

## Informe Monetario

Diciembre 2002

### Síntesis

- ✓ La evolución de las variables monetarias evidenció el impacto de los factores estacionales propios de diciembre.
- ✓ Es así que los medios de pago (M2) aumentaron en promedio un 8% impulsado por la demanda de circulante por parte del público, que se incrementó en \$2.600 millones.
- ✓ En línea con las expectativas del BCRA, la liberación del corralito financiero no tuvo mayor impacto en el sistema financiero. Los depósitos a la vista no presentaron variaciones significativas en su nivel.
- ✓ El aumento de los medios de pago en pesos fue financiado básicamente por la compra de dólares del BCRA. Esto, a su vez generó un aumento en las reservas internacionales del BCRA que alcanzaron U\$10.476 millones.
- ✓ Las pagos por amparos continuaron en el nivel de los últimos meses, registrando en diciembre un efecto total de \$880 millones. Por su parte, la desafectación de CEDRO ajustados por CER alcanzó \$870 millones. El sector bancario logró absorber el pago de amparos y el resto de desafectaciones de CEDRO a través de nuevos plazos fijos y el cobro de préstamos.
- ✓ En total el M3 privado (incluyendo CEDRO a 1.4\$/USD) aumentó en \$2.100 millones. En el año la monetización fue de 17.3 puntos del PIB, nivel similar al observado en épocas anteriores de la crisis del Tequila.
- ✓ La base monetaria amplia<sup>1</sup> aumentó en \$2.794 millones (8%), incremento explicado principalmente por la compra neta de divisas. Otros factores de expansión fueron las transferencias de utilidades al gobierno y las operaciones con las entidades financieras.
- ✓ Las tasas de interés por depósitos a plazo se mantuvieron en niveles cercanos al 20% para subir en los últimos días. Por su parte, las tasas de interés asociadas a las operaciones de *call* permanecieron estables alrededor del 6%.
- ✓ La colocación de LEBAC resultó en una contracción monetaria de \$102 millones. Continuó la política de alargamiento de plazos junto con la disminución del costo medio de las mismas. El volumen de ofertas rechazadas indican que los inversores siguen manteniendo su interés en este instrumento.
- ✓ Con respecto a la cotización de monedas, el peso se apreció 6% con respecto a la divisa norteamericana, la paridad entre el peso y el real se mantuvo en tanto que si bien el valor del euro en promedio fue superior en 0.7% que en noviembre, a fin de mes se verificaron prácticamente el mismo nivel que el mes anterior (3.52 \$/euro).

<sup>1</sup> El adjetivo amplia indica que se incluyen cuasimonedas.

Durante diciembre, la base monetaria amplia, en línea con las variaciones históricas observadas para este mes, se incrementó \$2.794 millones (8%). El principal factor de expansión fue la monetización de los excedentes del comercio exterior. El Banco Central esterilizó a través de operaciones de mercado alrededor del 50% de las compras por liquidación de exportaciones. De esta forma, el saldo de la compra neta de divisas resultó expansivo en \$1.935 millones (U\$S 550 millones), por lo que esta expansión tuvo respaldo en divisas.

**Tabla 1**

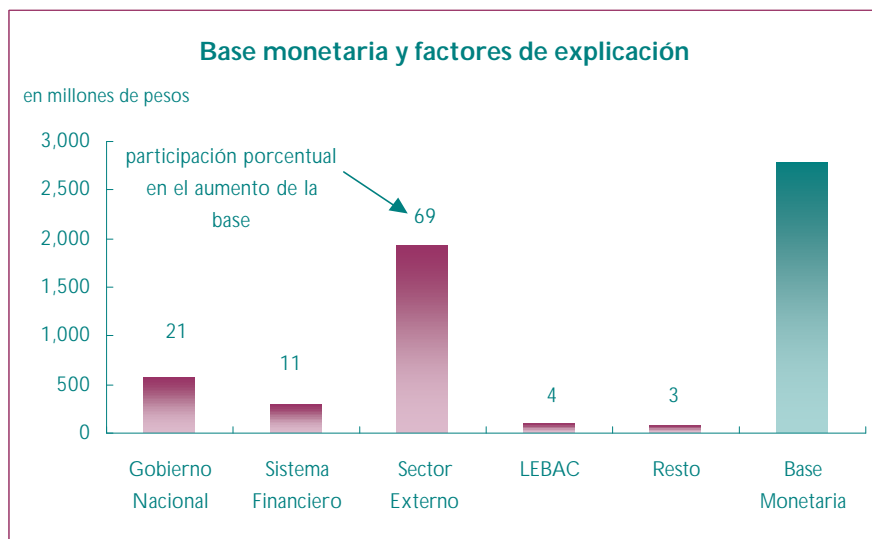
Flujo en millones de pesos	Diciembre
<b>1. Factores de expansión de la Base Monetaria</b>	<b>5,275</b>
<b>a. Gobierno Nacional</b>	578
Adelanto transitorio	0
Anticipo de utilidades	1,031
Resto	-453
<b>b. Sistema Financiero<sup>(1)</sup></b>	303
<b>c. Liquidación de exportaciones en el BCRA</b>	4,319
En dólares	1,229
<b>d. Resto</b>	76
<b>2. Base Monetaria</b>	<b>2,794</b>
<b>a. Circulante en poder del público</b>	2,613
<b>b. Reservas bancarias</b>	181
Circulante en bancos	120
Cuenta corriente en el BCRA	61
<b>3. Instrumentos de política monetaria</b>	2,481
<b>a. Intervención cambiaria</b>	2,384
<b>b. Lebac</b>	102
<b>Activos Internos Netos (1) - (1c) - (3b)</b>	<b>854</b>

(1) Incluye la remuneración de cuentas corrientes en el BCRA por \$289 millones y un ajuste de pasivos activos con efecto expansivo de \$126 millones.

