos del sector privado en moneda nacional y extranjera, como se observa en el Gráfico 5.3, mostraron mes a mes una desaceleración en el aumento mensual, pasaron de crecer un 5% en enero a presentar un estancamiento en términos nominales en abril y caer en mayo (-0,2%). Este comportamiento de los depósitos durante el primer semestre estaría asociado a la ampliación que experimentó el margen entre las tasas de interés que devengaba la LEBAC de menor plazo y la pagada por los plazos fijos mayoristas. Luego, a partir de junio se revierte la situación y comienzan a crecer a una tasa mensual promedio cercana al 4%, logrando un crecimiento nominal durante el segundo semestre de \$328.000 millones. De esta forma, los depósitos finalizaron el 2016 con un crecimiento interanual acumulado del 41% en términos nominales, lo que significa un crecimiento de 1 p.p. en términos reales⁴⁹.

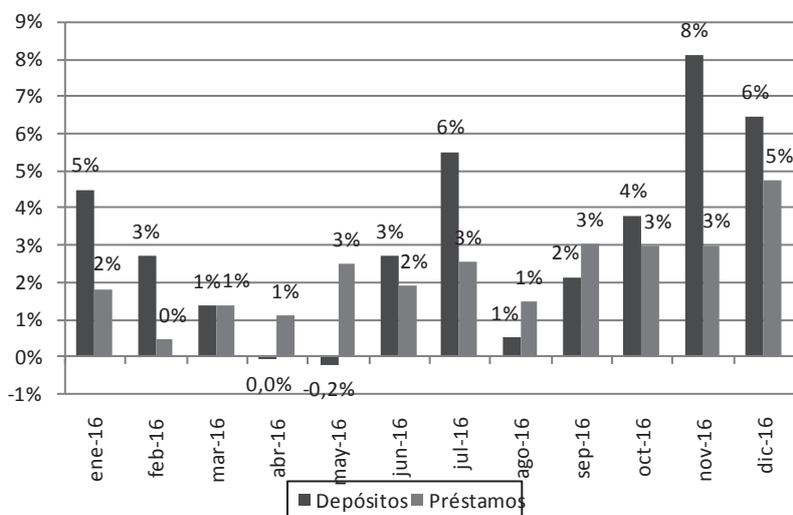
En lo que respecta a los préstamos totales al sector privado (en moneda nacional y extranjera), durante el primer semestre se expandieron a una tasa mensual promedio del 1,2%, y el ritmo de expansión interanual se mantuvo en continuo descenso. De acuerdo al BCRA, durante el segundo semestre del año, el total de préstamos al sector privado mostró una sostenida tendencia creciente en términos nominales y reales, revirtiendo parte de la caída en términos reales registrada durante el primer semestre, incrementándose a una tasa mensual promedio del 2,5%. Sin embargo, esto no fue suficiente y los préstamos finalizaron el 2016 con un crecimiento interanual acumulado del 32% en términos nominales, es decir, una caída en de 8 p.p. en términos reales⁵⁰.

⁴⁸ Tasas de interés promedio ponderado por el monto operado.

⁴⁹ Considerando una inflación anual del 40% que surge del IPC Empalme IIE.

⁵⁰ Considerando una inflación anual del 40% que surge del IPC Empalme IIE.

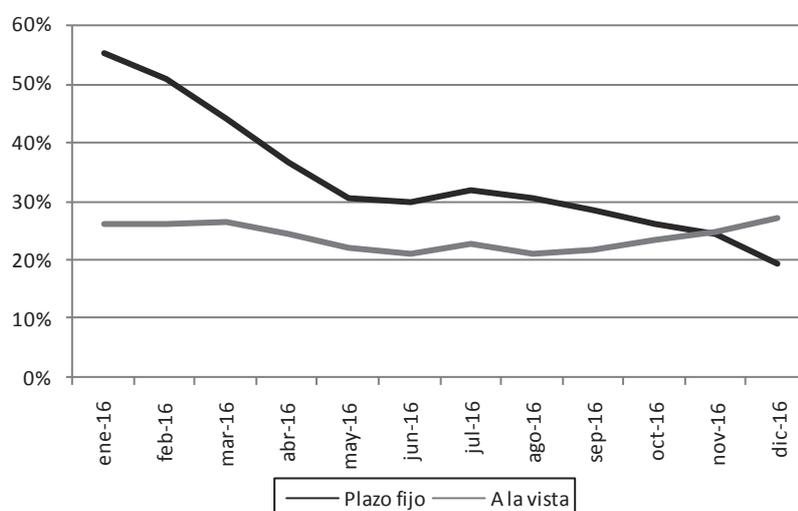
Gráfico 5.3: Variación mensual de los depósitos y préstamos (en moneda nacional y extranjera) del sector privado no financiero



Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Desde comienzos del año 2016, debido a la política monetaria de sesgo contractivo con tasas de interés positivas en términos reales, la mejora de los rendimientos de las LEBAC y de los depósitos a plazo fijo propició el fortalecimiento del ahorro en pesos.

