

Título I: Argentina

Capítulo 5: Sector financiero argentino 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 2017 fue altamente dinámico. Ante las políticas fijadas por el Banco Central en la 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 año 2017.

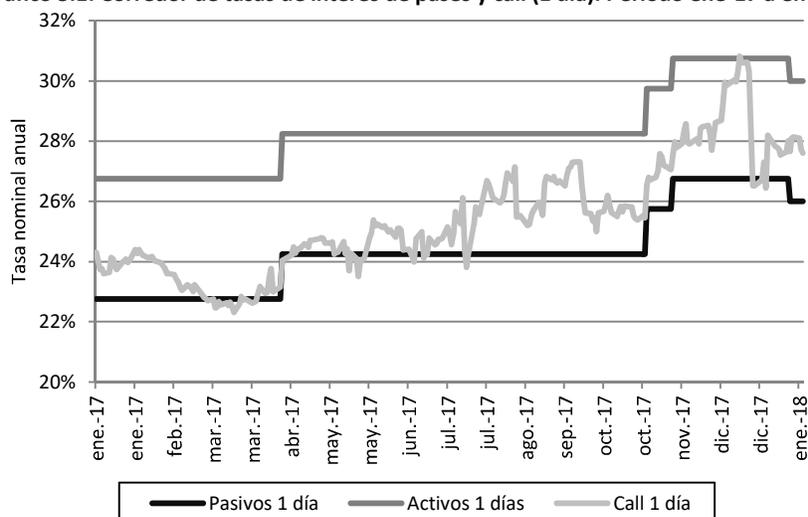
5.2. Sector financiero

5.2.1. Tasas de interés

A lo largo de 2017, la política monetaria que mantuvo el Banco Central de la República Argentina, caracterizada por contar con un claro sesgo contractivo, estuvo ligada al cumplimiento del objetivo de metas de inflación que lleva adelante desde el año 2016.

El incremento de la inflación general mensual y la persistencia de la inflación núcleo en los primeros meses del año 2017 llevaron al Banco Central a aumentar el sesgo contractivo de la política monetaria, incrementando en tres oportunidades la tasa de política y operando activamente en el mercado secundario de LEBAC³² para elevar las tasas de interés de estos instrumentos. De esta manera, la autoridad monetaria incrementó en 150 puntos básicos la tasa de interés de política (el centro del corredor de pases a 7 días) en abril, otros 150 puntos básicos en octubre y 100 puntos básicos adicionales en noviembre, tal como se observa en el Gráfico 5.1. De esta forma, la tasa de política pasó de 24,75% anual el marzo a 28,75% anual en diciembre, lo que llevó a aumentar la tasa de interés real.

³² Las Letras del Banco Central (LEBAC) son títulos de deuda a corto plazo emitidos por el BCRA que se licitan el día previo al tercer miércoles de cada mes. Se emiten a diferentes plazos, siendo el correspondiente a 35 días el menor plazo y cuya tasa fue tomada como referencia en 2016 para la política monetaria.

Gráfico 5.1: Corredor de tasas de interés de pasivos y call (1 día). Periodo ene-17 a ene-18

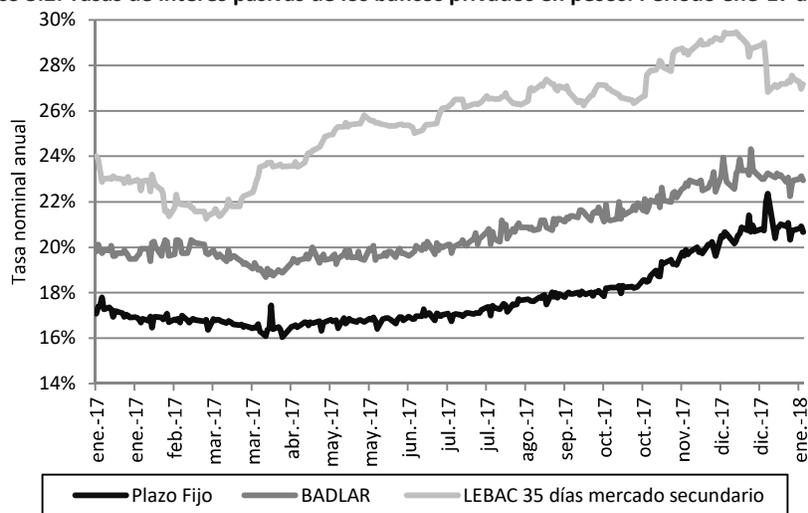
Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Cabe destacar que ante el desvío de las metas de inflación observado durante el año 2017, además de haberse incrementado el sesgo contractivo de la política monetaria, a comienzos de 2018 se anunció un diferimiento de la meta de 5 puntos porcentuales respecto del sendero anunciado originalmente -que planteaba una inflación objetivo en 2018 de 10% \pm 2 p.p.- para quedar definida la meta en 15% anual. Las tasas registradas hasta dicho diferimiento eran acordes con el objetivo de alcanzar las metas de inflación previstas originalmente, pero a partir del cambio, el Banco Central decidió el 9 de enero de 2018 una reducción de su tasa de política monetaria en 75 p.p. para llevarla a 28% anual. Esta baja de la tasa de interés de referencia evita que se incremente la tasa de interés real, y por ende, el sesgo contractivo de la política monetaria. En tanto, las tasas de LEBAC también se acomodaron a la nueva trayectoria de la inflación objetivo, mostrando una caída en el mercado secundario entre 2 y 3 p.p., según el plazo.

De forma complementaria al manejo de la tasa de interés de política, el Banco Central afectó a lo largo del año 2017 las condiciones de liquidez del mercado secundario de LEBAC mediante operaciones de mercado abierto, con el objeto de reforzar la transmisión de su tasa de interés de política al resto de las tasas de interés de la economía. Si bien en el primer trimestre del año, la tasa de LEBAC a 35 días cayó 100 puntos básicos respecto a los valores de enero, a partir de abril, esta aumentó casi 7 p.p. hasta alcanzar en diciembre un promedio mensual de 28,9%, tal como se observa en el Gráfico 5.2.

Adicionalmente, en un contexto en el que el otorgamiento de los préstamos al sector privado superó al crecimiento de los depósitos, la liquidez de las entidades financieras en el segmento en moneda doméstica disminuyó, lo cual también ayudó a reforzar el mecanismo de transmisión de la tasa de política a las tasas de interés pasivas del sistema financiero. En este marco, las tasas de interés siguieron la suba de la tasa de política monetaria y de las LEBAC y se mantuvieron acotadas dentro del corredor de pasivos (principalmente a partir de julio).

En particular, las tasas de interés de los depósitos comenzaron a incrementarse levemente a partir de abril, aumentando su ritmo de crecimiento a medida que transcurría el año 2017. En el segmento mayorista, la tasa BADLAR de bancos privados aumentó 3,7 p.p. desde marzo hasta alcanzar un promedio mensual de 23,2% en diciembre. En tanto en el segmento minorista, la suba de interés de los depósitos de plazo fijo fue de 4,2 p.p. en el mismo lapso, para cerrar diciembre con un promedio mensual de 20,8%.

Gráfico 5.2: Tasas de interés pasivas de los bancos privados en pesos. Periodo ene-17 a ene-18

Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Por su parte, las tasas activas en pesos evidenciaron un comportamiento mixto a lo largo del año 2017, tal como se observa en el Gráfico 5.3. A partir del cuarto mes de dicho año, aumentaron las tasas de interés de los adelantos, documentos a sola firma, personales, documentos descontados y tarjetas de crédito, mientras que por el contrario, las tasas de garantía real disminuyeron en el periodo considerado.

