



Informe Monetario Mensual

Enero 2003

Síntesis

- ✓ El acuerdo con el FMI, que permitirá enfrentar las obligaciones contraídas con los organismos financieros internacionales hasta el mes de agosto, incluye –entre otras- metas monetarias. Dos de ellas, asociadas a un mínimo de reservas internacionales netas y a un máximo de activos internos netos, son de carácter exigible, en tanto que la meta asociada a un límite máximo de base monetaria amplia (incluyendo cuasi monedas) es de carácter indicativo. Las metas del mes de enero fueron sobrecumplidas.
- ✓ La base monetaria amplia se incrementó en \$340 millones entre puntas (0,9%, lo que se compara con un crecimiento promedio del 6,8% mensual en el período septiembre-diciembre de 2002). El sector externo volvió a ser el principal factor de expansión, aunque en menor cuantía que en meses anteriores, producto de la flexibilización de las regulaciones asociadas al mercado cambiario. El gobierno y el sector financiero, por su parte, registraron un efecto neto contractivo.
- ✓ La evolución de los medios de pago estuvo aproximadamente en línea con el patrón estacional propio del mes. En efecto, el agregado M2 privado creció desde principios de diciembre hasta la primera quincena de enero, para luego dar comienzo a una incipiente caída. Entre puntas, el M2 privado decreció en \$460 millones durante enero; tal disminución obedeció al cambio en la circulación monetaria, ya que los depósitos privados volvieron a crecer.
- ✓ Los plazos fijos retomaron un ritmo de crecimiento similar al observado durante la segunda mitad del año pasado –con incrementos del orden de \$2.000 millones mensuales. El incremento en estas colocaciones estuvo motorizado por el segmento que va de 30 a 59 días. El nivel alcanzado por los plazos fijos privados supera en un 14% al registrado a fines de diciembre último.
- ✓ Las tasas de interés por depósitos a plazo evidenciaron caídas que las llevaron -en promedio- a niveles entre 4 y 6 puntos porcentuales menores a los del mes anterior, para los tramos de colocaciones hasta 90 días. Por su parte, en el mercado cambiario continuó la apreciación del peso respecto del dólar (4% en el mes) y del euro (3%). Aunque mostró cambios dentro del mes, la relación entre el peso y el real no registró variaciones punta a punta con respecto a diciembre, extendiendo la relativa estabilidad de los últimos meses.
- ✓ Los préstamos al sector privado siguen mostrando una tendencia decreciente, al registrar cancelaciones netas por un monto total de \$750 millones.
- ✓ En este mes se realizó la segunda mayor colocación neta mensual de LEBAC en el mercado primario desde la aparición de estos instrumentos, por un monto total de \$766 millones. Continúa aumentando la madurez promedio -al término de enero alcanzaba los 139 días. Las mejoras en las condiciones de colocación fueron conseguidas sin incrementar el costo nominal medio del portafolio.
- ✓ La mayor regularidad en el desenvolvimiento de las variables monetarias luce particularmente significativa ante el levantamiento parcial de las restricciones financieras conocidas como “corralón” (actualmente, dichas restricciones alcanzan sólo al 25% de los depósitos, frente a casi 100% un año atrás). La información disponible indica que el grado de aceptación de los ahorristas ante la oferta de devolución anticipada de CEDRO por parte de algunas entidades financieras es relativamente bajo.
- ✓ Luego de tres meses con aumentos que no superaron el medio punto porcentual, la inflación de enero ascendió a 1,3%. La variación de precios, menor a la esperada, obedeció principalmente a factores estacionales (principalmente el turismo).



Informe Monetario Mensual

Enero 2003

El acuerdo con el FMI y las metas monetarias

La conclusión de las negociaciones con el FMI fue uno de los eventos más relevantes acontecido en el mes de enero. El acuerdo establece el otorgamiento de un crédito *stand by* para cubrir las obligaciones con el organismo (incluyendo intereses) hasta agosto de 2003 y refinanciar aquellas cuyos pagos estaban programados pero no tenían carácter exigible. Este acuerdo fue esencial no sólo para evitar el *default* de la deuda mantenida con los organismos internacionales sino también para destrabar préstamos del Banco Mundial condicionados al cumplimiento de estas obligaciones.

El acuerdo implica el compromiso por parte del gobierno de cumplir determinadas metas, tanto fiscales como monetarias. Específicamente, el BCRA se compromete a alcanzar un conjunto de metas monetarias de periodicidad bimestral fijadas por mutuo acuerdo a partir del 7 de enero de 2003. Las metas son tres, dos de carácter exigible y una indicativa. Las primeras establecen un nivel mínimo de reservas internacionales netas (RIN) y otro máximo de activos internos netos (AIN), mientras que la última está referida a un nivel máximo para la base monetaria amplia - definida como la circulación monetaria, la cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA y el stock de cuasimonedas. El nivel de las variables sujetas al cumplimiento de estas metas se mide teniendo en cuenta el promedio simple de los 10 días hábiles anteriores y posteriores a la fecha bajo consideración.

Las RIN están definidas como las reservas internacionales brutas del BCRA menos los pasivos que éste mantiene con el FMI y su medición se efectúa en dólares para evitar distorsiones por fluctuaciones en el tipo de cambio. Asimismo, se estableció que la meta debe ser ajustada por el equivalente al flujo neto de divisas con organismos internacionales, ya éste que no afecta los pasivos del BCRA.

Los AIN se definen como la base monetaria amplia menos las RIN valuadas a un tipo de cambio de 3.85\$/USD. En este caso, la meta consiste en mantener el nivel de AIN por debajo de un techo determinado (nótese que, como en este momento las RIN son negativas, los AIN resultan superiores a la base monetaria amplia). Finalmente, se estableció una meta indicativa (máxima) para la base monetaria amplia.

Al 31 de enero, primer período de medición, todas las metas se estaban sobrecumpliendo ampliamente. Cabe aclarar que la cifra relevante para el cumplimiento de la metas es el promedio de los días hábiles entre el 17 de enero y 14 de febrero. Por lo tanto, el cuadro resume el grado de cumplimiento considerando los días transcurridos de enero y los 14 primeros días de febrero (si bien en el resto de este informe se utiliza toda la información hasta el 31 de enero).

Tabla 1

	Observado	Meta	Desvío *
Activos internos netos (AIN)	53.375	57.604	-4.229
Reservas internacionales netas (RIN)	-4.302	-5.287	985
Base Monetaria amplia (indicativa)	36.813	37.250	-437

* Desvío: En AIN y Base Monetaria el signo negativo (-) indica sobrecumplimiento.

En RIN el signo positivo (+) indica sobrecumplimiento.

Evolución de la base monetaria

Durante enero, la base monetaria amplia se incrementó en \$340 millones (0,9%) aunque en términos reales su variación resultó negativa (-0,4%). Como en los meses anteriores, el principal, y en esta oportunidad el único, factor de expansión de la base monetaria fue la monetización derivada de la compra



Informe Monetario Mensual

Enero 2003

de divisas por parte del BCRA. Cabe señalar, sin embargo, que este efecto fue en enero mucho menor que en meses anteriores. Ello se debió fundamentalmente a una serie de medidas dictadas por el BCRA tendientes a normalizar el mercado cambiario, que se detallan más adelante. En su conjunto, ellas conllevaron menor expansión de base por parte del BCRA.

El BCRA esterilizó a través de operaciones de mercado alrededor de la cuarta parte de las compras por liquidación de exportaciones. Por lo tanto, el saldo de la compra neta de divisas fue expansivo en \$1.680 millones (USD 500 millones).