En el Gráfico 5.4, se aprecia que tanto los depósitos a la vista como los depósitos a plazo disminuyeron a lo largo del año su tasa de crecimiento interanual, pasando de crecer en enero a un ritmo del 26% los depósitos a la vista y del 55% los depósitos a plazo, a un ritmo en agosto del 21% los a la vista, cuando estos revirtieron dicho comportamiento, y del 19% en diciembre los depósitos a plazo. El hecho de que los depósitos a plazo hayan disminuido de forma continua su ritmo de crecimiento interanual, se debió a que desde comienzos del año 2016, la política monetaria mantuvo un sesgo contractivo con tasas de interés positivas en términos reales de las LEBAC. De esta forma, se propició el ahorro en pesos a través de la sustitución de instrumentos, depósitos a plazos por colocaciones en LEBAC. De acuerdo al BCRA, si se consideran de forma conjunta, estos dos últimos instrumentos de ahorro en pesos registraron un aumento del 57,9% durante 2016.

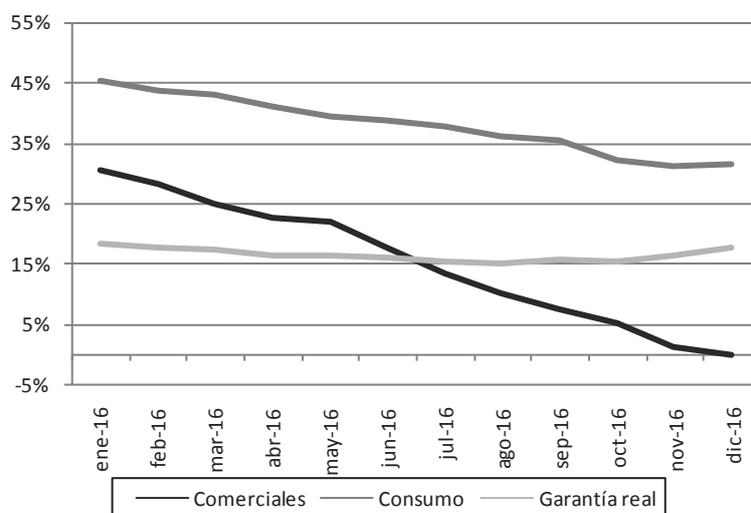
Gráfico 5.4: Variación interanual de los depósitos en moneda nacional del sector privado no financiero por categoría⁵¹

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

En lo que respecta a los préstamos en pesos al sector privado no financiero, como se observa en el Gráfico 5.5 a lo largo de 2016 desaceleraron su ritmo de crecimiento interanual en casi todas las categorías, excepto los de garantía real que revirtieron su tasa de variación interanual a partir del segundo semestre. Esta desaceleración resultó más marcada en el caso de las líneas con destino esencialmente comercial, que pasaron de crecer en torno a 31% en enero, a decrecer en diciembre, con una tasa de -0,1%. En cuanto a las líneas orientadas a financiar el consumo de los hogares, pasaron de crecer a un ritmo del 45% a uno en torno a 32% en diciembre. Y por último, los préstamos con garantía real tuvieron un comportamiento diferenciado en la primera parte del año y la segunda, disminuyeron su ritmo de crecimiento interanual de 19% en enero a 15% agosto para luego comenzar a acelerar el ritmo y alcanzar una tasa en torno a 18% en diciembre. En particular, los préstamos hipotecarios denominados en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) fueron los que mostraron un mayor dinamismo en los últimos meses del año. Sin embargo, si se considera una inflación acumulada anual del 40%⁵², tanto los préstamos comerciales, como los de garantía real y consumo, presentaron caídas en términos reales en torno a 26 p.p., 23 p.p. y 2 p.p. respectivamente.

⁵¹ Promedio mensual de saldos diarios.

⁵² Se utilizó el IPC Empalme IIE: surge del empalme entre la serie del INDEC representativa del Gran Buenos Aires (discontinuada) hasta enero 2007 con (a partir de febrero de 2007) la variación porcentual del índice de precios al consumidor de la provincia de San Luis. A partir de mayo del 2016 nuevamente se aplican al índice las variaciones del índice de precios al consumidor elaborado por el INDEC.