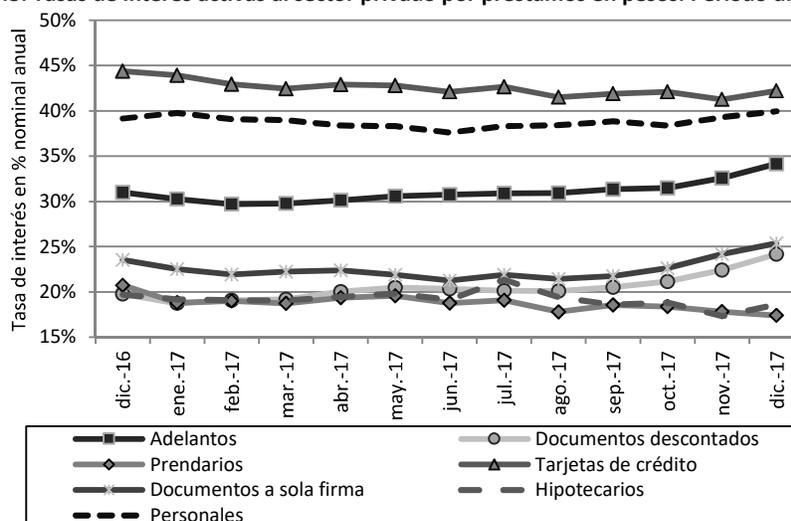
Las tasas de interés por financiamiento a empresas se incrementaron en magnitudes similares a las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo, aunque las subas se concentraron principalmente en el último trimestre del año. Así, las tasas de interés mensuales promedio de los adelantos en cuenta corriente, de documentos a sola firma y documentos descontados registraron subas de 4,4 p.p., 3,1 p.p. y 5 p.p. entre marzo y diciembre, respectivamente. De esta manera, hacia fines del año 2017, la tasa de adelantos en cuenta corriente cerró en 34,1% anual, mientras que las tasas de documentos a sola firma y documentos descontados alcanzaron el 25,4% anual y 24,2% anual respectivamente.

En cuanto a las tasas de interés por préstamos asociados al consumo de las familias, el aumento de estas se dio en menor magnitud que las descritas anteriormente. El costo del financiamiento de los préstamos personales se incrementó 1 p.p. en el mismo lapso (hasta 40% anual en diciembre), en tanto las tasas de tarjetas de crédito se mantuvieron prácticamente estables (42,2% anual el diciembre).

Finalmente, tanto la tasa de interés correspondiente a créditos prendarios como a hipotecarios cayeron hacia fines de 2017. El costo de los préstamos prendarios retrocedió 1,3 p.p. entre marzo y diciembre hasta alcanzar 17,4% anual a fin de año. En línea con lo anterior, la tasa de préstamos hipotecarios, varió de 19,20% a 18,61% en el periodo enero-diciembre del año 2017. Este descenso fue producto de las diferentes políticas dirigidas a promover el acceso a la vivienda y proteger el ahorro, así como la utilización de la UVA (Unidad de Valor Adquisitivo) como instrumento para actualizar los préstamos hipotecarios y depósitos.

Cabe destacar que las tasas de los préstamos ajustados por UVA también mostraron comportamientos heterogéneos, con el costo de los créditos hipotecarios y prendarios prácticamente sin cambios entre marzo y diciembre de 2017, cerrando el año en torno a 5% y 10% anual, respectivamente. En el caso de los préstamos personales indexados por esta medida, las tasas subieron 1,7 p.p. en el mismo lapso hasta alcanzare 10% anual en el último mes de 2017.

Gráfico 5.3: Tasas de interés activas al sector privado por préstamos en pesos. Periodo dic-16 a dic-17



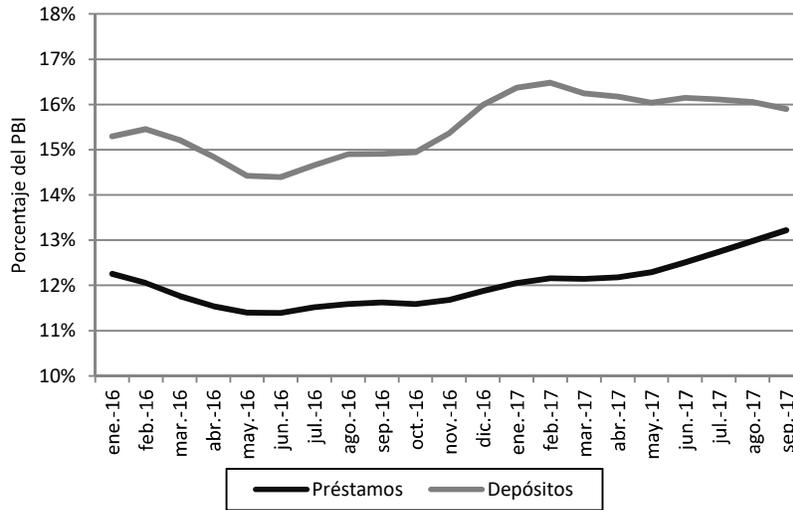
Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina (BCRA).

5.2.2. Préstamos y depósitos bancarios

Dado el contexto de desinflación y crecimiento económico, el crédito bancario se expande a tasas relativamente elevadas comenzado a recuperar profundidad en términos del PBI y el financiamiento al sector privado cobra dinamismo. Esta dinámica no se verifica en el caso de los depósitos del sector privado, debido en parte a los efectos de una amplia liquidez existente en el sistema financiero. La autoridad monetaria espera, sin embargo, que el ahorro canalizado a través de los bancos gane impulso dada la mayor demanda de fondeo propiciada por el crecimiento del crédito.

Dada la configuración macroeconómica de la segunda mitad del año 2017, la actividad de intermediación de los bancos mostró una mejora con respecto al primer semestre. En los últimos meses de 2017 el financiamiento total al sector privado creció con fuerza. Su ratio con respecto al PBI subió más de 1 p.p. en un año hasta 13,2%. Por su parte, los depósitos de las empresas y familias en términos del PBI se redujeron levemente en los últimos meses, hasta 15,9%.

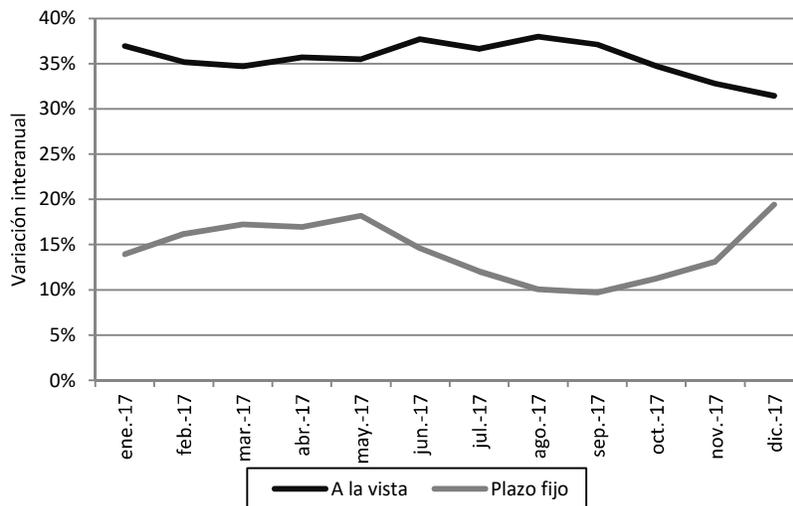
Gráfico 5.4: Stock de préstamos y depósitos del sector privado como porcentaje del PBI. Periodo ene-16 a sep-17



Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina (BCRA).

