



Informe Monetario Mensual

Febrero 2003

Síntesis

- ✓ Durante febrero, la base monetaria amplia se expandió \$672 millones (1,8%), lo que se compara con el 0,9% del mes anterior. Aún así, las cifras permanecen bien por debajo del incremento de 6,8% mensual promedio del último trimestre de 2002. El principal factor de expansión fue la liquidación de exportaciones. No obstante, este factor exhibe desde enero un peso decreciente, dadas las regulaciones que disminuyeron la intervención del BCRA en dicha operatoria.
- ✓ Las reservas del BCRA aumentaron USD 963 millones (10,3%). Así, ya se han más que recuperado los recursos utilizados en las intervenciones en el mercado cambiario iniciadas el año último: los flujos de reservas acumulados por estas operaciones desde febrero de 2002 ascienden a más de USD 300 millones.
- ✓ Los medios de pago privados (M2) finalizaron febrero con un muy leve descenso respecto del mes anterior (-0,2%). Aunque se observó una reducción de los depósitos a la vista de unos \$450 (2,2%) millones, consistente con las menores necesidades transaccionales propias del mes, el circulante en poder del público se incrementó en algo más de \$400 millones (2,8%) - un comportamiento que no resulta en línea con el patrón estacional.
- ✓ Las colocaciones a plazo fijo del sector privado continuaron exhibiendo un considerable crecimiento, incrementándose a lo largo de febrero en unos \$2.500 millones (12%); el aumento neto del incremento derivado de la devolución anticipada de depósitos reprogramados (CEDRO) fue de aproximadamente \$1.800 millones (9%). Se observa un crecimiento significativo de los plazos inferiores al mes. Ello no puede desvincularse del escenario político previo a las elecciones nacionales.
- ✓ Las tasas de interés repuntaron respecto de enero: para colocaciones a 30 días, pasaron de 18% a 21,5% (TNA). Tanto la devolución anticipada de CEDRO como la expectativa del mercado acerca de las necesidades de esterilización del BCRA (luego despejada por la propia autoridad monetaria) presionaron al alza a las tasas de interés; tampoco puede descartarse la influencia de la incertidumbre sobre las elecciones nacionales.
- ✓ La inflación de febrero fue de 0,6%, menos de la mitad de la de enero –una evolución esperable por motivos estacionales. Los bienes mostraron un incremento de precios del 0,8%, y los servicios una variación del 0,1%. La variación de los precios minoristas se ubica así más en línea con la observada en los últimos meses del año último.
- ✓ Las metas monetarias pactadas con el FMI correspondientes a enero fueron sobrecumplidas ampliamente, mientras que las metas de febrero también se están cumpliendo en exceso (el período de medición de estas últimas abarca hasta el 14/2). Si bien las metas han sido fijadas con frecuencia bimestral, el Banco Central evalúa su desempeño respecto de las mismas con periodicidad mensual, buscando fijar un marco más exigente para la ejecución y el control de la política monetaria.
- ✓ La emisión neta de LEBAC fue considerablemente inferior a la del mes anterior. El costo nominal medio pagado por las emisiones en pesos y en dólares se mantuvo estable. Sin embargo, se demandaron menor cantidad de instrumentos de más largo plazo. Se reintrodujeron con éxito las letras ajustadas por inflación, convalidando una tasa de inflación implícita para el año en curso no superior al 22%.
- ✓ Los créditos al sector privado continuaron descendiendo, aunque lo hicieron a un ritmo levemente menor al observado durante enero: las cancelaciones netas ascendieron a \$741 millones (un descenso del 2,4% del stock de préstamos, contra 2,7% en enero).

Evolución de la base monetaria amplia y las reservas internacionales

Como se observa en la Tabla I durante febrero, la base monetaria amplia se expandió en \$672 millones (1,8%), lo que se compara con el 0,9% del mes anterior. Aún así, las cifras permanecen bien por debajo del incremento de 6,8% mensual promedio del último trimestre de 2002. Ello obedeció a incrementos tanto en el circulante (\$303 millones) como en las reservas bancarias (\$369 millones). El principal factor de expansión de la base monetaria fue la liquidación de exportaciones –ésta implicó un aumento en la monetización del orden de \$900 millones. No obstante, este factor exhibe desde enero un peso marcadamente decreciente, habida cuenta de las regulaciones que disminuyeron la intervención del BCRA en dicha operatoria. Como en los meses anteriores, estas medidas estuvieron en línea con la intención de brindar mayor flexibilidad al mercado cambiario (lo que se detalla más adelante en este informe). Las operaciones del Gobierno tuvieron un efecto muy reducido, al conllevar una expansión de \$57 millones. Dentro de tales operaciones, se debe mencionar que el ingreso de fondos provenientes de organismos internacionales fue parcialmente compensado por la cancelación de adelantos transitorios. Las operaciones entre la autoridad monetaria y el sector financiero tuvieron un efecto relativamente moderado, al implicar una contracción de \$180 millones (consistente básicamente en la cancelación de redescuentos y el pago de intereses de los mismos por parte de las entidades). Finalmente, la emisión de LEBAC generó una disminución de base de \$117 millones.