Tabla 2

Flujo en millones de pesos	Enero
1. Factores de expansión de la Base Monetaria	340
a. Crédito Externo Neto	-2.910
Sector Privado	1.680
Liquidación de Exportaciones	2.199
Intervención Cambiaria	-519
Sector Público	-4.589
b. Crédito Interno Neto	3.250
Sector Público	4.050
Adelantos Transitorios	3.670
Anticipos de Utilidades	477
Otros (utilización cuenta del Gobierno Nacional)	-97
Sector Financiero	-79
Asistencia a Entidades	-142
Remuneración de Cuentas Corrientes	63
LEBAC	-766
Otros	45
2. Base Monetaria	340
a. Circulante en poder del Público	-79
b. Reservas Bancarias	420
Circulante en Bancos	-139
Cuenta Corriente en el BCRA	559

Sector Público Neto
-540

Las operaciones con el Gobierno Nacional resultaron contractivas en \$540 millones. Se debe señalar que durante enero se realizaron adelantos al Tesoro Nacional por \$3.670 millones además de transferencias de utilidades pendientes del año 2002 por \$477 millones¹. Sin embargo, estos fondos no afectaron la base monetaria porque fueron destinados al pago de obligaciones contraídas con organismos internacionales (pagos que ascendieron a aproximadamente \$ 4.600 millones, equivalentes a USD 1.500 millones, en el marco del acuerdo con el FMI, que contempla desembolsos futuros por montos equivalentes a los pagos que se efectúen). Adicionalmente, el Gobierno se financió con sus depósitos en el sistema financiero, lo que generó la contracción monetaria mencionada.

¹ La diferencia con la cifra publicada en la Síntesis Monetaria Mensual obedece al anticipo de utilidades para financiar un pago externo por \$ 56 millones, contabilizado en enero pero que corresponde al mes de diciembre.



Informe Monetario Mensual

Enero 2003

Las operaciones entre el Banco Central y las entidades financieras, por su parte, resultaron contractivas en unos \$80 millones. Esta contracción se debió al pago, por parte de las entidades, de primas e intereses de la asistencia recibida. Esta última resultó parcialmente compensada por la acreditación de la remuneración de sus cuentas corrientes en el BCRA.

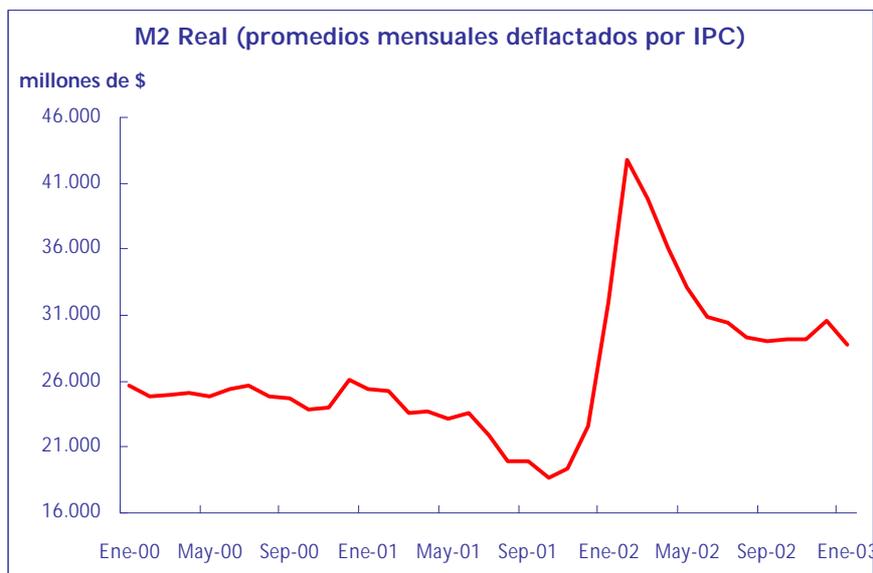
Las reservas internacionales brutas del BCRA cayeron USD 1.150 millones, como resultado de los pagos a los organismos internacionales que fueron parcialmente compensados por la compra neta de divisas en el mercado por parte del BCRA. De esta forma las reservas finalizaron el mes en USD 9.326 millones.

Agregados monetarios

La evolución de los medios de pago durante enero, tal como había ocurrido en diciembre, estuvo aproximadamente en línea con el patrón estacional propio del mes. En efecto, el agregado M2 privado² creció desde principios de diciembre hasta la primera quincena de enero, para luego comenzar una incipiente caída. La caída se ve también reflejada en términos reales: como se observa en el gráfico, luego de un repunte del M2 real en diciembre, sigue una disminución de esta variable (hasta niveles aún levemente inferiores a los registrados en noviembre).

Para computar el M2 real se deflactan los promedios mensuales de este agregado por el Índice de Precios al Consumidor (IPC-GBA); en enero, este índice registró una suba del 1,3% respecto de diciembre, inferior a la esperada aunque bien por encima de las variaciones registradas en meses anteriores (las que no superaban el medio punto porcentual). El cambio en el nivel de precios obedece, no obstante, a factores mayormente estacionales: los rubros de mayor incidencia en el índice fueron los de alimentos y bebidas y esparcimiento. Éste último estuvo asociado al movimiento turístico de principio de año –nótese que el ítem de mayor aumento individual fue la hotelería en la costa atlántica).

Gráfico 1



El comportamiento del M2 nominal no estuvo en enero tan asociado a la mayor demanda de circulante como lo estuvo en diciembre. Los billetes y monedas en poder del público se incrementaron

² Definido como billetes y monedas más depósitos a la vista en poder del sector privado, más cuasimonedas.



Informe Monetario Mensual

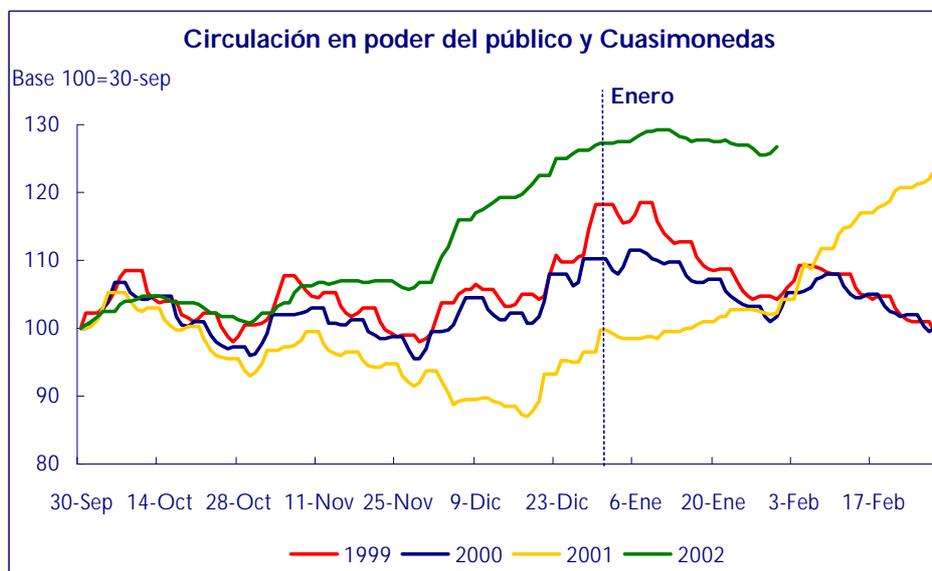
Enero 2003

durante la primera quincena de enero \$269 millones³ –prosiguiendo así el crecimiento verificado en diciembre-, mientras que en la segunda quincena se redujeron en \$348 millones. Es así como durante el mes la variación de esta partida fue poco significativa, al reducirse por casi \$80 millones. Considerando cifras en promedio, el circulante en poder del público aumentó en el primer mes del año un 6,6% respecto del mes anterior.