Otro factor de expansión fue la asistencia al Gobierno Nacional, cuyo efecto monetario fue de \$578 millones. Es importante aclarar que si bien se transfirieron \$1.031 millones al gobierno nacional en concepto de adelanto de utilidades, estas fueron en parte destinadas al pago de obligaciones contraídas con organismos internacionales (casi U\$S140 millones) por lo que no tuvieron impacto monetario.

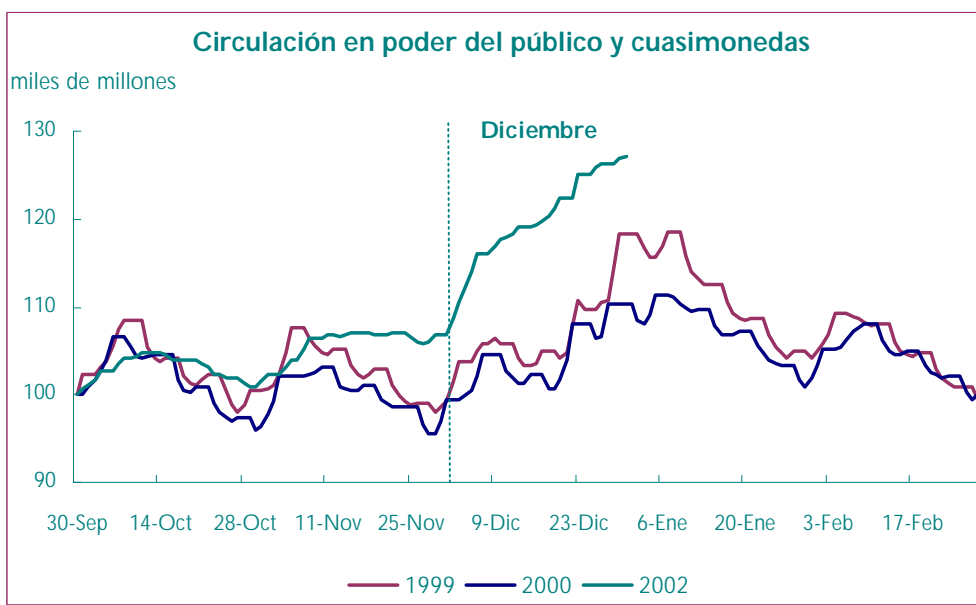
Las operaciones entre el Banco Central y las entidades financieras, por su parte, resultaron en una expansión monetaria de \$300 millones. En este rubro, si bien las cancelaciones de capital y amortizaciones de primas e intereses de la asistencia otorgada a los bancos ascendieron a \$112 millones, la acreditación de la remuneración de sus cuentas corrientes en el BCRA junto con un ajuste de los pasivos activos más que compensaron dicho efecto.

**Gráfico 1**



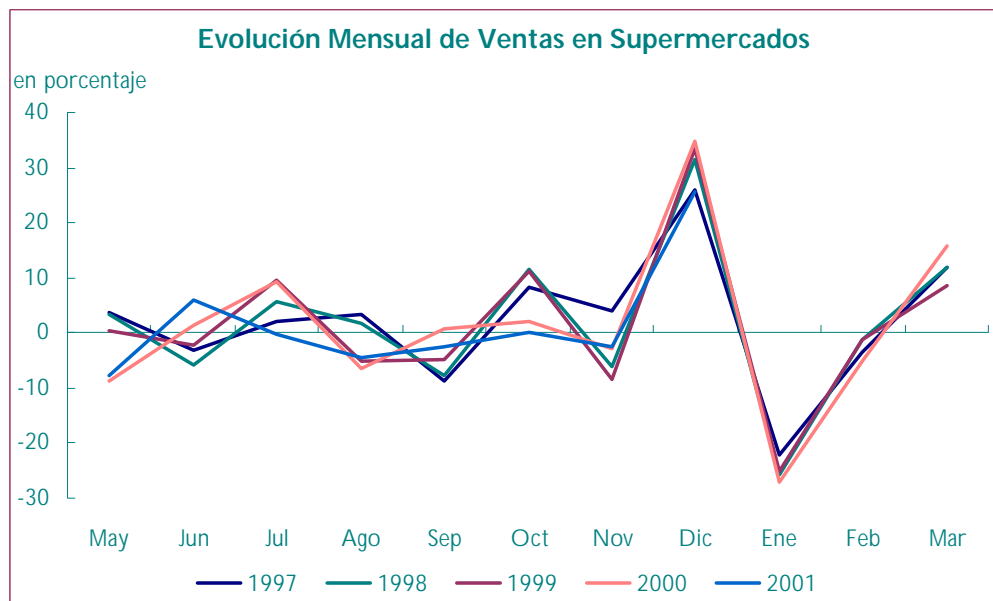
Diciembre es un mes en el que puede observarse una marcada estacionalidad positiva de la demanda de dinero, en especial, del circulante en poder del público que suele incrementarse fuertemente. En esta oportunidad, el aumento del circulante amplio fue de \$2.600 millones, (12%).