Gráfico 5.5: Variación interanual de los préstamos en moneda nacional al sector privado no financiero⁵³

Fuente: IIE sobre la base de BCRA.

Por último, cabe mencionar el comportamiento que presentaron a lo largo del 2016 los préstamos al sector privado no financiero denominados en moneda extranjera. Después de la caída en el volumen del financiamiento en moneda extranjera al Sector Privado en los últimos años como consecuencia del cepo cambiario establecido a fines del año 2011, a lo largo de 2016 se presenta un importante dinamismo en el mismo. Los préstamos al sector privado en moneda extranjera se duplicaron durante el primer semestre del 2016, creciendo a una tasa mensual promedio del 9%, luego, durante el segundo semestre alcanzaron un crecimiento del 50%, con una tasa de crecimiento mensual promedio del 5%. De esta forma, el stock de préstamos en moneda extranjera finalizó el 2016 triplicando su valor inicial, con un saldo a diciembre de US\$9.142 millones. Desagregando por tipo de préstamo, los que mostraron mayor dinamismo fueron los prendarios y adelantos, que terminaron el año con saldos que superan por 6 y 15 veces sus valores de comienzo del 2016.

5.3. Mercado de Capitales

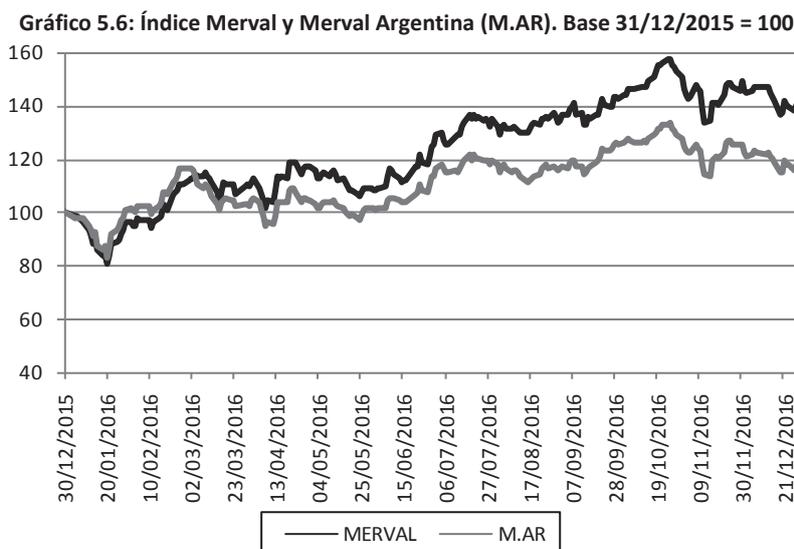
El año 2016 no fue un año más en el mercado de capitales. Tanto en el plano internacional como en el plano local sucedieron hechos de relevancia que produjeron volatilidad en los activos financieros. Solo por enumerar algunos, a principios de año la incertidumbre de la economía China generó derrumbes en las bolsas, fue el peor comienzo de año de la historia en Wall Street, el Brexit, la suba de la tasa de interés de referencia de la FED, la victoria de Donald Trump, la destitución de la presidenta Dilma Rouseff, entre otros.

En lo que refiere a la coyuntura local, en el mes de abril el país regresa nuevamente al mercado financiero internacional con una emisión de US\$16.000 millones⁵⁴ utilizada para pagar a los *holdouts* y ponerle fin al default de la deuda argentina, el BCRA adopta un sistema de metas inflación, se pone en marcha la Ley de Sinceramiento Fiscal, entre otros.

En medio estos sucesos, los activos financieros argentinos mostraron volatilidad, pero sin perder la tendencia alcista de fondo que mantiene la bolsa argentina desde mediados del año 2013 tanto en lo que refiere a acciones como a bonos. En el Gráfico 5.6 se presentan los dos índices de referencia del mercado accionario argentino.

⁵³ Promedio mensual de saldos diarios.

⁵⁴ Según anunciado en conferencia de prensa por el Ministro de Hacienda y Finanzas Públicas del momento, Alfonso Prat Gay, las ofertas alcanzaron la módica suma de US\$67 mil millones.



Fuente: IIE sobre la base de Yahoo Finance.