En el Gráfico 5.5 se ilustra el desempeño de los depósitos a la vista y de plazo fijo en pesos en términos nominales a lo largo de 2017 en relación a los valores alcanzados en el año anterior. En términos nominales, las colocaciones a la vista, que comprenden principalmente los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorro, presentaron un aumento acumulado del 35,4% hacia el mes de diciembre, mientras que los depósitos a plazo fijo, por el contrario, lo hicieron a una tasa menor (14,3%). En la misma línea, los depósitos a la vista mostraron un buen desempeño en 2017, con un aumento mensual del 0,7% en términos reales sin estacionalidad, frente a los depósitos de plazo fijo que prácticamente se mantuvieron estancados en el año.

Gráfico 5.5: Variación interanual de los depósitos en moneda nacional del sector privado no financiero por categoría. Periodo ene-17 a dic-17



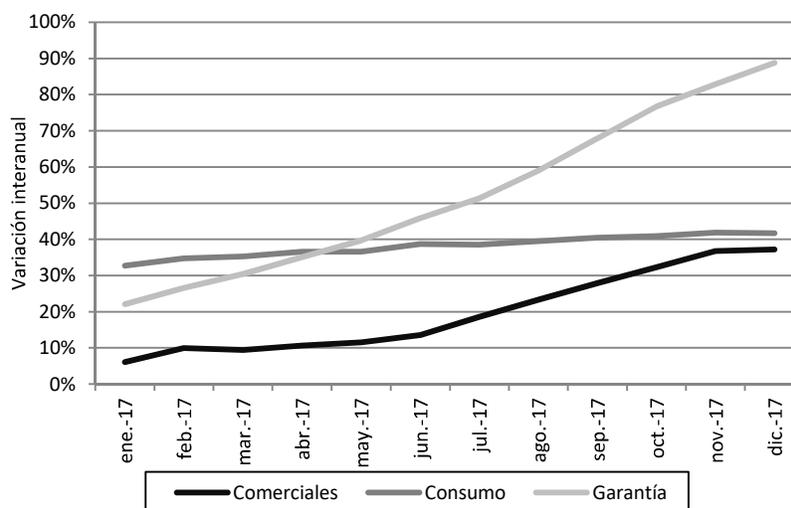
Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina (BCRA).

En lo que respecta a los préstamos en moneda nacional del sector privado no financiero, presentados en el Gráfico 5.6, se observa que la tendencia que marcó el rumbo de los créditos en

2017 fue creciente, lo cual difiere considerablemente a la del año 2016, periodo en el que desaceleraron su ritmo de crecimiento interanual. Desde principios de 2017, y con mayor intensidad en los últimos meses, el financiamiento bancario al sector privado ha venido creciendo en términos reales de forma significativa e ininterrumpida. Todas las líneas de crédito presentaron una evolución positiva ajustada por inflación, destacándose el segmento con garantía real (mayormente préstamos hipotecarios) y el comercial (principalmente prefinanciaciones a la exportación). Esto se dio en un contexto en el que las tasas de interés activas operadas se redujeron.

Los créditos con destino esencialmente comercial, que comprenden los adelantos, documentos y otros, crecieron a un ritmo creciente a lo largo del periodo analizado y en los últimos doce meses acumularon un crecimiento interanual del 19,9% en términos nominales. Por otro lado, los préstamos orientados al consumo, como son los créditos personales y las tarjetas de crédito, crecieron un 38,3% durante 2017 mientras que los préstamos de garantía real fueron el instrumento con mayor protagonismo durante el periodo bajo análisis. Tal como se observa en el Gráfico 5.6, el ritmo de crecimiento de los créditos hipotecarios y prendarios se mantuvo en aumento en cada uno de los meses, acumulando durante 2017 un crecimiento del 53,2% en términos nominales. Dicho comportamiento sin precedentes en la historia reciente del país estuvo motivado principalmente por el dinamismo que presentaron los créditos hipotecarios denominados en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) durante el periodo analizado.

Gráfico 5.6: Variación anual de los préstamos en moneda nacional al sector privado no financiero por categoría. Periodo ene-17 a dic-17



Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina (BCRA).

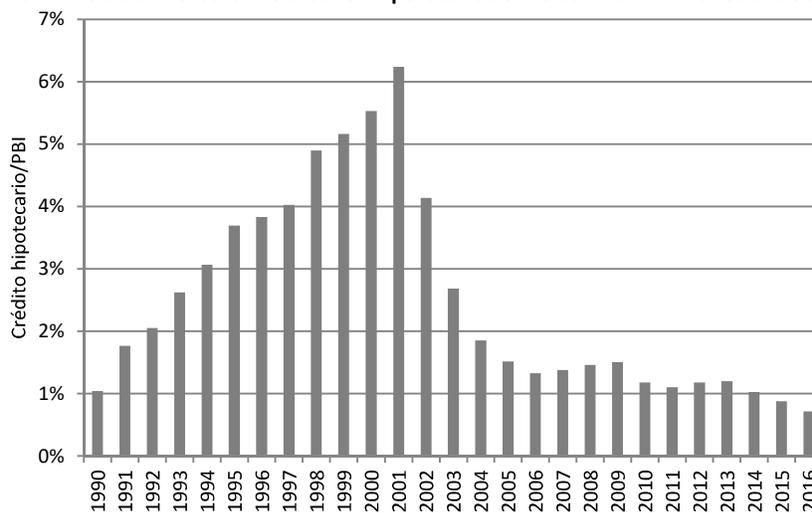
5.2.2.1. Créditos hipotecarios

La evolución del crédito hipotecario en relación al Producto Bruto Interno (PBI) no ha sido estable a lo largo de la historia de nuestro país, tal como se observa en el Gráfico 5.7 donde se ilustra dicha relación desde el año 1990 hasta la actualidad. En este se resalta que durante la década de 1990, los créditos hipotecarios crecieron de manera sostenida; mientras que en 1990 estos representaban un 1,0% del PBI, hacia el año 2001 lograron superar el 6% del producto, registrando un máximo del 6,2% en este año.

Sin embargo, a partir de la crisis que atravesó Argentina en 2001 esta tendencia de crecimiento se revierte y a partir del año 2004, la relación crédito hipotecario/PBI se ubicó por debajo del 2%. La caída se convierte más evidente en los últimos años cuando en 2015, los préstamos

hipotecarios representaron menos del 1% del producto, alcanzando la menor proporción de los 27 años considerados para este análisis en el año 2016 (0,7%).