Los depósitos a la vista privados exhibieron una variación relativamente moderada: en el mes se redujeron en aproximadamente \$380 millones. Su composición no se mantuvo inalterada: revirtiendo parcialmente lo observado en diciembre, las colocaciones en cuenta corriente se redujeron por \$550 millones (-4,7%), mientras que aquellas en caja de ahorro se incrementaron en cerca de \$170 millones (2%). De esta manera, el M2 privado decreció en \$460 millones entre fines de diciembre y fines de enero, corroborando (al menos parcialmente) el patrón estacional mencionado.

La evolución presentada por los medios de pago parece marcar una proporción respecto de billetes y monedas más compatible con condiciones monetarias “normales” que la observada el año anterior, cuando las restricciones sobre el retiro de depósitos resultaron en singular aumento del stock de billetes y monedas durante enero (que luego fue prolongado por un inusual aumento desde principios de febrero en adelante). Si bien -como se observa en el gráfico- no se vuelve ahora a un patrón completamente similar al de años anteriores, es importante destacar que la circulación monetaria creció hasta mediados de enero para luego exhibir una incipiente retracción. Este hecho se torna particularmente relevante en el contexto de la apertura del llamado “corralón”: tal como ocurrió tras la apertura del corralito financiero, el sistema reacciona sin acusar impactos significativos. La evolución del circulante tiende de manera incipiente a alinearse con el patrón estacional propio del mes. Así, cabría esperar un leve repunte de la demanda de billetes y monedas a principios de febrero, que debería ceder en la segunda quincena de ese mes.

Gráfico 2



Si se observan agregados más amplios -los que incluyen, además de los rubros transaccionales, las colocaciones a plazo- se corrobora el escenario de tranquilidad en el frente monetario. Los depósitos a plazo fijo se incrementaron en más de \$2.500 millones de pesos entre el 31 de diciembre y el 31 de enero. De esta forma, se volvió a un ritmo de crecimiento de los plazos fijos más afín al observado durante la

³ Las variaciones de los agregados monetarios consignadas aquí pueden diferir de las de la Síntesis Mensual, al contarse a la fecha de cierre de este informe con datos actualizados.



Informe Monetario Mensual Enero 2003

segunda mitad del año pasado -incrementos del orden de \$2.000 millones mensuales-, en contraste con la "preferencia por liquidez" evidenciada en diciembre -cuando el incremento había resultado de \$500 millones-; como señalamos en nuestro informe anterior, la marcada desaceleración de estos depósitos en diciembre se relacionaba con la habitual inclinación por mantener posiciones más líquidas a fin de año.

El incremento en las colocaciones a plazo privadas estuvo motorizado por el segmento que va de 30 a 59 días -como viene ocurriendo desde que estos depósitos comenzaron a recuperarse, a mediados del año último. El rubro que va 60 a 89 días fue el que le siguió en importancia, mientras que los segmentos de menor plazo -7 a 13 y 14 a 29 días- registraron variaciones absolutas menores o incluso negativas. Es importante destacar que el nivel alcanzado por los plazos fijos (los que, al no estar directamente vinculados con necesidades transaccionales, reflejan de manera más acabada las decisiones de inversión de los agentes económicos) supera en más de un 14% al registrado a fines de diciembre último. Asimismo, se observa un leve incremento del plazo promedio de estas colocaciones entre diciembre y enero.

Los bancos debieron enfrentar necesidades de liquidez asociadas a desafectaciones de CEDRO por un total de aproximadamente \$1.000 millones. Dentro de estas desafectaciones, cabe mencionar que los pagos por recursos de amparo se redujeron sustancialmente debido principalmente a la feria judicial. Con datos al 31 de enero, tales pagos alcanzaban a \$155 millones e, incluyendo el ajuste por tipo de cambio, el monto asciende a \$255 millones. En contraste, esta cifra superaba los \$1.000 millones en los meses anteriores. Considerando el total de desafectaciones y la evolución de las colocaciones mencionada anteriormente, las entidades aumentaron sus depósitos privados por \$1.400 millones. Teniendo en cuenta la evolución del circulante antes señalada, el agregado M3 privado se incrementó en \$1.360 millones.

Tabla 3

Flujos Mensuales en millones de pesos	Enero
1. Depósitos en pesos (a+b)	3.146
a. Sector Privado pesos	2.401
Caja de ahorro	167
Cuenta Corriente	-550
Otros	247
Plazo Fijo	2.537
b. Sector Público pesos	745
2. CEDRO	-962
Amparos ⁽²⁾	-255
Stock (a 1.4\$/USD)	-111
Ajuste CER	-44
Diferencia por pago a tipo de cambio libre	-100
Otras desafectaciones ⁽³⁾	-707
Stock (a 1.4\$/USD)	-502
Ajuste CER	-205
3. Efecto de la variación de dep. sobre la liquidez del sistema (1 + 2)	2.184
4. Depósitos en dólares (en USD)	16

(1) Incluye depósitos judiciales

(2) Cifra estimada.

(3) No incluyen caída de CEDRO canjeados por BODEN.

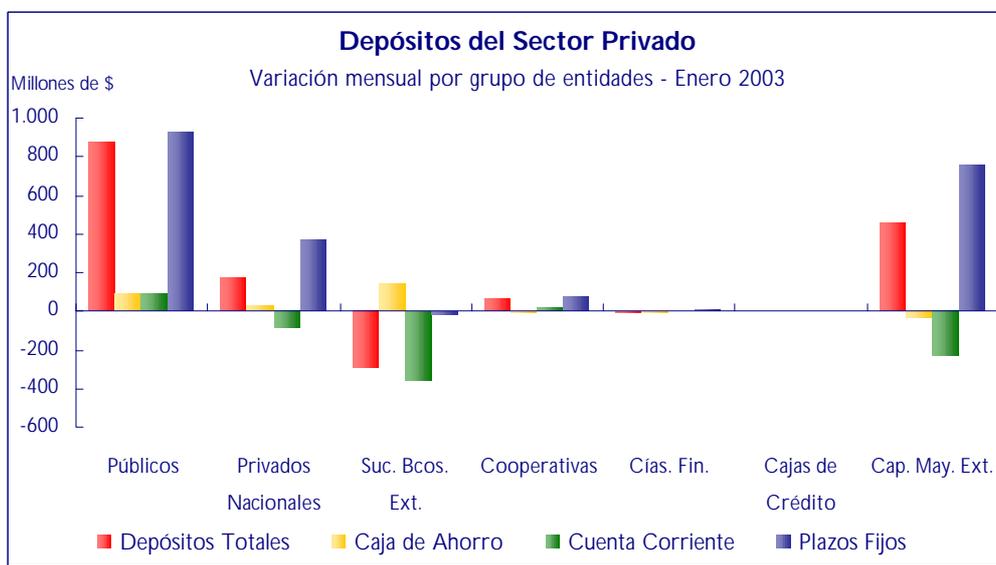


Informe Monetario Mensual

Enero 2003

El mencionado aumento en los depósitos del sector privado fue liderado por seis entidades que incrementaron sus captaciones en más de \$100 millones cada una durante el mes de enero, las cuales se ubican entre las de mayor tamaño del sistema (dentro del grupo que más captó se encuentran también dos bancos públicos). Los bancos que los siguieron son una decena de entidades de tamaño mediano, privadas, provinciales y cooperativas. El resto del sistema observó en su mayoría variaciones nulas, mientras que un grupo de 10 entidades exhibió disminuciones significativas. Al agrupar los distintos bancos según su carácter (públicos, privados, cooperativos) y origen, encontramos que los bancos públicos fueron los que recibieron el mayor incremento en depósitos (\$600 millones), seguidos por los bancos de capital mayoritariamente extranjero (\$390 millones) y los bancos privados nacionales (\$173 millones). En todos los casos, son los depósitos a plazo fijo los rubros que explican el incremento, como se advierte en el gráfico.