**Gráfico 2**



La estacionalidad del circulante está asociada a la demanda de bienes, estacionalidad que se ha observado aún en épocas de bajo nivel de actividad. Las cifras asociadas a las ventas de supermercados, por ejemplo, en especial durante los últimos años en los cuales predominaba un marco recesivo, confirman este comportamiento estacional en el consumo. En este rubro, las ventas a precios constantes, suelen subir en promedio un 30% a fin de año.

**Gráfico 3**

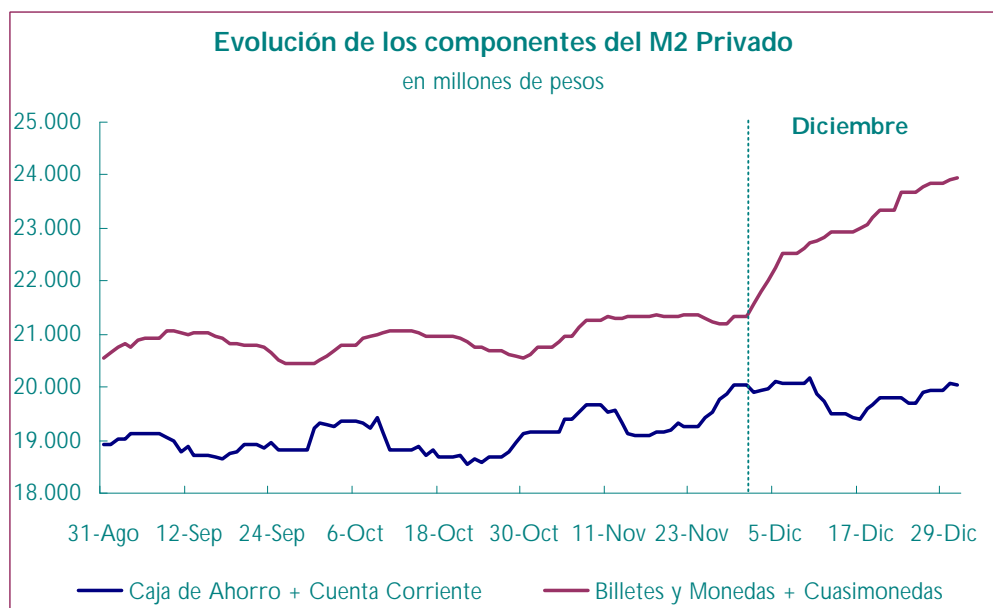


El aumento de la demanda de bienes origina un aumento en el nivel de transacciones de la economía doméstica. Este incremento en las operaciones no solo impacta en la velocidad de rotación de los saldos transaccionales sino que también promueve un aumento de los medios de pago.

Durante diciembre el agregado M2 privado<sup>1</sup> que resume el nivel de los saldos monetarios más líquidos, aumentó en promedio 6,3%. Si consideramos la evolución estimada de este agregado en términos del PIB, el aumento evidenciado este año fue de un punto porcentual, similar al observado en promedio en los últimos años.

Si se analiza la evolución de los componentes del M2 Privado, su incremento se originó totalmente en el comportamiento del circulante en poder del público ya mencionado. Si bien este último representó en promedio el 44% del M2 privado en diciembre, entre puntas su participación aumentó 4 puntos porcentuales.

**Gráfico 4**



<sup>1</sup> Definido como la suma de la circulación en poder del público, el saldo en las cuentas corrientes bancarias, cajas de ahorros en pesos y el stock de cuasimonedas en circulación.

El otro componente del M2, los depósitos a la vista, no presentó mayores variaciones en su nivel. Por el contrario, sí se observaron cambios en su composición. Las colocaciones en caja de ahorros disminuyeron alrededor de \$260 millones, variación que fue totalmente compensada por el crecimiento de las cuentas corrientes. Las compras realizadas a través de las tarjetas de débito de cajas de ahorros, estimuladas por las promociones de rebajas en los precios por su uso, podrían estar afectando la composición de los depósitos a la vista, aunque este supuesto no puede verificarse con la información disponible.

Es importante recordar que a principios de diciembre se produjo la liberalización del llamado "corralito", sin embargo, este hecho, y tal como se preveía no tuvo mayor impacto en el sistema.

Durante diciembre, los bancos debieron afrontar la devolución de amparos por casi \$1.070 millones, lo que dado el tipo de cambio al que se realizaron los pagos, equivale a una desafectación nominal de CEDRO de \$440 millones (\$600 millones ajustado por CER). Adicionalmente, se observó una desafectación de CEDRO por otros conceptos por \$280 millones, cifra que asciende a \$390 millones si se ajusta por el CER. En resumen, la desafectación total de CEDRO, ya sea por recursos de amparo, pago de préstamos, amortizaciones dentro del cronograma establecido y las excepciones por razones humanitarias, totalizaron \$1.460 millones.