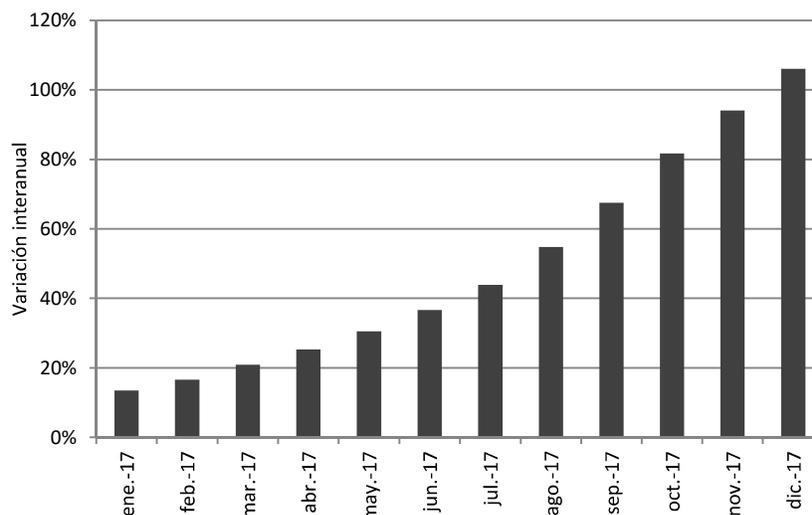
Gráfico 5.7: Evolución del stock de créditos hipotecarios en relación al PBI. Periodo 1990 a 2016



Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina (BCRA) y Banco Mundial.

El bajo nivel de endeudamiento de las familias sumado a las necesidades habitacionales existentes y a la implementación de diversa políticas por parte del BCRA, explicaron gran parte del desempeño de las líneas hipotecarias. A partir de la implementación y promoción de los créditos hipotecarios denominados en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA) a partir de 2017, el ritmo de crecimiento de las hipotecas otorgadas por diferentes instituciones bancarias del país aumentó considerablemente.

En el Gráfico 5.8 se ilustra la evolución de los préstamos en cuestión (en pesos y dólares) al sector privado durante el año 2017 y en este se puede observar que la tasa de crecimiento aumentó en cada uno de los meses del periodo considerado. En el mes de enero el stock de estos préstamos alcanzaban un total de 64.087 millones de pesos, lo que significó un aumento del 13,5% respecto a los valores de 2016 (56.479 millones de pesos). Hacia diciembre de 2017, el monto de préstamos ascendió a 126.301 millones de pesos, alcanzando un crecimiento interanual del 106,7% respecto a los valores de 2016.

Gráfico 5.8: Variación interanual de los créditos hipotecarios en moneda nacional y extranjera al sector privado. Periodo ene-17 a dic-17

Fuente: IIE sobre la base de Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Recuadro 5.1: Criptomonedas como activos financieros

Las criptomonedas fueron a nivel internacional uno de los activos más destacados durante 2017; Bitcoin, la criptomoneda más importante en términos de su capitalización, pasó de valer US\$968 por unidad a fines de 2016 a US\$12.653 en el cierre del año 2017, consolidando un aumento de más de 1.200% en un año. Este comportamiento de Bitcoin y otras criptomonedas existentes en el mercado llamó la atención de los inversores y analistas alrededor del globo que comenzaron a estudiar el fenómeno.

¿Qué son las criptomonedas?

Las criptomonedas constituyen intentos de reemplazar al dinero; al ser formas nativas del “mundo digital”, estas pueden operar sobre todas las transacciones de la economía real y no solo de un sector específico, una vez reconocidas en este ámbito. Estas operan en base a sistemas digitales de valuación, almacenamiento y transacción; el término *cripto* hace referencia a que los sistemas que utilizan encriptan las operaciones mediante un código matemático.

El mercado de las criptomonedas

El valor de las criptomonedas se determina por la interacción de la oferta y la demanda; al no contar con intermediarios directos, su precio se fija en el mercado. Además, las criptomonedas son de libre acceso y no requieren identificación para participar en la red.

Estas características, junto con la falta de regulación del mercado, la complejidad inherente al intercambio de criptomonedas y el difícil seguimiento de sus operaciones, llevan a que el uso de este tipo de instrumento facilite la economía oculta, la evasión impositiva, el lavado de activos y el comercio ilegal, ocultos en transacciones complejas que impiden dilucidar el origen y destino de los fondos movilizados.

¿En qué difieren con las monedas físicas?

La emisión de criptomonedas se realiza de manera grupal y descentralizada; la cantidad de criptomoneda y su tasa de crecimiento están predefinidas desde su creación, lo cual no permite acelerar intencionalmente su generación, lo que las diferencia de monedas físicas como el dólar o el peso. Otra diferencia con las monedas fiduciarias reside en que las criptomonedas no cuentan con respaldo o garantía; mientras que las monedas físicas se encuentran respaldadas por metales preciosos, monedas de otros países y, principalmente, por la confianza de los agentes en el Estado que emite la moneda, estas garantías no se encuentran presentes en las criptomonedas.

¿Dinero digital o virtual?

Al profundizar en las características de este tipo de activos surge el interrogante: ¿pueden las criptomonedas ser consideradas dinero digital?

De acuerdo a la literatura económica, el dinero debe reunir al menos cuatro funciones básicas:

- Unidad de cuenta: medir valor de bienes y servicios; ser divisible, fungible y no falsificable.
- Medio de pago: utilizarse para transacciones, comprar y vender bienes y servicios.
- Depósito de valor: almacenarse sin perder valor ni posibilidad de utilizarse como medio de intercambio en el tiempo.
- Patrón de pagos diferidos: deudas y operaciones a plazo pueden expresarse en sus términos.

Considerando lo reciente del fenómeno, es posible afirmar que las criptomonedas no cumplen con al menos dos de las cuatro funciones del dinero:

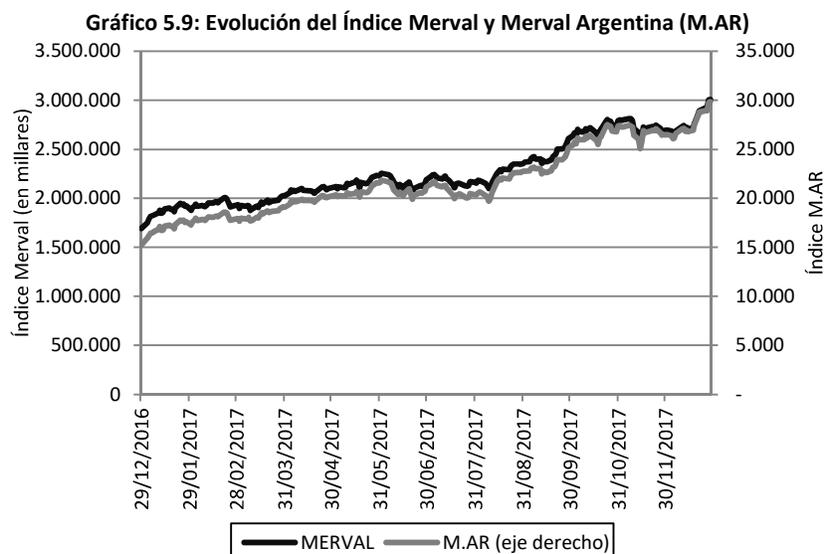
- Unidad de cuenta, en tanto la exigencia de contabilidad implica un amplio alcance y conversión sobre la totalidad de los bienes, servicios e inclusive otras monedas de la economía (no es suficiente la mera operación de múltiplo o división).
- Patrón de pagos diferidos, en tanto no permite asegurar a plazos indefinidos operaciones de deuda toda vez que la garantía de su existencia y ejecución en plazos futuros se encuentran al margen de los sistemas jurídicos y legales.

En conclusión, resulta inadecuado referenciar a las criptomonedas como “dinero digital”, debido a que su alcance deviene por el momento en el status de “pseudodinero digital” o “dinero virtual”. El recorrido final de las criptomonedas, hasta alcanzar o no status de dinero digital, dependerá de la evolución del proceso de “virtualización” o “digitalización” de la realidad y la economía donde transcurre la vida de los agentes económicos.