Gráfico 3



La mayor regularidad en el desenvolvimiento de las variables monetarias luce particularmente significativa en el contexto del levantamiento parcial de las restricciones financieras conocidas como "corralón". Es así que a fines de enero algunas entidades decidieron ofrecer la devolución anticipada de depósitos reprogramados, ya que aún aquellas que han recibido asistencia de la autoridad monetaria pueden adelantar el pago de los mismos (bajo la condición de que por cada peso devuelto anticipadamente, se cancele un peso de los redescuentos otorgados por el BCRA). Al 31 de enero, dos bancos estaban llevando a cabo devoluciones anticipadas, mientras que otras entidades comenzaban a anunciar su intención de hacer lo propio. La información disponible indica que el grado de aceptación por parte de los ahorristas es relativamente bajo.

Liquidez y tasas de interés pasivas: evolución por grupos de bancos

Resulta relevante verificar el comportamiento de la liquidez y las tasas de interés pasivas de los grupos de bancos que captaron relativamente más depósitos. Definiendo la liquidez como la suma de la cuenta corriente de los bancos en el BCRA más sus tenencias de efectivo, se verifica un incremento en la captación de depósitos -vinculada con la intención de recomponer liquidez para atender principalmente pago anticipado de CEDRO, recursos de amparo, etc. Tiende a observarse aquí el comportamiento esperable: las entidades que captaron más depósitos fueron aquellas que incrementaron en mayor medida su posición de liquidez, mientras que aquellas que los perdieron redujeron tal posición. Cuando el comportamiento de los depósitos se compara con el de las tasas de interés, la relación no es



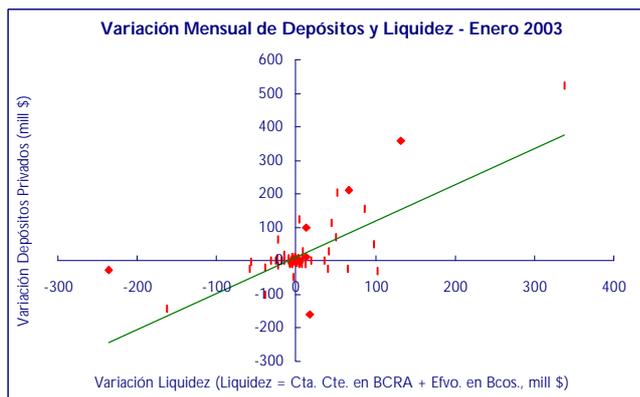
Informe Monetario Mensual

Enero 2003

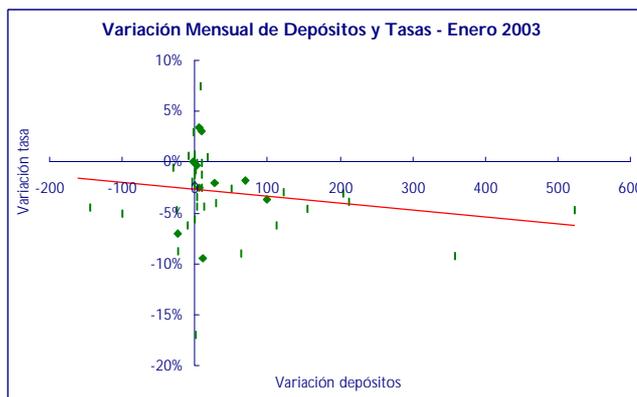
particularmente fuerte: si bien el comportamiento descendente de las tasas de interés luce asociado a aumentos en los depósitos, hay un número apreciable de entidades para las cuales ello no se confirma.

Gráfico 4

a)



b)



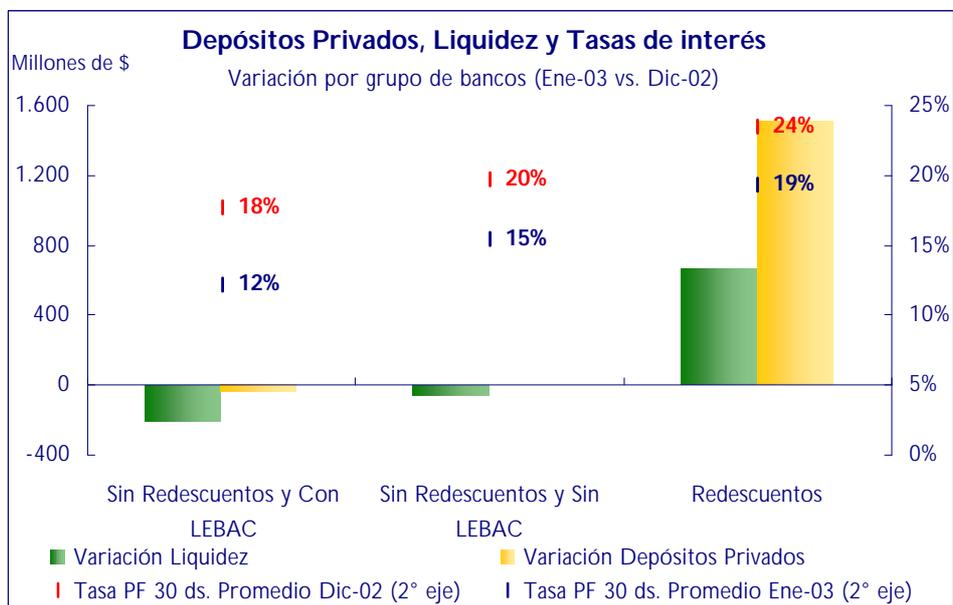
Si nos concentramos sobre los bancos privados que exhibieron las mayores variaciones en depósitos, en todos ellos se advierte de manera definida un descenso en las tasas. En general, también se hallan descensos en la posición de liquidez junto con caídas en los depósitos; no obstante, sigue sin registrarse de manera clara una baja (o suba) en las tasas asociada a la mayor (o menor) liquidez disponible. Ello lleva a buscar algún otro tipo de agrupamiento que pueda explicar mejor el comportamiento de estas variables. Así, es posible clasificar a los bancos entre aquellos que han recibido (y mantienen actualmente en sus pasivos) redescuentos del BCRA y aquellos que no (entre estos últimos, puede distinguirse entre los que poseen tenencias de LEBAC y los que no). La lógica detrás de esta clasificación es la siguiente: los bancos que reciben asistencia por iliquidez deberían estar orientándose más específicamente a la captación de depósitos (con el objetivo de recomponer su liquidez), a la inversa de aquellos que no han solicitado tal asistencia. Los primeros deberían incrementar su posición de liquidez, y presentar tasas más altas que los segundos (dentro del grupo de estos últimos, aquellos que participan en las licitaciones de LEBAC deberían tender a alinear sus tasas con las de esos instrumentos). Para los meses de diciembre y enero, los datos son consistentes en principio con tales relaciones: el grupo de bancos con redescuentos incluye a aquellos que han visto el mayor incremento en sus depósitos privados entre ambos meses, y pagan tasas relativamente mayores, en promedio, por depósitos a 30 días; por el contrario, el conjunto de bancos sin redescuentos registra una disminución de sus depósitos, y sus tasas ofrecidas para colocaciones a plazo son menores. En enero, los bancos con redescuentos pagaban en promedio tasas del 19% por sus depósitos a 30 días de plazo, mientras que los que no recibieron asistencia pagaban tasas del 14% por tales colocaciones. Asimismo, y como se observa en el gráfico, si bien todos los tipos de banco disminuyeron sus tasas entre diciembre y enero, los bancos que no tienen redescuentos son los que verifican la mayor baja.