El Merval y M.AR tuvieron un crecimiento de 44,9% y 21,8% respectivamente. La diferencia entre ambos estuvo explicada casi en su totalidad por la importante suba registrada por Petróleo Brasileiro SA con un imponente 175,8%. De ahí que el mercado local, con ayuda de la brasilera, logró ser refugio de valor ganándole tanto a la inflación como a la devaluación. El M.AR estuvo en consonancia con la devaluación pero perdió con la inflación. Estos rendimientos fueron acompañados por un 30% de volatilidad⁵⁵ en el caso del primero y del 27% para el segundo. Ambos índices alcanzaron sus máximos históricos en el mes de octubre.

Estas alzas se vieron avaladas por un incremento del volumen negociado. En 2015, se habían negociado diariamente en promedio \$190 millones, mientras que en 2016 se incrementó un 49% alcanzando los \$284 millones. Aunque es bien recibido, sigue siendo bajo en relación a años anteriores como así también en comparación con otros países de la región.

El mayor interés por el mercado de acciones hace que empresas consideren abrir su capital. En el año 2016 dos empresas nuevas se listaron en la bolsa local, Banco Supervielle y Havana Holding SA.

Una mención especial merece la posible inclusión del país en el índice de mercados emergentes de Morgan Stanley Capital International (MSCI). Esta entidad clasifica a los países en 3 categorías: mercados desarrollados, emergentes y de frontera, teniendo en cuenta 3 factores: desarrollo económico, tamaño y liquidez del mercado de capitales, y nivel de acceso para el inversor extranjero. Argentina fue bajada a la categoría de mercado de frontera en el año 2009, producto de las continuas restricciones al flujo de capitales en el mercado. Esto provocó una fuerte caída en el volumen negociado, pasando de US\$25 millones promedio diario en 2007-2008 a la mitad en los dos años subsiguientes⁵⁶.

En junio de 2016, MSCI expresó que el país fue incluido en la lista de revisión con potencial de reclasificación al estatus de mercado emergente. Esta decisión producto de que el BCRA eliminara las múltiples restricciones cambiarias y relajara el control de capitales. Citando tal reporte, *“estos cambios han resultado, entre otras cosas: (1) tipo de cambio flexible, (2) eliminación de encajes y límites mensuales a la repatriación de capitales en el mercado de renta variable y, (3) una reducción significativa en el período obligatorio para mantener las inversiones. Consecuentemente, el mercado de renta variable argentino cumple con la mayoría de los criterios de accesibilidad para mercado emergente”*.

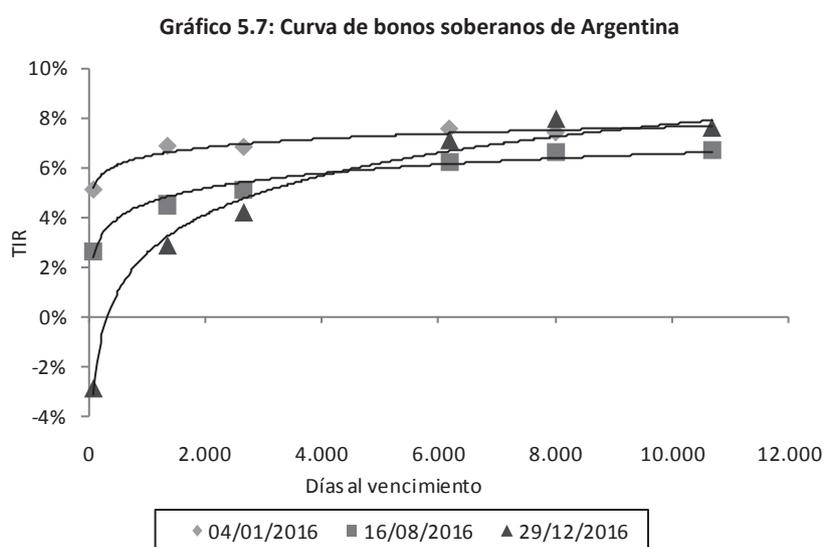
⁵⁵ La volatilidad anualizada fue calculada como la desviación estándar de los rendimientos logarítmicos multiplicado por la raíz cuadrada de 252.

⁵⁶ También este flujo se vio mermado producto de la crisis financiera internacional 2008-2009.

De materializarse, es una excelente noticia para todos los participantes del mercado, generando una demanda cuantiosa por activos locales. Aun así es un proceso que dura, en general, 24 meses. Desde el anuncio de puesta en revisión, hasta el anuncio de inclusión en el mismo suele pasar un año, mientras que hay que esperar otros 12 meses hasta su puesta en práctica. Por lo tanto, de no mediar algún sobresalto, en junio de 2018 el país podría formar parte de tal índice.