5.3. Mercado de Capitales

En línea con el desempeño que tuvo el Mercado de Capitales de Argentina durante 2016, el año 2017 significó un impulso a este sector en materia de profundidad, amplitud y flexibilidad del mercado. De hecho, los principales índices bursátiles del país culminaron el año 2017 con variaciones positivas, sumándose a la tendencia alcista que mantiene el mercado argentino desde mediados de 2013.

En el Gráfico 5.9 se presenta la evolución del Índice Merval y del Índice Merval Argentina (M.AR), dos índices bursátiles de referencia en el mercado accionario del país. El Merval, por su parte, presentó un aumento en pesos del 77,8% durante el año 2017, siendo uno de los mercados que tuvo mayor crecimiento en el mundo. Este hecho, debido principalmente al desempeño de las acciones de rubros como el energético y el financiero, lo convirtió en uno de los mercados más rentables, ya que acumuló una ganancia en dólares superior al 40% según el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). Por otro lado, el índice M.AR, compuesto únicamente por acciones argentinas, presentó un crecimiento en pesos del 95,7% durante el periodo 2017 y mientras que si es medido en dólares, el aumento asciende a un 61,3%.



Fuente: IIE sobre la base de Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Cabe destacar que ambos índices, así como el Merval 25, terminaron el año 2017 registrando máximos históricos en pesos. El día 29 de diciembre de 2017, el Índice Merval marcó un récord que superó los 30.000 puntos, alcanzando los 30.065,61.

A lo largo de 2017, la evolución del mercado accionario argentino estuvo sesgada a la luz de los hechos ocurridos en dicho año. Entre los más destacados se encuentra la decisión de Morgan Stanley Capital International (MSCI) de no incorporar a la Argentina a su índice de mercados emergentes. Esta entidad clasifica a los países en 3 categorías: mercados desarrollados, emergentes y de frontera, teniendo en cuenta factores como el desarrollo económico, el tamaño y la liquidez del mercado de capitales, y el nivel de acceso para el inversor extranjero. Argentina fue asignada a la categoría de mercado de frontera en el año 2009, producto de las continuas restricciones al flujo de capitales en el mercado. Sin embargo, en el mes de junio de 2017, el país fue incluido en la lista de revisión con potencial reclasificación al estatus de mercado emergente.

De acuerdo al informe de MSCI en el cual da a conocer las modificaciones en el índice denominado "2017 Market Classification Review", el cual fue publicado el 20 de junio de 2017, el país no fue recategorizado como mercado emergente. Esta definición fue postergada hacia el año 2018 con el objetivo de verificar que las reformas llevadas adelante por el Estado argentino en 2017 puedan mantenerse a lo largo del tiempo y permitan asegurar su irreversibilidad. Por lo tanto, Argentina se mantiene en la categoría de mercado de frontera, al igual que en el caso de Nigeria.

Otro aspecto que incidió sobre el comportamiento de los agentes, y por lo tanto del mercado de acciones, fue el resultado de las elecciones legislativas. En primera instancia, el oficialismo se impuso a nivel nacional durante las elecciones PASO (elecciones primarias, abiertas, simultáneas y obligatorias) que se llevaron a cabo el 14 de agosto de 2017. En las elecciones oficiales del 22 de octubre se repiten los resultados de las PASO y el partido oficialista “Cambiamos” constituye la fuerza política más votada a nivel país. Estos hechos repercuten de manera favorable en el mercado argentino debido a la orientación pro mercado que mantiene el gobierno de turno.

Por otro lado, las 10 acciones más negociadas explicaron el 54,4% del volumen total negociado durante 2017, a diferencia del 68,7% que concentraron en el año previo. La especie más negociada en el mercado de acciones fue GGAL, perteneciente al Grupo Financiero Galicia S.A., cuya participación representó el 10,5% según el Instituto Argentino de Mercado de Capitales. La segunda especie que lideró el grupo de las acciones más negociadas fue PAMP (Pampa Energía S.A.) con 8,5%, seguido por YPF (YPF S.A.) cuya participación ascendió a 8,0%. En el caso de APBR (Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras), que se constituía como la acción con mayor negociación en 2016 (19,2%), en el año 2017 su participación en el total fue de 7,2%. El resto de las especies que conformaron el grupo de las 10 acciones más negociadas son BMA, correspondiente a Banco Macro, con una participación del 4,4%, ERAR (Siderar S.A.) con 3,6%, FRAN (BBVA Banco Francés S.A) con 3,5%, mientras que TS (Tenaris S.A) alcanzó 3,0%, CRES (Cresud S.A.) un 2,9% y finalmente CEPU (Central Puerto S.A.) cuya participación representó un 2,8%.

Según el Instituto Argentino de Mercado de Capitales, la capitalización bursátil de las empresas domésticas alcanzó los 2,1 billones de pesos en el año 2017. Lo anterior significó un aumento del 104,0% en pesos y un 79,4% en dólares respecto a los valores correspondientes a 2016. En términos del PBI, la capitalización de mercado de dichas empresas representó un 19,5% del producto (correspondiente al tercer trimestre), mientras que en 2016 esta alcanzaba el 11,5%.

Cabe destacar que durante 2017, el mayor interés en el mercado llevó a que varias empresas decidieran abrir su capital. En este sentido, dos nuevas empresas hicieron oferta pública inicial en 2017: Loma Negra S.A. (LOMA), y Laboratorios Richmond S.A.C.I.F (RICH), las cuales operan en el panel general. Adicionalmente, se listaron otras empresas en el mercado local, tales como Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), la cual ya pertenece al panel de acciones líderes, Cablevisión Holdings S.A. (CVH) y Molinos Agro S.A. (MOLA).

Recuadro 5.2: Mercado de Capitales: Ley de Financiamiento Productivo

El proyecto de la Ley de Financiamiento Productivo es una propuesta de reforma a la Ley de Mercado de Capitales (Ley 26.831), sancionada en el año 2012. La iniciativa fue aprobada el día 22 de noviembre de 2017 en la Cámara de Diputados del Congreso de la Nación Argentina, por lo que cuenta con media sanción al momento de edición de esta publicación.

El proyecto de ley en cuestión se apoya en cuatro ejes principales destinados a potenciar el financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas, “MiPyMEs”, y a lograr un Mercado de Capitales desarrollado y sólido en el futuro, que permita aumentar la base de inversores y empresas que se financien en dicho ámbito. Los pilares en los que se enmarca esta reforma son el impulso del desarrollo de las mipymes, el fomento del acceso a la vivienda, el fortalecimiento al regulador y la regulación y, por último, el fomento a la canalización del ahorro nacional hacia inversiones de largo plazo.

La imperiosa necesidad de contar con un sistema de financiamiento que contribuya al proceso de inversión y crecimiento de la economía, así como también al aumento de los empleos y los salarios, es uno de los fundamentos del proyecto de la Ley de Financiamiento Productivo. Esta se propone alcanzar un fortalecimiento financiero de las micro, pequeñas y medianas empresas a través de un mecanismo que mejore sus condiciones de financiación

y les permita aumentar su productividad. En este marco, el proyecto propone la creación de un nuevo instrumento de facturación que se denomina “Factura de Crédito Electrónica MiPyMEs”, el cual constituye un fuerte respaldo al financiamiento de dichas empresas. Las facturas que emitan por la venta de sus productos y servicios podrían ser aceptadas o conformadas automáticamente pasados los treinta días, posibilitando que puedan ser negociadas a través de bancos o en el Mercado de Capitales. Esto le permite a las mipymes acceder a créditos a tasas más competitivas, reducir su costo financiero y resolver la asimetría financiera respecto al resto de las empresas.