**Tabla 2**

Flujos Mensuales en millones de pesos	Diciembre
<b>1. Depósitos en pesos (a+b)</b>	<b>425</b>
<b>a. Sector Privado pesos</b>	<b>499</b>
Caja de ahorro	-335
Cuenta Corriente	331
Otros	24
Plazo Fijo	479
<b>b. Sector Público pesos</b>	<b>-74</b>
<b>2. CEDROs</b>	<b>-1.458</b>
<b>Amparos <sup>(1)</sup></b>	<b>-1.066</b>
Stock (a 1.4\$/USD)	-437
Ajuste CER	-172
Diferencia por pago a tipo de cambio libre	-456
<b>Otras desafectaciones <sup>(2)</sup></b>	<b>-392</b>
Stock (a 1.4\$/USD)	-279
Ajuste CER	-113
<b>3. Efecto de la caída de dep sobre la liquidez del sistema (1 + 2)</b>	<b>-1.033</b>
<b>4. Depósitos en dólares (en USD)</b>	<b>38</b>

(1) Cifra estimada.

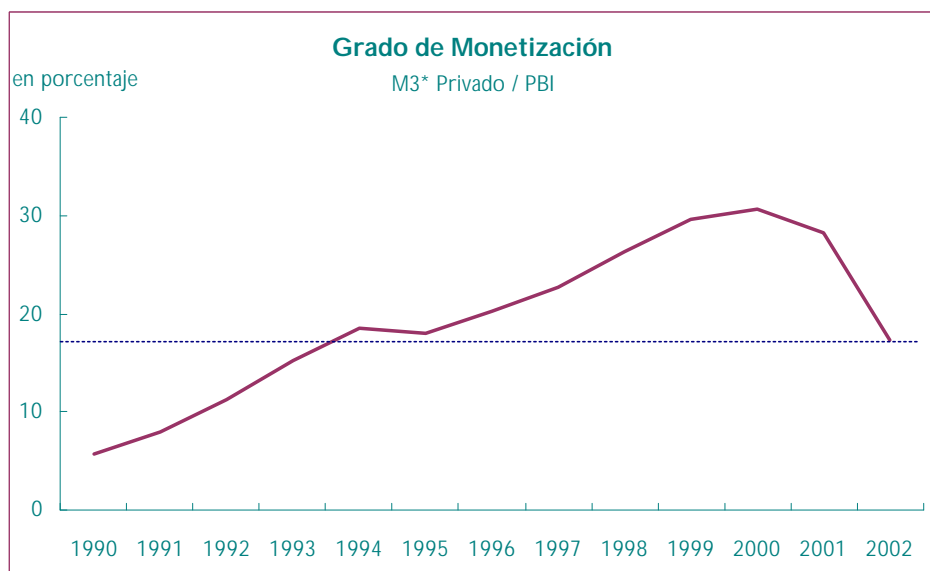
(2) No incluyen caída de CEDROs canjeados por BODEN.

Una fracción de estas desafectaciones de pasivos regresó al sistema en forma de depósitos a plazo fijo. En diciembre, estos aumentaron alrededor de \$480 millones (2,8%), crecimiento que se concentró especialmente durante la última semana del mes. Esta suba en las colocaciones a plazo fue muy inferior a la observada en los últimos meses -el aumento

promedio mensual evidenciado desde agosto superaba los \$2.000 millones. Esta desaceleración es también atribuible a la preferencia por mantener posiciones más líquidas evidenciada por el sector privado. Como ya se ha dicho, diciembre es un mes con una fuerte estacionalidad en la demanda de dinero transaccional y, por lo tanto, no es esperable un aumento importante en los depósitos a plazo.

El M3 privado definido como el M2 más otros depósitos a la vista, los depósitos a plazo fijo y los CEDRO a 1,4 \$/USD, se incrementó durante diciembre \$2.400 millones explicado fundamentalmente por el aumento en los medios de pago ya mencionado. De esta manera, el nivel de monetización de la economía<sup>2</sup> en el año 2002 fue en promedio de 17,3 puntos en términos del PIB – una disminución de 11 puntos porcentuales respecto al año anterior. Es importante notar que la pesificación a 1,4\$/U\$S de los saldos en dólares (considerando el saldo de depósitos en dólares al 31 de diciembre) implicó, a principio de 2002, un aumento de la relación M3/PIB en pesos de aproximadamente 5 puntos porcentuales. Por su parte, los canjes optativos de CEDRO por BODEN representaron una desmonetización en promedio de alrededor de 1 punto. Como puede observarse en el gráfico, la monetización alcanzó un nivel similar al observado previo a la crisis del Tequila (principios del año 1995).

**Gráfico 5**



La caída de pasivos se distribuyó de forma relativamente pareja entre los distintos tipos de entidades financieras. Si consideramos tres grandes subgrupos de bancos<sup>3</sup>: los bancos públicos, privados extranjeros (ya sean sucursales o de capital mayoritariamente extranjero) y privados nacionales, se puede observar que la caída que tuvieron que afrontar fue de 42%, 30% y 28% del total de sus pasivos, respectivamente.

De la mencionada cancelación de pasivos bancarios, una parte volvió al sistema a través del cobro de préstamos. Durante el mes de diciembre, las cancelaciones netas de préstamos al sector privado ascendieron a alrededor de \$1.000 millones<sup>4</sup>, de los cuales \$660 millones correspondieron a préstamos comerciales y \$340 millones, a préstamos de consumo.

En el caso de las líneas comerciales es importante destacar que este mes se realizaron cancelaciones excepcionales de préstamos corporativos por un monto aproximado de \$400

<sup>2</sup> Definido como el promedio de los saldos a fin de mes de M3\* (incluyendo los depósitos en dólares a tipo de cambio libre) sobre el PIB.