Informe Monetario Mensual

Enero 2003

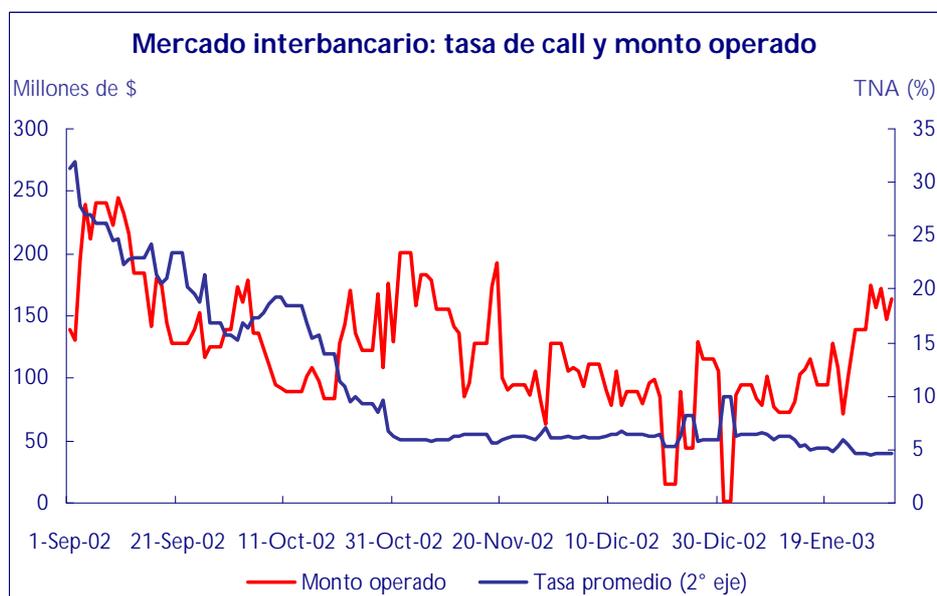
Gráfico 5



A lo largo del mes de enero las tasas de interés por depósitos a plazo evidenciaron caídas que las llevaron -en promedio- a niveles entre 4 y 6 puntos porcentuales menores a los del mes anterior, para los tramos de colocaciones hasta 90 días. Es así que las tasas de interés para depósitos de entre 14 y 30 días de plazo alcanzaron un nivel promedio de 16%. Para los depósitos con madurez superior a tres meses la disminución fue aún mayor, y alcanzó entre 7 y 9 puntos porcentuales. Estas tasas de interés continúan siendo altas en términos reales, dada la inflación observada y que no se esperan alzas importantes en los precios.

En el mercado de *call* el monto promedio operado hasta 15 días de plazo aumentó un 7%, aunque en términos históricos el mercado continúa siendo muy poco líquido. Asimismo, al igual que en el resto de los mercados, la tasa de interés mostró una leve caída, promediando en el mes un nivel de 5,6%.

Gráfico 6





Informe Monetario Mensual

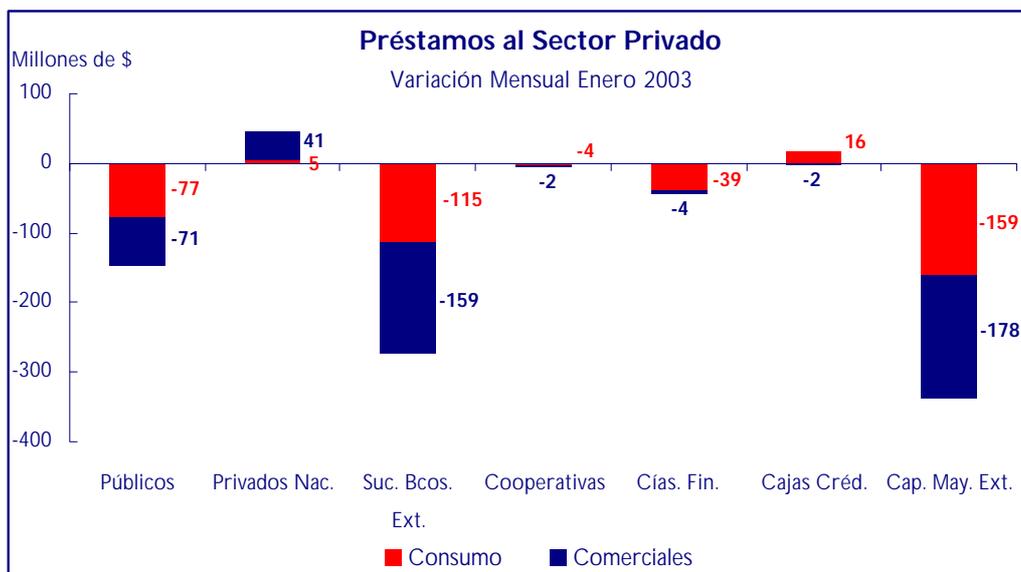
Enero 2003

Evolución de Préstamos

Durante el mes de enero, los préstamos al sector privado continuaron evidenciando una tendencia decreciente, al registrar cancelaciones netas por un monto total de \$750 millones. La mayor parte de las cancelaciones se concentraron en los bancos públicos, en las sucursales de bancos extranjeros y en los bancos con capital mayoritariamente extranjero, mientras que los bancos privados nacionales registraron un leve incremento de su stock de préstamos, tanto comerciales como de consumo.

Dado que el mercado de crédito se halla deprimido, los niveles de cancelaciones netas que se observan en la actualidad pueden asociarse a la ausencia de nuevos préstamos, sobre todo en el área de consumo. La depresión del mercado crediticio se explica por la escasa demanda de créditos, vinculada al bajo nivel de actividad, y por la falta de oferta de préstamos, asociada a las políticas de posicionamiento en activos de riesgo que mantienen las entidades bancarias.

Gráfico 7



El stock de préstamos de consumo disminuyó en enero \$370 millones, de los cuales el 60% corresponde a la cartera hipotecaria, el 22% a la cartera de créditos prendarios, el 13% a la cartera de créditos personales y el resto a tarjetas de crédito. Frente a la falta de otorgamiento de nuevos préstamos, lo que parece venir observándose desde principios del año pasado es una caída del stock de capital por maduración –sería este factor, y no la cancelación contra depósitos desafectados, el que explicaría en mayor medida la evolución de los créditos. Si bien durante el año pasado se registraron fuertes cancelaciones totales hipotecarias, en términos absolutos, el ritmo de cancelaciones se fue estabilizando hacia fin de año y se observa que la tasa de variación de las mismas es mucho mayor en los préstamos personales y los prendarios, por ser de menor plazo, que en los hipotecarios, por tratarse de créditos con vencimientos más largos. Las financiaciones de tarjetas de crédito, por su parte, continúan evidenciando una tendencia decreciente asociada al bajo nivel de consumo.