Con el mismo propósito, el proyecto de ley busca promover la utilización del pagaré como un instrumento de financiación a mediano plazo para las mipymes a través del Mercado de Capitales, contribuyendo de esta manera a mejorar el perfil financiero de este tipo de empresas.

Por otro lado, el desarrollo reciente de los créditos hipotecarios manifiesta el gran potencial de estos instrumentos como medio eficaz de acceso a la vivienda. La Ley de Financiamiento Productivo introduce una serie de herramientas para facilitar la obtención de fondos en el mercado de capitales por parte de los bancos que otorgan dichas hipotecas, ampliando su capacidad de préstamo. En ese sentido, prevé que las Letras Hipotecarias, necesarias para llevar adelante dicho proceso, sean ajustadas por CER, posibilitando así la securitización de los créditos hipotecarios.

Como parte de los cambios para mejorar el marco regulatorio del Mercado de Capitales, se proponen ciertas modificaciones al régimen de Obligaciones Negociables, que apuntan fundamentalmente a modernizar dicho régimen para un uso mayor y más eficiente de este tipo de instrumentos. En ese sentido, la Ley incorpora las obligaciones negociables con garantía limitada, ya que contempla la emisión de deuda con garantía afectada a una porción del patrimonio del emisor. En esta línea, otro aspecto a resaltar es la incorporación de la figura equivalente al Real Estate Investment Trust (REITs) con beneficios impositivos para desarrollos inmobiliarios. Estas son sociedades de inversión que cotizan en bolsa, las cuales son dueñas de activos inmobiliarios y sus ingresos proceden fundamentalmente de la renta proveniente de su alquiler. Entre otras medidas, también se deroga la prohibición de asegurar riesgo financiero únicamente para créditos de financiamiento hipotecario.

Por otro lado, para poder construir un mercado de capitales sólido y que este represente un medio por el cual los ahorristas puedan canalizar sus ahorros hacia la inversión, es necesario que exista seguridad jurídica y confianza del inversor en el regulador. La anterior Ley de Mercado de Capitales (Ley 26.831) otorgó a la Comisión Nacional de Valores (CNV) facultades discrecionales que atentan contra dichas condiciones. La reforma que propone la Ley de Financiamiento Productivo busca corregir estas falencias mediante la derogación de la facultad de la CNV de intervenir en empresas y designar veedores con poder de veto. Adicionalmente, con el objetivo de fortalecer la institucionalidad, la Ley procura homogeneizar la normativa nacional a los estándares internacionales y a las recomendaciones de organismos internacionales especializados, adaptando el Mercado de Capitales argentino a sus necesidades actuales. Además, otorga la facultad a la CNV para dictar normas y regulaciones que propendan a una mayor transparencia e integridad de los mercados de capitales y mitigue las situaciones de riesgo sistémico.

En línea con recomendaciones internacionales, también se establece la eliminación de las multas como fuente de ingresos para la CNV. Los recursos resultantes de las multas serán transferidos al Tesoro Nacional a fin de evitar cualquier tipo de conflicto de interés que pudiera surgir por parte de la CNV quien, en la actualidad, cobra las multas por ella misma impuestas.

Entre las medidas que contempla la Ley para fomentar la canalización del ahorro nacional hacia inversiones de largo plazo, se destacan aquellas destinadas a lograr la transparencia fiscal de fondos cerrados y fideicomisos. Los fondos comunes de inversión constituyen un vehículo de captación de ahorro e inversión fundamental para el desarrollo de las economías y, además, facilitan el acceso de ahorristas al Mercado de Capitales. Sin embargo, dichos fondos no se han desarrollado ampliamente en Argentina, debido a que no son fiscalmente transparentes; estos tributan impuesto a las ganancias como cualquier sociedad anónima. Las modificaciones que se incorporan en la Ley están destinadas a eliminar las asimetrías regulatorias de los Fondos Comunes de Inversión Cerrados para impulsar su desarrollo y resaltar su aptitud para el financiamiento de la actividad productiva. Las medidas están direccionadas a regular el vacío normativo relativo a los fondos en cuestión y lograr que estos no sean gravados por impuesto a las ganancias.

Para potenciar el Mercado de Capitales y las ofertas públicas de acciones, es necesario incentivar tanto a los ahorristas como a las empresas a participar de este. A tales fines, la Ley promueve la implementación del impuesto a las ganancias de capital en la compraventa de acciones que no posean oferta pública, generando un incentivo a los accionistas a listar parte del capital de su empresa en el Mercado de Capitales.

Adicionalmente, la Ley en cuestión incorpora que las compañías de seguros puedan comprar instrumentos ajustables por UVA. Esto permite que dichas compañías puedan emitir pólizas de seguros ajustables por CER, generándole una obligación en UVA que buscarán corresponder con activos en UVA, como son las obligaciones negociables o los paquetes de hipotecas securitizadas de los bancos.

Por último, bajo el criterio de fondo que sienta las bases de esta reforma, se entiende que el crecimiento sostenido de la economía está muy relacionado a la inversión de larga duración, por lo que resulta necesario fomentar el ahorro a largo plazo. Potenciar las ventajas de los seguros de vida y de retiro mediante incentivos fiscales para que los individuos destinen una parte de sus ingresos al ahorro de largo plazo es una de las medidas que propone el proyecto de la Ley de Financiamiento Productivo. Esta otorgaría al Poder Ejecutivo de la Nación la facultad de actualizar las alícuotas de desgravación de impuesto a las ganancias, las cuales se mantienen en los mismos niveles desde su última modificación en el año 1992. Esto permitiría incrementar el monto que el individuo puede deducir de sus impuestos por contribuir dinero a este tipo de seguros, logrando que las compañías aseguradoras puedan invertir los fondos obtenidos en activos de larga duración.

El dinamismo del año 2017 también se verificó en el mercado de renta fija. Analizando la evolución del Índice de Bonos IAMC, construido por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales, se verifica un crecimiento de los bonos públicos nacionales que alcanza el 23,7% en pesos y del 1,3% en dólares. Cabe destacar que al 28 de diciembre de 2017 dicho índice registró un máximo histórico, con un valor de 9.781.

En la Tabla 5.1 se presenta la evolución de los subíndices del Índice de Bonos IAMC durante el año 2017. En cuanto al Subíndice Corto en pesos, este presentó un crecimiento del 21,4% en pesos, mientras que si se lo analiza en dólares, la variación interanual resulta levemente negativa (-0,6%). El Subíndice Largo en pesos, por su parte fue el que presentó un peor desempeño en 2017; este aumentó un 18,0% en pesos, mientras que el correspondiente a dólares cayó un 3,4%.

Por otro lado, el Subíndice Corto en dólares tuvo un crecimiento de 19,5% en pesos durante 2017, mientras que si se analiza en dólares, se registra una caída del 2,1%. El subíndice que se destacó en el periodo considerado fue el Subíndice Largo en dólares, ya que fue el único que

subió tanto en pesos (30,9%) como en dólares (7,2%). Cabe destacar que, medidos en pesos, todos los subíndices finalizaron el año 2017 con récords.