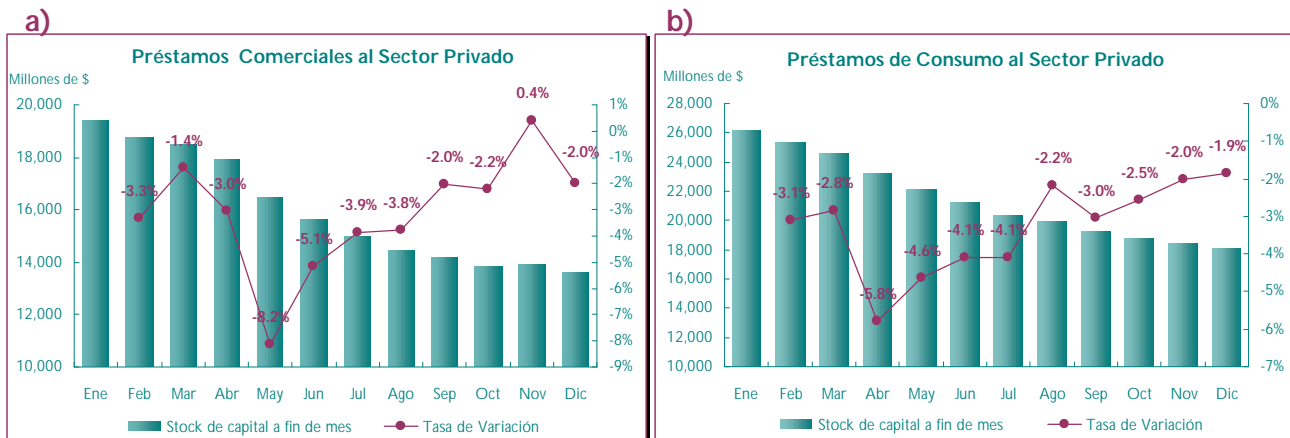
<sup>3</sup> Se excluyen las entidades financieras y cajas de crédito.

<sup>4</sup> Cabe recordar que parte de esta cancelación fue realizada contra la devolución de CEDRO.

millones, concentradas en los bancos con capital mayoritariamente extranjero y las sucursales de bancos extranjeros. Con lo cual, exceptuando estas operaciones, el comportamiento de los préstamos comerciales es similar al observado en meses anteriores, registrando una tasa de variación de -2% sobre el stock de capital.

En el caso de los préstamos de consumo, si bien su stock continúa mostrando una tendencia decreciente, como puede observarse en el gráfico, su tasa de variación mensual se ha ido desacelerando pasando de caídas de entre el 4 y 5% hasta mediados de año a una disminución de 1,85% del stock de capital en diciembre.

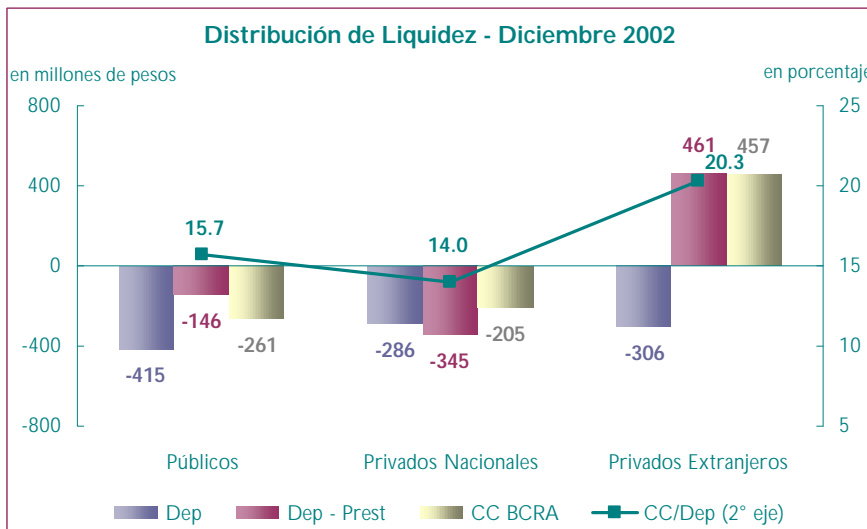
**Gráfico 6**



Cabe señalar que el comportamiento de los préstamos al consumo no fue totalmente homogéneo por grupo de entidades. La mayor parte de las cancelaciones se concentraron en las sucursales de bancos extranjeros, los bancos con capital mayoritariamente extranjero y los bancos públicos, mientras que los bancos privados nacionales incrementaron este tipo de préstamos

Un indicador apropiado de las necesidades de liquidez dada la importante cancelación de préstamos observada hasta el momento es la variación de depósitos neta del cobro de aquellos. Considerando estas cifras, los bancos privados nacionales resultaron los más perjudicados en términos de las necesidades de liquidez, las que ascendieron a \$345 millones aproximadamente. En el caso de los bancos extranjeros, la cancelación de préstamos fue superior al retiro de depósitos y, en términos netos, obtuvieron fondos por \$460 millones