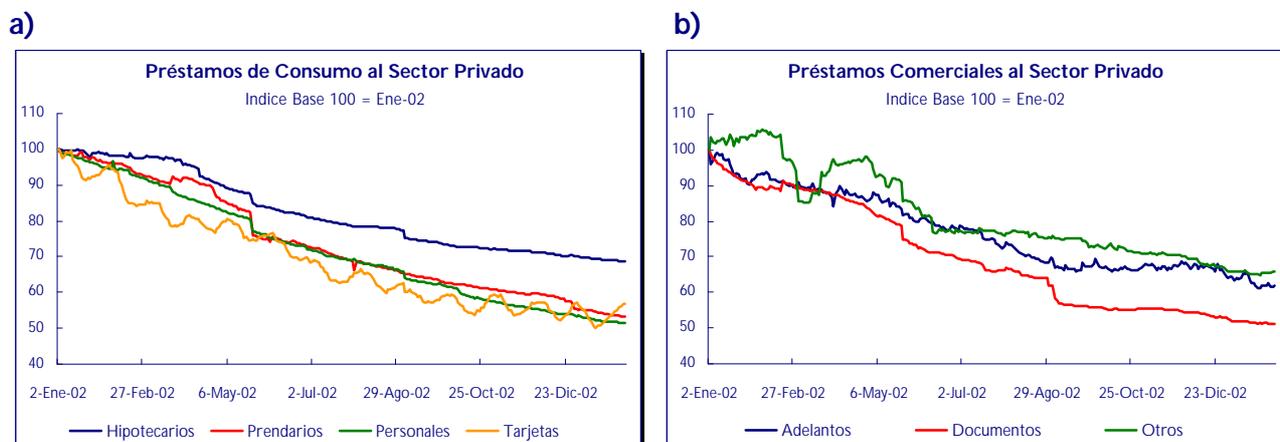
En el caso de los préstamos comerciales, en enero se observó una cancelación neta de \$ 400 millones, de los cuales el 50% corresponde a documentos, el 44% a adelantos en cuenta corriente y el resto a otros préstamos. Dado que la cartera crediticia comercial está relacionada con la actividad industrial, el alto nivel de las cancelaciones netas de enero, en relación al de los meses anteriores, puede asociarse al menor otorgamiento de nuevos créditos debido al receso estival.



Informe Monetario Mensual

Enero 2003

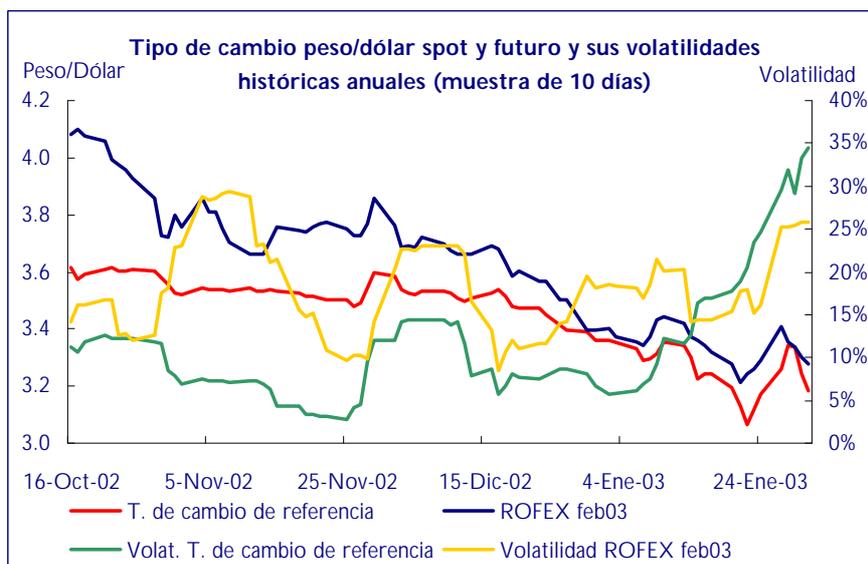
Gráfico 8



Mercado cambiario: continúa el fortalecimiento del peso

En el mercado cambiario continuó la apreciación del peso con respecto al dólar, que alcanzó a 5% en el mes (de acuerdo al tipo de cambio de referencia publicado por BCRA). Ello se debió a que la oferta de dólares generada por las operaciones de comercio exterior no fue acompañada por un aumento de igual magnitud en la demanda. La apreciación del peso fue parcialmente atenuada por el efecto asociado a las medidas de flexibilización cambiaria comentadas en este mismo informe. Alguna influencia han tenido también las aún altas tasas de interés reales en pesos que hacen más atractivas las colocaciones en moneda doméstica. La volatilidad del peso⁴ se ubicó en 34% anual al término del mes, por encima del promedio de 8% anual registrado para el período comprendido entre agosto y diciembre de 2002. Asimismo, se observa que a partir de la segunda parte de enero, la volatilidad del tipo de cambio spot superó a la del tipo de cambio futuro con vencimiento a fines de febrero, de acuerdo a la cotización registrada en el Mercado a Término de Rosario.

Gráfico 9



⁴ Definida como el desvío estándar, para diez días hábiles, del logaritmo natural de la variación diaria del tipo de cambio (el desvío se define como la raíz de las diferencias entre la variable y su media divididas por $n-1$ observaciones).



Informe Monetario Mensual Enero 2003

Resulta relevante destacar que la mayor volatilidad observada está relacionada con la menor intervención del Banco Central en el mercado cambiario: en efecto, la menor presencia de BCRA tiende a una normalización del mercado, y así la volatilidad refleja el carácter cada vez más libre de la operatoria entre particulares –estamos entonces frente a una volatilidad de carácter “sano”. Durante enero, el Banco Central tomó una serie de medidas tendientes a eliminar las restricciones impuestas anteriormente sobre el mercado de cambios. A continuación, se comentan tales medidas.