Tabla 5.1: Índice de Bonos IAMC. Periodo 2017

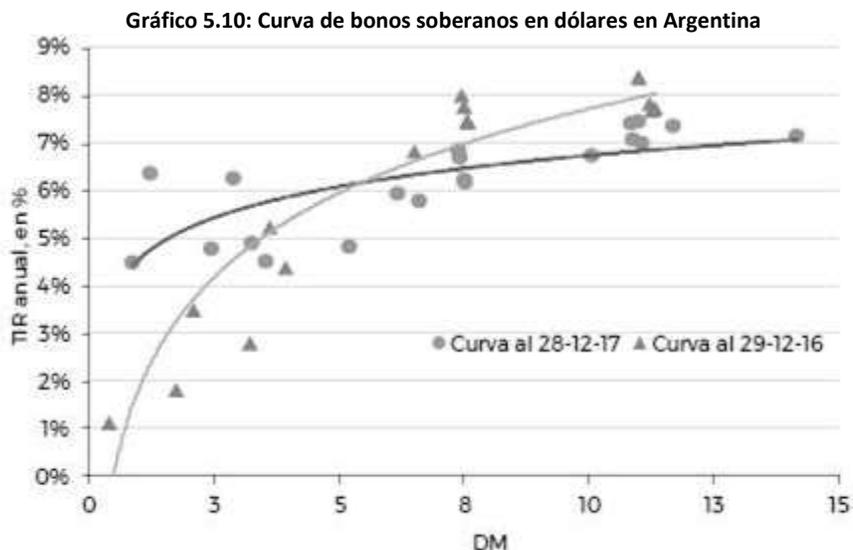
		En \$	En U\$S
Índice de Bonos IAMC		23,7%	1,3%
En \$	Cortos	21,4%	-0,6%
	Largos	18,0%	-3,4%
En U\$S	Cortos	19,5%	-2,1%
	Largos	30,9%	7,2%

Fuente: IIE sobre la base de Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Durante el año 2017, los 5 bonos más negociados concentraron el 50,6% del mercado de bonos, de los cuales 3 están denominados en dólares y dos en pesos, según el Instituto Argentino de Mercado de Capitales. En base a la información publicada por esta fuente, el bono en dólares más operado durante 2017 fue el AY24, cuya participación en el total alcanzó el 26,2%, seguido por DICA (7,8%) y AA17 (6,8%). Este último, a pesar de haber vencido en el mes de abril del periodo considerado, fue el tercer bono con mayor volumen de negociación en el año. Entre los bonos en pesos, el más operado fue DICP representando el 6,32% del total negociado, seguido por I20D7, cuya participación alcanzó el 3,45% en 2017.

En el Gráfico 5.10 se analiza la curva de rendimiento de los bonos nacionales en dólares en base a la información difundida por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). A fines del año 2017, la curva de rendimiento presentaba una pendiente menos pronunciada que la correspondiente al año anterior, ya que el rendimiento anual de los bonos de corto y largo plazo osciló en 2017 entre el 4,5% y el 7,0% aproximadamente. Cabe destacar que en 2017 la *duration* modificada de los bonos en dólares se extendió en relación al periodo de maduración que presentaron los bonos en el año previo. Dicho aspecto estuvo influido principalmente por la emisión de un bono a 100 años en moneda extranjera por parte del Gobierno nacional. La colocación de 2.750 millones de dólares a una tasa de interés nominal de 7,125% permitía recuperar la inversión en un periodo aproximado a los 14 años.

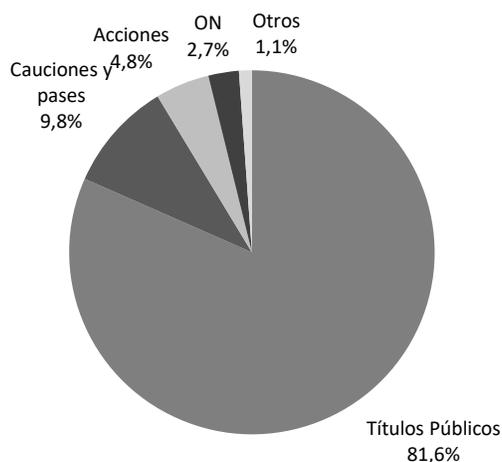
En lo que respecta a los bonos en pesos, la curva de rendimiento cuenta con pendiente negativa, a diferencia de los bonos nominados en dólares. Esta inclinación da la pauta de que mientras mayor sea el periodo de recupero, la TIR de la inversión es menor, volviendo poco atractivos a este tipo de instrumentos. Por contrario, los bonos nacionales en pesos ajustables por el Coeficiente de Estabilidad de Referencia (CER) presentan una pendiente relativamente plana pero positiva. Si bien la pendiente de la curva de rendimientos de los bonos en pesos ajustables por CER a fines de 2017 no difiere significativamente respecto a la del año 2016, cabe destacar que esta se desplazó hacia arriba. Lo anterior significa que los bonos que ofrecían una TIR entre el 2,5% y el 4,7% en 2016, al año siguiente rindieron entre el 4,3% y 5,7% aproximadamente.



Por último, el Mercado de Capitales Argentino alcanzó en 2017 un volumen efectivo récord en los últimos 15 años, registrando una suma de 2,5 billones de pesos o 153.142 millones si es medido en dólares, según el IAMC. Dicho volumen representó un aumento interanual del 91,5% en pesos respecto a los valores de 2016, cuando el monto operado había alcanzado 1,3 billones de pesos, mientras que medido en moneda extranjera, el volumen de 2017 significó un crecimiento del 70,0%.

Cabe destacar que más del 80% del alza en el volumen efectivo fue explicado por los títulos públicos, cuya operatoria en el año 2017 aumentó un 99,6% respecto a los valores de 2016. Tal como se observa en el Gráfico 5.11, este instrumento concentró la mayor parte del volumen negociado en el año, representando un 81,6% del total, proporción que se vio incrementada respecto a 2016, cuando alcanzaba el 78,3%. Las cauciones y pases presentaron un aumento interanual del 49,9% y su participación en el volumen negociado alcanzó el 9,8%. En relación a los demás instrumentos, la negociación de cauciones y pases perdió representatividad en el total respecto a 2016, cuando alcanzaban el 12,5%.

Por otro lado, el volumen negociado de acciones, que representó en el periodo analizado un 4,8% del total, tuvo un crecimiento del 75,9% respecto a los valores de 2016, marcando un récord en el mes de octubre de 16.304 millones de pesos. Si bien la participación de las obligaciones negociables en el volumen negociado representó en 2017 solo un 2,7%, estas presentaron un aumento del 130,7% respecto al año anterior. Del resto de los instrumentos, cuya operatoria representa el 1,1% del total, cabe destacar que los fideicomisos financieros constituyeron el instrumento que tuvo mayor aumento en 2017 respecto al periodo anterior, alcanzando un crecimiento del 181,9%, mientras que la negociación de CEDEAR presentó una caída interanual del -9,9%.

Gráfico 5.11: Volumen negociado por tipo de instrumento. Periodo ene-17 a dic-17

Fuente: IIE sobre la base de Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC).

Recuadro 5.3: Aavales del Centro SGR: una alternativa para potenciar el financiamiento PyME

Las Sociedades de Garantía Recíproca, comúnmente denominadas S.G.R., son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito a las pequeñas y medianas empresas, a través del otorgamiento de aavales. El otorgar garantías líquidas a las PyMEs les permite acceder a mejores condiciones de financiamiento en términos de montos, plazos e incluso de tasa. A su vez, las SGR pueden brindar asesoramiento técnico, económico y financiero con el objetivo no solo de potenciar el acceso a estas condiciones sino también de aprovechar la asociatividad empresaria que fomenta el formar parte de las mismas.