**Gráfico 7**

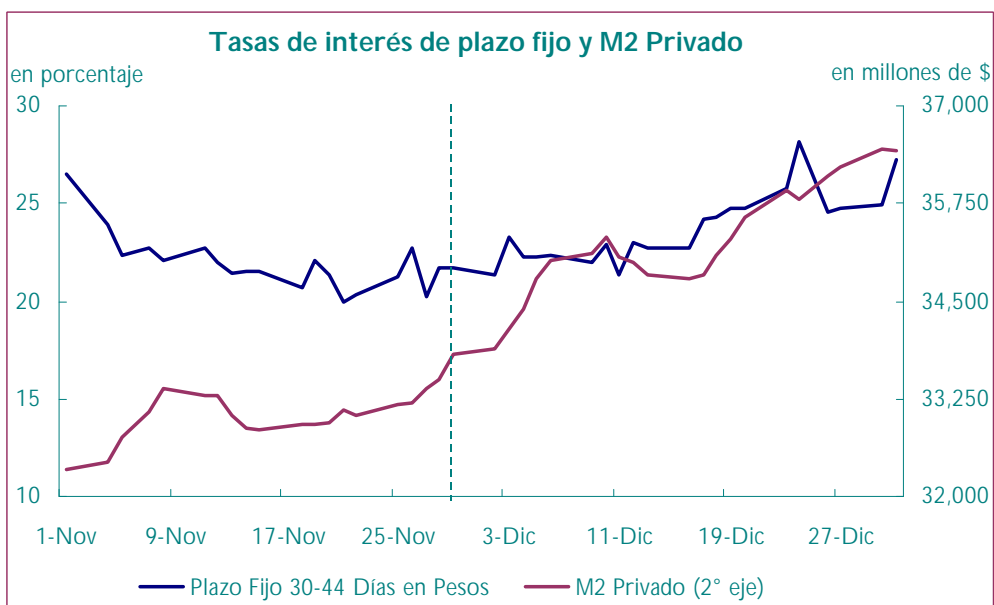


La distribución de liquidez de los bancos tuvo su contrapartida en la posición de reservas bancarias en el BCRA. Sólo el grupo de bancos extranjeros aumentó sus saldos de cuenta corriente en el BCRA, alcanzando una relación de reservas bancarias sobre depósitos privados mayor a 20%. Es importante destacar que, si bien los indicadores de liquidez se han ido recuperando durante el segundo semestre del año, existe una segmentación en el mercado entre bancos con diferente liquidez. En este sentido, las entidades de capital extranjero han mantenido un nivel de liquidez más alto que el resto de los grupos.

En general, a lo largo de diciembre, las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables evidenciando una suba recién en los últimos días del mes. Las tasas de interés pactadas por plazos fijos en pesos a 30 días permanecieron en niveles levemente superiores al 20% n.a. para terminar el mes en un nivel de 26% n.a. para bancos privados. Esta suba de las tasas de interés de los últimos días estuvo asociada al aumento de la demanda de saldos líquidos. Cabe señalar, por otra parte, que los bancos más líquidos remuneraron sus depósitos con las tasas de interés más bajas del mercado. Esto se debe a que, ante la decisión de mantenerse ausentes en el mercado de créditos y restricción de alternativas de inversión, carecen de incentivos para la captación marginal de depósitos.

Estos niveles de tasas de interés son altos cuando se los compara con la inflación pasada (aproximadamente 3,6% anual durante el último trimestre), pero podrían resultar menos atractivos cuando se los compare con la inflación esperada para el primer bimestre de 2003, que suele registrar picos estacionales más altos.

### Gráfico 8



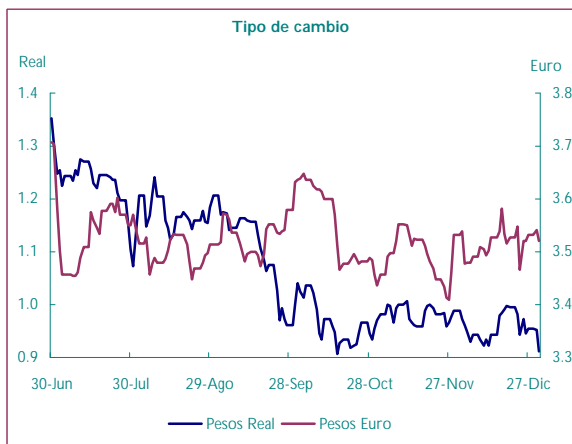
Durante diciembre el BCRA continuó acumulando reservas internacionales que, a fin de año alcanzaron un nivel de U\$10.476 millones recuperando U\$1.650 millones desde su nivel más bajo a principio de agosto. El aumento de las reservas internacionales se produjo a través de las ya mencionadas compras de los excedentes del comercio exterior, que en parte fueron esterilizadas a través de ventas de divisas al mercado. El resultado de estas operaciones, fue compensado en parte por los pagos del gobierno a organismos internacionales (U\$140 millones), lo que llevó a un aumento de las reservas internacionales de U\$450 millones. Esta acumulación de divisas estuvo acompañada de una caída del tipo de cambio. Considerando datos a fin de mes, el precio de la moneda norteamericana pasó de \$3.57 a \$3.36, lo que representó una apreciación del peso del 6%, similar a la experimentada por otras monedas de



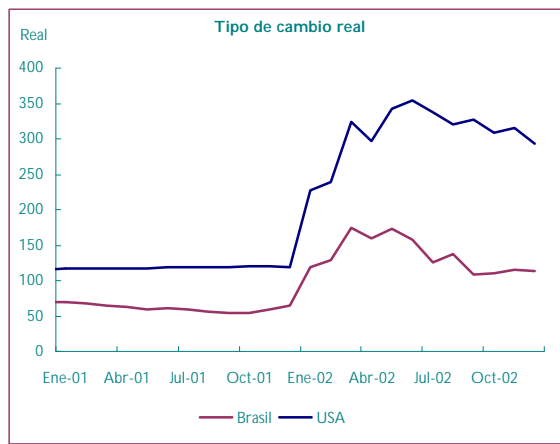
países desarrollados respecto del dólar e inferior a la verificada por el real brasileño, redundando un tipo de cambio efectivo real estable.