- Aumento del límite máximo de la relación entre la posición general de cambios de las entidades en relación a su Responsabilidad Patrimonial Computable. Esta pasó del 5% (que regía hasta fines del 2002) y fue incrementada primero al 6% y luego al 8%. Las entidades financieras aprovecharon esta flexibilización, aumentando ligeramente su posición. Se estima que dicho incremento fue de USD 88 millones para todo el sistema.
- Flexibilización del pago anticipado de importaciones de bienes de capital, repuestos, partes y piezas (com. “A” 3846), medida extendida luego al resto de pagos de importaciones (com. “A” 3859). Si bien en el primer caso los efectos podrían aún no ser significativos (por lo menos hasta que se profundice la recuperación económica), en el segundo caso ya los efectos se hicieron sentir durante el mes de enero, estimándose un flujo de USD 16 millones, que podría mantenerse e incluso incrementarse en los próximos meses.
- Liberalización del pago de intereses financieros (com. “A” 3843) y de utilidades y dividendos (com. “A” 3859). Esta medida permitió que los agentes económicos pudieran regularizar rápidamente sus compromisos con el exterior. En el primer caso se estima que en enero se giraron en concepto de intereses USD 90 millones y de utilidades y dividendos USD 69 millones.
- Flexibilización del pago de capital. Si bien aún se mantienen ciertas restricciones, durante el mes se tomaron varias medidas que permitieron: por un lado, la cancelación mensual de hasta USD 150.000 por deudor; por otro lado, pagar el 10% al contado de la deuda financiera cuando se realice una refinanciación del resto de la misma a por lo menos 5 años de vida promedio; y, por último, se dispuso permitir la compra de divisas para la constitución de un fondo fiduciario para la reestructuración de deuda financiera. Estas dos últimas medidas tendrán un efecto menos inmediato, porque los deudores deberán encarar un proceso de reestructuración con sus acreedores. Sin embargo, ya en el mes de enero se concretaron algunas operaciones por alrededor de USD 24 millones.
- Para todos los agentes económicos se aumentó de USD 100.000 a USD 150.000 el monto total de compra de divisas en concepto de inversión de cartera y directa. Esto conllevó un incremento mensual de USD 40 millones en la demanda de divisas.
- Se elevó de USD 200.000 a USD 1.000.000 el monto mínimo de las operaciones de exportación, cuyas divisas los bancos deben ceder al BCRA (com. “A” 3619). Así, se normalizó prácticamente el funcionamiento del mercado cambiario, ya que la gran mayoría de las operaciones se canalizan ahora a través de los agentes autorizados a operar en cambios, sin intervención del Banco Central. A esos agentes se les ha permitido aún realizar transacciones de cambio intradiarias, con la sola restricción de que todas las operaciones deben realizarse a través del Sistema Electrónico SIOPEL. Ello ha permitido una rápida modernización del ámbito en que se realizan las transacciones. En el gráfico adjunto se puede observar la fuerte reducción de la compra de divisas de exportadores por parte de este Banco Central, como consecuencia de esta medida, descendiendo su promedio de USD 60 millones por día a USD 10 millones.
- Con el fin de evitar los problemas que ocasiona en el mercado la falta de líneas de crédito que se otorgan actualmente los agentes, el BCRA ha comenzado a actuar como verdadero intermediador en las operaciones, sin costo alguno para las partes. Este procedimiento ha contribuido a destrabar el mercado de cambios, lo que es posible comprobar al analizar el fuerte incremento que tuvieron las operaciones de cambio entre los agentes. De hecho, en los gráficos adjuntos se puede observar tanto el crecimiento que tuvieron las operaciones entre terceros canalizadas a través del Banco Central, las cuales actualmente alcanzan un promedio de USD 20 millones por día, así como el



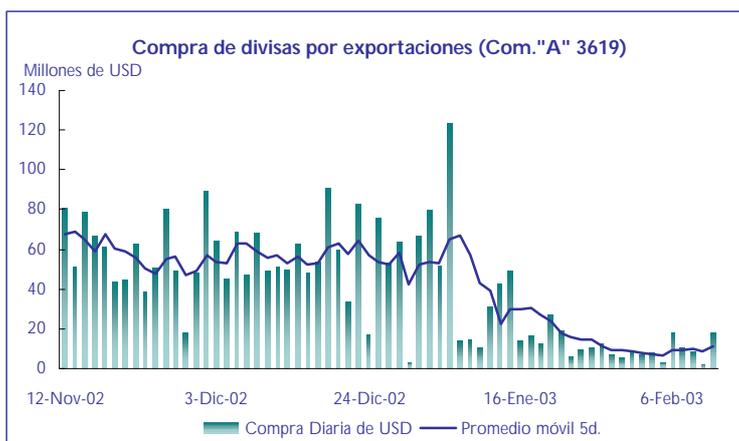
Informe Monetario Mensual

Enero 2003

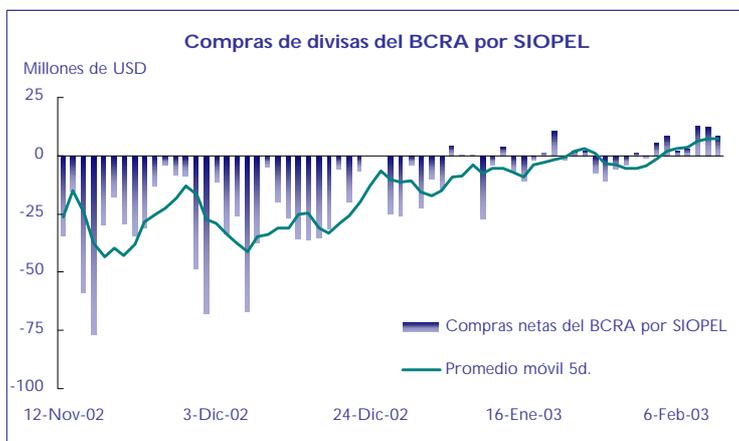
fuerte incremento que se produjo en el volumen operado diariamente a través del sistema Siopel-Forex del MAE, cuyo promedio creció, en menos de un mes, de USD 20 millones por día a más de USD 100 millones. Es importante remarcar el crecimiento de las operaciones entre entidades que ocurrieron desde comienzos de este año: se ha reducido fuertemente la intervención directa del Banco Central en el mercado de cambios, siendo desde entonces cada vez más importante las operaciones que los agentes realizan entre ellos.

Gráfico 10

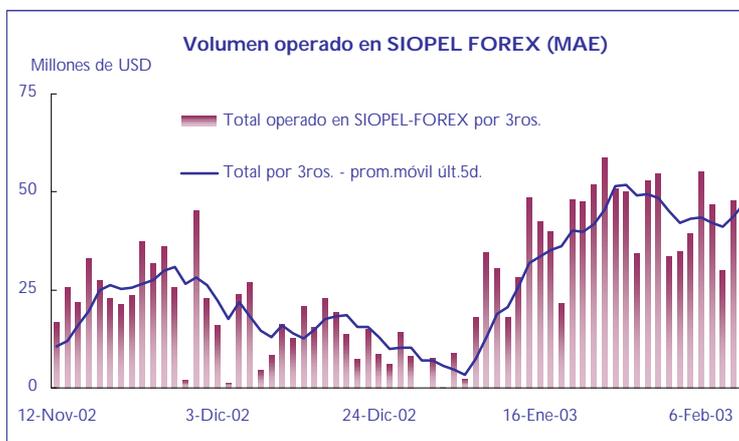
a)



b)



c)





Informe Monetario Mensual

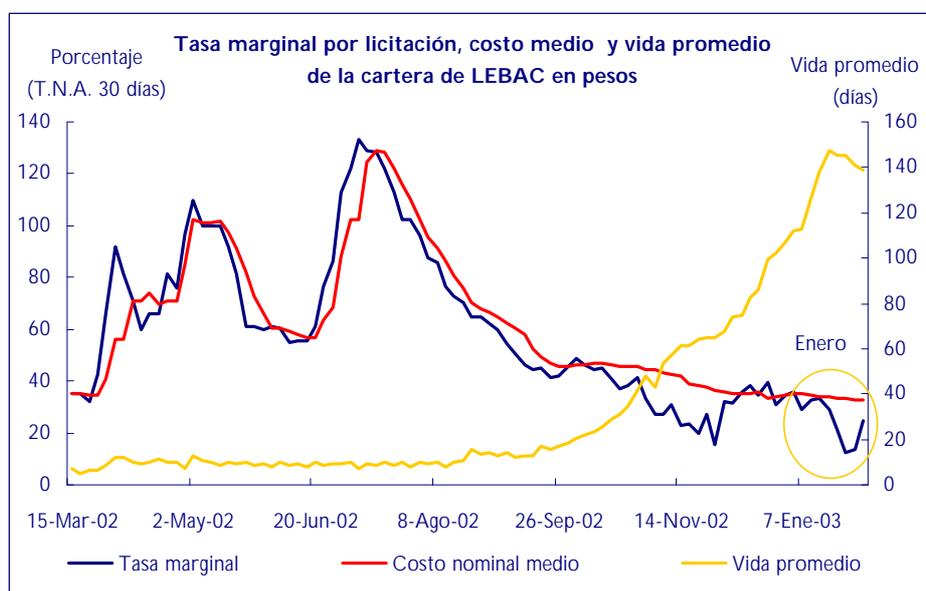
Enero 2003

Con respecto a la relación entre el peso y el real, si bien se observó una depreciación del peso de 11% en los primeros 10 días de enero, el mes finalizó en el mismo nivel que diciembre. Por su parte, el peso se apreció un 3% con respecto al euro.