Las SGR responden a solucionar los problemas que deben enfrentar las PyMEs en sus relaciones de negocio con sectores de mayor tamaño, como por ejemplo:

- Limitaciones para financiar capital de trabajo.
- Financiamiento a largo plazo casi inexistente.
- Dificultades estructurales para generar credibilidad en el cumplimiento de contratos.
- Falta de información sobre la región o el sector al que pertenecen.
- Evaluación sobre la base del Patrimonio Neto y no de la factibilidad del proyecto.

Como toda sociedad comercial está constituida por socios, que en su caso pueden dividirse en 2 tipos, según el rol que asuman dentro de la SGR. Los Socios Partícipes que son aquellas personas físicas o jurídicas, que reúnan los requisitos para ser categorizadas como micro, pequeñas y medianas empresas (PyMEs) según el promedio de facturación de ventas de los últimos 3 años en pesos, netos de IVA e impuestos internos (Anexo I); y los Socios Protectores que están representados por todas aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al Fondo de Riesgo de la SGR, que está destinado a dar sustento a las garantías que otorga la misma.

Si bien las Sociedades de Garantía Recíproca todavía no son una herramienta de uso masivo, las ventajas que trae aparejadas el operar con este tipo de institución surgen de la asociatividad entre los diferentes estamentos públicos y privados.

Ventajas para los Socios Partícipes

- El principal beneficio al que acceden las PyMEs al formar parte de una SGR es el de contar con el respaldo de una entidad de garantía que potencia las condiciones de financiamiento, en términos de montos, plazos o tasa de interés. Esto se genera a partir de que la SGR emite certificados de aval para aquellos “acreedores” de la PyME, que puede ser un Banco, un comercio, o incluso un inversor institucional si el certificado es emitido para operar a través del mercado de capitales.
- Permite acceder a un canal complementario de financiamiento. El contar con el aval de una SGR le permite al empresario PyME financiar su capital de trabajo a través de los distintos instrumentos que se ofrecen en el mercado de capitales como lo pueden ser la emisión de cheques (tantos propios como de terceros), pagarés bursátiles e incluso obligaciones negociables, que por contar con el aval de una SGR se hacen atractivos para aquellos inversores institucionales que adquieren estos “productos PyME”.
- Proceso de calificación ágil y sencillo. Si bien se deben cumplir con las formalidades exigidas por Ley, la calificación por parte de la SGR para definir los montos o líneas a avalar suelen ser mucho más rápidas y menos engorrosas que con las entidades bancarias.
- Acceso a líneas específicas. El contar con el aval de una SGR permite acceder a líneas de crédito, tanto para inversión como para capital de trabajo, que se ofrecen en el sector bancario y que requieren como condición sine qua non el contar con el aval de una SGR.
- Reducción de los requerimientos de garantías al ser evaluados en función del conocimiento de la empresa y su proyecto.

Ventajas para los Socios Protectores

Las ventajas para quienes adquieren la condición de Socio Protector son:

- Beneficios Impositivos: aquellos que aportan al Fondo de Riesgo de la SGR cuentan en el desgravamiento impositivo a cuenta del Impuesto a las Ganancias. La legislación dispone que los socios protectores pueden deducir los aportes de capital y el 35% de los aportes al fondo de riesgo de su resultado impositivo para la determinación del impuesto a las ganancias, por sus respectivas actividades, en el ejercicio fiscal en el cual se efectivicen estos aportes.

Para ello se establece 2 requisitos que deben de cumplir aquellas personas u organizaciones que hayan realizado aporte al Fondo de Riesgo de una SGR:

1. Los aportes deben permanecer en la SGR como mínimo 2 años calendario, a contar desde el día de la efectiva disposición de los fondos a favor de la SGR.
 2. El promedio del saldo neto por garantías otorgadas, durante el periodo señalado, no debe ser inferior al 80% del promedio de saldos del Fondo de Riesgo, es decir que la SGR debe mantener un stock de garantías en su cartera por un valor equivalente al 80% del Fondo de Riesgo.
- Los activos que constituyen el Fondo de Riesgo pueden ser invertidos lo que le genera al socio protector una renta a favor de sus titulares (socios protectores), con

el plus de la exención en el Imp. a las Ganancias, de las utilidades que generen. Mejora en el desempeño de las PyMEs vinculadas.

- La posibilidad de disminuir el riesgo, ya que el capital no va directo a la PyME que lo solicita, sino que se coloca en un "Fondo de Riesgo" para atender los posibles incumplimientos y que se compone además de los aportes de los socios protectores, de asignaciones de los resultados de la SGR, donaciones, recuperos de las garantías pagadas por la SGR, acciones no reembolsadas a socios excluidos y rendimientos financieros provenientes de la colocación del propio fondo. Si bien el objeto social es otorgar garantías a sus socios partícipes, estos en ningún caso pueden conceder créditos en forma directa.

Avales del Centro SGR actualmente

AVALES DEL CENTRO SGR es la Sociedad de Garantía Recíproca impulsada por la Bolsa de Comercio de Córdoba, la Unión Industrial de Córdoba y la Cámara de Comercio Exterior de Córdoba; comenzó sus operaciones en septiembre de 2017.

Actualmente cuenta con su Fondo de Riesgo totalmente integrado por \$100.000.000 (pesos cien millones) lo que le permite otorgar avales por hasta \$400.000.000 (pesos cuatrocientos millones).

En tan solo 4 meses la SGR ha logrado la autorización para operar en los mercados de Rosario, a través del Mercado Argentino de Valores (MAV) y en el de Buenos Aires, a través de Bolsas y Mercados Argentinos (ByMA). De manera complementaria ha sido inscripta en el Registro de Sociedades de Garantía Recíproca del Banco Central de la República Argentina, lo que le implica que sus certificados de garantía obtienen la valoración de "garantía preferida" ante las instituciones bancarias, lo que es un requisito dentro del sector para poder avalar operaciones bancarias.

AVALES DEL CENTRO SGR, cuenta con más de 160 socios partícipes y hasta el momento ha emitido más de 400 avales por un total cercano a los \$45.000.000. De este total cerca del 90% ha sido avalado a través de operaciones que se monetizaron vía mercado de capitales, tanto en pesos (cheques de pago diferido – propios y de terceros) como en dólares (pagarés y obligaciones negociables). El 10% restante ha sido a través de operaciones que se monetizan a través de entidades bancarias para el otorgamiento de líneas de inversión productiva por plazos superiores a los 2 años.

Sistema SGR actualmente

En la actualidad hay 36 Sociedades de Garantía Recíproca autorizadas a operar como tal a lo largo de nuestro país. Actualmente el Sistema de Sociedades de Garantía Recíproca canaliza el ahorro de los Socios Protectores por más de \$14.000 millones con un nivel de apalancamiento en promedio del 235% lo que ha permitido avalar a más de 13.000 PyMES por un total cercano a los \$30.000 millones. Analizando el sistema SGR en su conjunto podemos observar que el 60% de los avales emitidos se han monetizado a través de Bancos Públicos y Privados, mientras que el 40% restante surge de operaciones avaladas vía Mercado de Capitales.

Anexo I

Según la Ley 25.300, Res SePyME 24/2001 y sus modificaciones, siendo la última al momento de redacción de este trabajo la Res. 340/2017, los topes máximos para ser considerado PyME en cada sector son:

Condición PyME: ventas máximas – promedio de 3 años

Agropecuario	Industria y minería	Comercio	Servicios	Construcción
\$230 mill.	\$760 mill.	\$900 mill.	\$250 mill.	\$360 mill.