**Gráfico 9**

a)

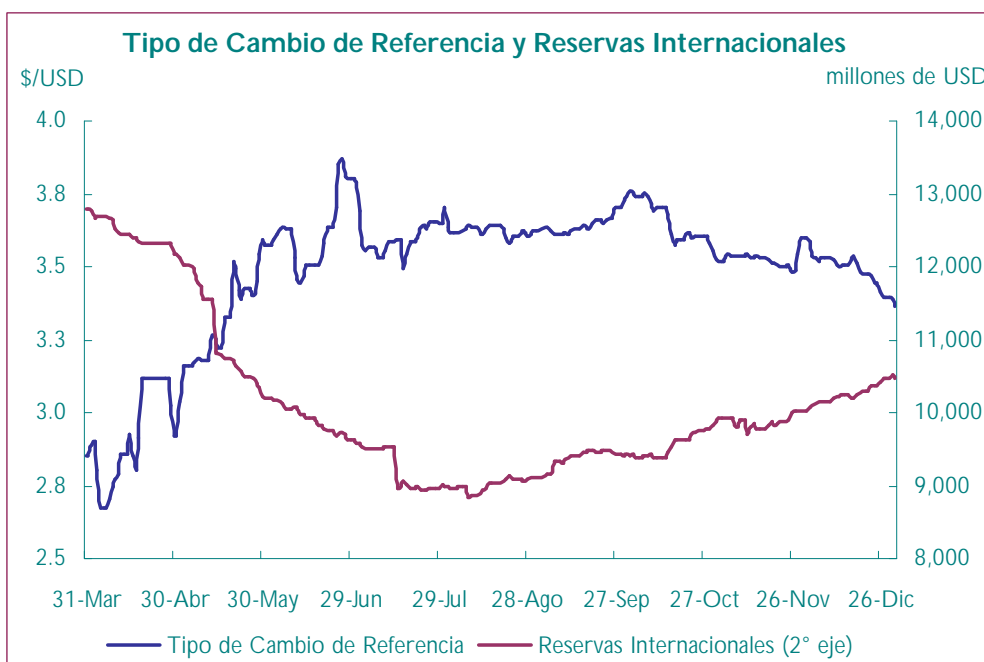


b)



Durante la última semana de diciembre se tomaron algunas medidas para ir liberando gradualmente el mercado cambiario. Entre estas normas se pueden mencionar la suspensión de la operatoria de compra-venta de dólares por Cuenta y Orden del Banco Central, flexibilización para pagos de servicios de capital e intereses al exterior, el aumento del límite de la Posición General de Cambios del 5 al 6%, el incremento de USD100.000 a USD150.000 del límite máximo de compra de divisas sin necesidad de autorización del BCRA, la disminución de los plazos mínimos de financiación de importaciones de bienes de capital y finalmente, que los plazos de la liquidación de exportaciones antes establecida por la Secretaría de Industria y Comercio comenzarán a regirse según lo acordado por exportador e importador<sup>5</sup>.

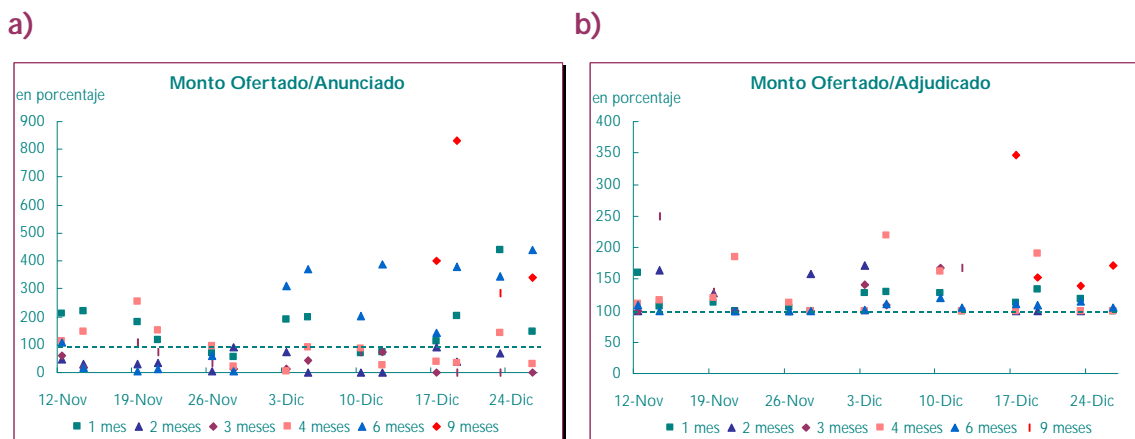
**Gráfico 10**



<sup>5</sup> Com "B" 7657 y Com "A" 3843, 3844, 3845, 3846, 3847 respectivamente.