Mejoras en las condiciones de colocación de las LEBAC

En el transcurso del mes se realizó la segunda mayor colocación neta mensual de LEBAC en el mercado primario desde la aparición de estos instrumentos en marzo de 2002. Tal hecho, que implicó una contracción monetaria de \$766 millones, fue llevado a cabo principalmente mediante la adjudicación de LEBAC en pesos de 6 y 9 meses de madurez. Ello, sumado al comienzo de las colocaciones de este tipo de deuda en pesos con vencimiento dentro de 5 y 12 meses permitió continuar aumentando la madurez promedio, que al término de enero alcanzaba los 139 días –contra 103 días a fin de diciembre. Al 31 de enero el stock de LEBAC en pesos era de \$4.138 millones mientras que el de dólares era USD 182 millones. Tales mejoras se lograron sin incrementar el costo nominal medio del portafolio, que fue de 32,8% al finalizar enero (contra 34,3% de fin de diciembre). Esto se debió a que el costo marginal de cada una de las licitaciones observó un apreciable descenso -de 10 puntos porcentuales en promedio respecto a la última licitación de diciembre de 2002. A pesar de este resultado, se verificó una reversión en la tendencia decreciente del costo marginal en las últimas licitaciones, básicamente debida a la mayor colocación de las LEBAC de mayor vida promedio.

Gráfico 11



Por otra parte, si se consideran las expectativas de tasas de interés para LEBAC en pesos implícitas en las tasas de interés pagadas en las licitaciones⁵, se destacan tres características (se grafican solamente tres de las nueve licitaciones realizadas en enero teniendo en cuenta que resultan representativas para el total de ellas). En primer lugar, al cabo de un mes, podría inferirse el anticipo de un incremento en el costo para las colocaciones independientemente del plazo de las mismas –pues la curva de tasa a futuro implícita se

⁵ Al hablar de tasas implícitas nos referimos a lo siguiente: cada licitación determina tasas de rendimiento para distintos plazos (correspondientes a LEBAC con diferentes vencimientos). Entre, p.ej., el vencimiento a 30 y el vencimiento a 60 días, hay una tasa implícita de un mes a futuro. Esto es, la tasa a 60 días expresa en parte (implícitamente) la expectativa acerca de cuál será la tasa de un mes dentro de 30 días.

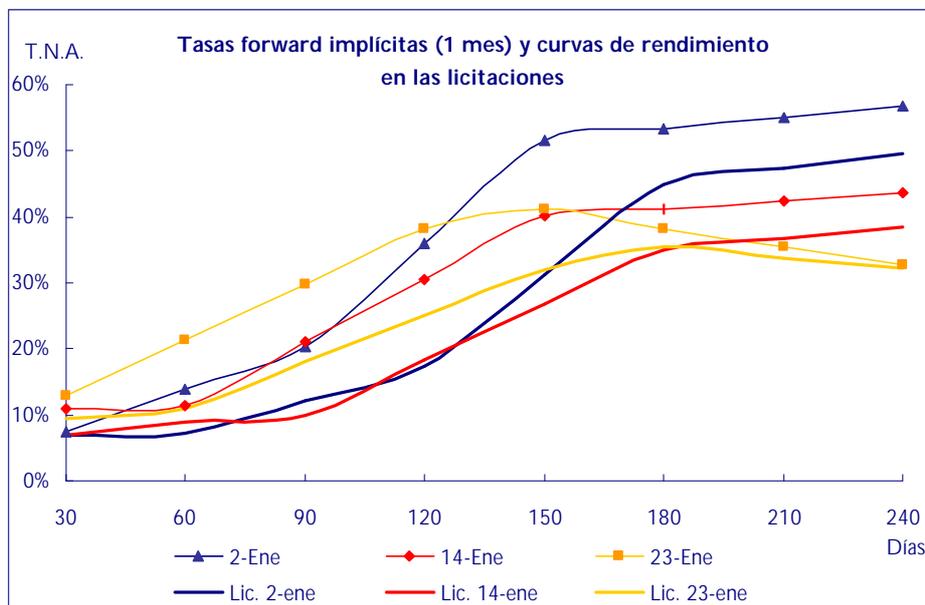


Informe Monetario Mensual

Enero 2003

encuentra siempre por encima de la curva de rendimientos de la licitación correspondiente. A este respecto, cabe destacar que lo mismo había ocurrido en meses anteriores, aunque luego no se verificó dicho aumento de tasas de interés, lo que puede estar asociado a una prima por liquidez y no a una expectativa de suba de tasas, dado que el mercado secundario de LEBAC se encuentra todavía poco líquido. En segundo término, encontramos un menor *spread* entre las tasas de interés pagadas y las esperadas luego de transcurrido un mes, para los instrumentos con vida promedio mayor a 5 meses. Esto podría estar vinculado con los elevados rendimientos relativos que otorga la deuda de más largo plazo actualmente. Por último, y en correspondencia con la evolución del mercado primario, se observa un aplanamiento gradual de la curva de tasas *forward* durante el mes. Paralelamente, se evidencia un aumento en la pendiente de las curvas de rendimiento resultantes de las licitaciones para los vencimientos posteriores a abril del 2003, evidenciando la incertidumbre asociada al proceso electoral.

Gráfico 12



El Mercado bursátil, desvinculado de la evolución internacional

El comportamiento del mercado de acciones doméstico, medido a través de la evolución del índice Merval, arrojó un resultado positivo de 4,7% durante el mes de enero (cuando se incorpora el efecto de la apreciación del peso respecto del dólar, el resultado asciende a 10,7%). Ello fue consecuencia principalmente del alza registrada en la primera mitad de este período, la cual estuvo vinculada a la concreción de la firma del acuerdo con el F.M.I. y a la flexibilización de los controles sobre el mercado de cambios. Por otra parte, el rendimiento positivo de este índice estuvo totalmente desvinculado de la evolución de los mercados bursátiles de los países desarrollados y también del desarrollo que tuvieron las acciones en Brasil.

El inminente enfrentamiento armado entre Estados Unidos e Irak repercutió negativamente no solamente sobre el comportamiento de los mercados de acciones estadounidenses, sino que además deprimió las expectativas en torno a la demanda futura de productos europeos y japoneses. Ello, se vio acentuado por la disminución en las calificaciones crediticias de algunos de los mayores bancos japoneses y a la mayor incertidumbre respecto a las cotizaciones futuras de los precios del mercado inmobiliario inglés. Asimismo, la posibilidad del desencadenamiento de una guerra, impide que los inversores internacionales



Informe Monetario Mensual

Enero 2003

tomen posiciones agresivas sobre los activos más riesgosos, como es el caso de las acciones que cotizan en la bolsa brasileña.

Gráfico 13