Para sentar una referencia, el último país que fue recategorizado a emergente fue Qatar en el año 2013. Desde el anuncio de su inclusión, el índice de referencia tuvo un rally de 50%, medido en dólares, hasta el año siguiente en que se concretó la inclusión y el volumen negociado aumentó un 160% de un año a otro.

El dinamismo comentado anteriormente no fue excepción en el mercado de bonos locales. En la primera mitad de año producto de la expectativa de arreglo con los holdouts y en la segunda mitad producto de la expectativa generada por las elecciones en EEUU sumado a las decisiones de la FED a cerca de su tasa de referencia, la curva de bonos soberanas tuvo vaivenes interesantes (ver Gráfico 5.7)



A principios de año la curva soberana de bonos en dólares bajo Ley local se mantenía bastante plana. Luego del arreglo con los fondos que mantenían deuda en default, los bonos argentinos tuvieron un *rally* interesante comprimiendo entre 100 y 250 puntos básicos depende la *duration*. Esta ganancia de capital por parte de los inversores y baja en el costo de financiamiento del país se vio perturbada por tomas de ganancias parciales y un aumento, lento pero constante, de la probabilidad de una victoria de Trump en EEUU. Una vez materializada esta, hacia finales de año hubo una rotación de activos por parte de los inversores desde la parte larga de la curva hacia el tramo corto y medio, buscando una menor exposición y mayor resguardo. De ahí la forma de la curva a fines de 2016.

Poniendo el foco en los rendimientos, los índices de bonos construidos por el Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC)⁵⁷ son útiles para analizarlo de manera agregada. En la Tabla 5.1 se presenta la performance del año 2016.

Tabla 5.1: Rendimientos en 2016

		en \$	en USD
Índice Bonos IAMC		33%	10%
en \$	cortos	29%	6%
	largos	41%	17%

⁵⁷ El IAMC construye carteras de bonos representativas para cada clase de bono existente de acuerdo a su moneda y a su plazo. El lector curioso puede revisar la metodología de los mismos en <http://www.iamc.com.ar/metodologiaiamc/>

en US\$	cortos	29%	6%
	largos	34%	11%

Fuente: IIE sobre la base de IAMC.

Un inversor que haya tenido una cartera diversificada de bonos argentinos, obtuvo un rendimiento del 33% medido en pesos. Considerando una devaluación del 21% para el mismo período, la tasa en dólares se acerca al 10%. Por su parte, los bonos largos en pesos, principalmente aquellos que ajustan su capital por el Coeficiente de Estabilidad de Referencia (CER), al igual que en 2015, fueron los que mayor satisfacción le dieron al inversor rindiendo 41% en pesos o 17% en dólares. Por debajo de estos se posicionan, los bonos largos en dólares y los bonos cortos tanto en pesos como en dólares.

Una mención aparte merecen las Letras del Banco Central (Lebacs), que se convirtieron en el activo de moda a lo largo del año, producto de la política monetaria restrictiva llevada a cabo por el BCRA. Este activo tuvo un rendimiento del 35% para una persona que haya *rolleado*⁵⁸ cada 35 días su posición. Dado que es una opción de inversión sencilla y similar al plazo fijo, se popularizó entre los inversores minoristas, que obtenían una tasa de interés considerablemente mayor por este activo⁵⁹.

Cabe remarcar que, quien decidió invertir en bonos obtuvo una ganancia en dólares, cualquiera haya sido su posicionamiento. En relación a la inflación solo los bonos cortos en pesos no lograron superarla.

Por último, entre los hitos importantes referidos a la deuda Argentina, el gobierno de turno optó también por emisión de bonos en pesos a tasa fija, un instrumento de financiamiento ausente en los últimos años en el mercado. De esta manera los agentes económicos pueden tener una mayor previsibilidad sobre el valor de la moneda a un mayor plazo. A su vez, en los primeros días de 2017, J.P. Morgan, incluyó estos bonos en el GBI-EM, que es un índice de bonos de deuda emitidos en moneda local de cada país. Esta inclusión llega luego de la decisión del gobierno de eliminar la restricción existente por la cual era obligatorio mantener los capitales por 120 días.

⁵⁸ Las Lebacs, son títulos de deuda emitidos por el BCRA que se licitan todas los días martes. Se emiten a diferentes plazos, siendo siempre el de 35 días el menor, y cuya tasa fue tomada como referencia para la política monetaria.

⁵⁹ Comparando la tasa de las Lebacs con la Badlar, en febrero existía un *spread* de casi 1100 puntos básicos. Tal diferencia cerró el año en torno a los 500 pb.