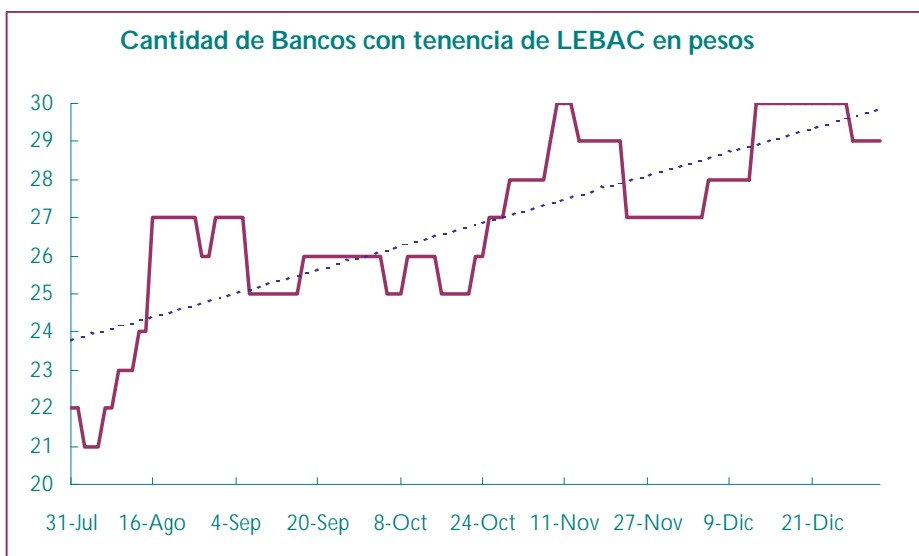
Finalmente, la política de colocación de LEBAC tuvo un efecto contractivo por \$102 millones, y se continuó con la política de extensión de plazos. En tal sentido, se comenzaron a emitir LEBAC en pesos de 9 meses de madurez, mientras que al término de diciembre el stock de LEBAC a 6 meses más que duplicaba el vigente un mes atrás. Asimismo, fue posible incrementar el stock total de LEBAC en pesos disminuyendo levemente la tasa media pagada y aún así mantener el interés de los inversores en los instrumentos licitados. Ello se verifica al observar que los montos ofertados por los bancos, las personas físicas y jurídicas, principalmente en las licitaciones de títulos a más largo plazo excedieron holgadamente los montos anunciados por el Banco Central.

**Gráfico 11**



Se destaca la buena recepción que tuvieron en el mercado primario las LEBAC de 9 meses de madurez, en cuyas licitaciones quedaron sin adjudicarse más de un tercio de las ofertas recibidas. Por otra parte, el interés en las LEBAC como instrumento de inversión se reflejó en el incremento de la cantidad de bancos que mantienen este tipo de títulos en su cartera, que al finalizar el año ascendían a 29.

**Gráfico 12**

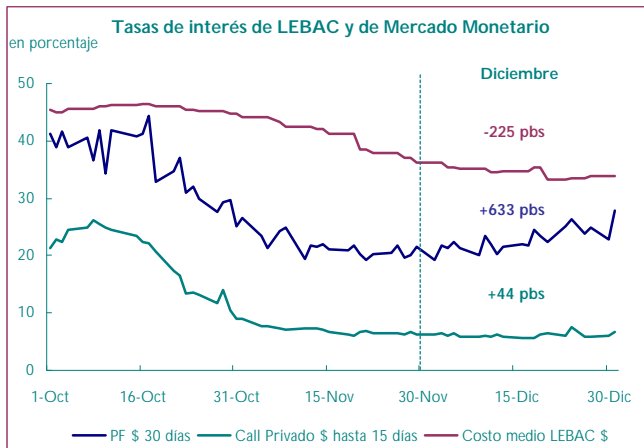


El monto en circulación total de LEBAC en pesos a fines de diciembre se ubicó en VN \$3.049 millones con una duration media de 103 días, en tanto que el correspondiente a las emitidas en dólares alcanzaba los VN US\$ 185 millones y su vida promedio era de 8 días.

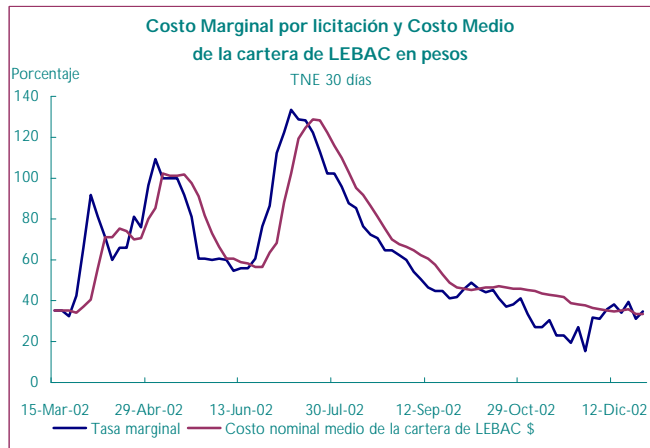
Como se mencionó anteriormente, el costo medio nominal de la cartera en circulación de LEBAC en pesos disminuyó levemente durante el mes, ubicándose en 33,94% n.a.

**Gráfico 12**

a)



b)



Las tasas de interés en el mercado interbancario, por su parte, permanecieron estables a lo largo de diciembre en alrededor de 6% anual para operaciones en pesos. Sin embargo, el monto promedio operado en este mercado evidenció una merma de casi el 20%, y alcanzó en promedio aproximadamente \$200 millones en pesos. La liquidez promedio de este mercado representa menos de un 2% del total de las reservas bancarias del sistema, indicando que continúa siendo un mercado poco activo y el nivel de redistribución de liquidez entre entidades continua siendo exiguo.