Tabla 1

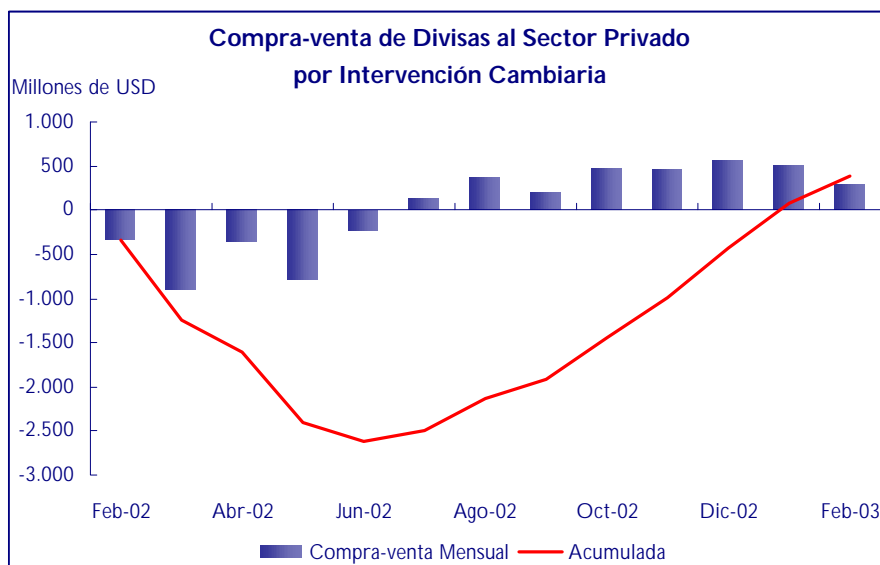
Flujo en millones de pesos	Febrero
1. Factores de expansión de la Base Monetaria	672
a. Crédito Externo Neto	2,831
Sector Privado	906
Liquidación de Exportaciones	922
Intervención Cambiaria	-17
Sector Público	1,925
b. Crédito Interno Neto	-2,159
Sector Público	-1,868
Adelantos Transitorios	-880
Anticipos de Utilidades	200
Otros (utilización cuenta del Gobierno Nacional)	-1,188
Sector Financiero	-181
Asistencia a Entidades	-203
Remuneración de Cuentas Corrientes	21
LEBAC	-117
Otros	8
2. Base Monetaria	672
a. Circulante en poder del Público	434
b. Reservas Bancarias	238
Circulante en Bancos	-131
Cuenta Corriente en el BCRA	369

**Sector
Público Neto
57**

Las reservas del BCRA aumentaron en febrero USD 963 millones (10,3%), lo que obedeció básicamente a un incremento en la cuenta del Gobierno por USD 600 millones (asociado a los fondos que ingresaron de organismos internacionales). El resto del incremento se debe principalmente a las operaciones con el sector privado. Las reservas del Banco Central ascienden así a USD 10.288 millones. Es importante destacar que ya se han más que recuperado las reservas utilizadas en las intervenciones en el mercado cambiario iniciadas el año último: los flujos de reservas acumulados por estas operaciones desde

febrero de 2002 ascienden a más de USD 300 millones. Esto es, todos los recursos que se afectaron a intervenir en el mercado de cambios durante 2002 no sólo han sido recuperados, sino que se han comenzado a acumular reservas a través de las intervenciones, como se observa en el Gráfico 1.

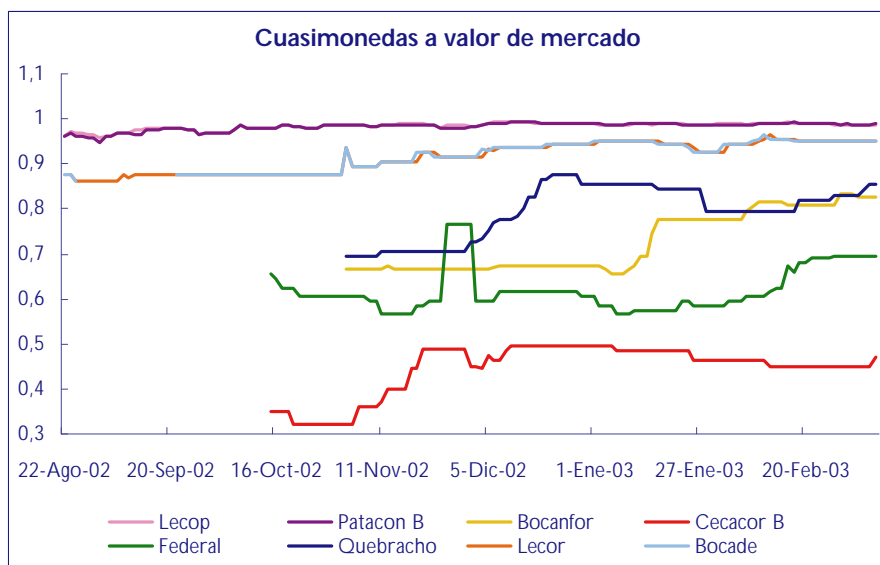
Gráfico 1



En relación con la evolución futura de la base monetaria amplia, debe destacarse el anuncio de los planes para rescatar cuasi monedas provinciales. En efecto, durante el mes de febrero se anunció la intención oficial de rescatar los bonos provinciales con vencimiento en 2003: ellos incluyen emisiones de Cecacor (Corrientes), Federal (Entre Ríos), Quebracho (Chaco), Bocanfor (Formosa) y Bocade, serie A (La Rioja). El monto total, en valor nominal, de los títulos mencionados asciende a \$555 millones.

A partir del anuncio se advirtió una suba en las cotizaciones de varios de estos títulos -suba que se había iniciado antes en algunos casos, pues ya en octubre de 2002 se comenzó a hablar de planes oficiales de rescate (ver Gráfico 2). Por un lado, la suba podría deberse a que, ante la noticia de un rescate, se considera que aumenta la probabilidad de repago -aunque sea a valor de mercado- del título: si había dudas sobre la solvencia del estado emisor, el anuncio de un rescate por parte del Estado Nacional puede generar un “premio por expectativas de rescate” sobre el precio de mercado original¹. Por otro lado, la mayor cotización podría obedecer a la expectativa de un rescate que reconozca algún precio superior al de mercado.

Gráfico 2

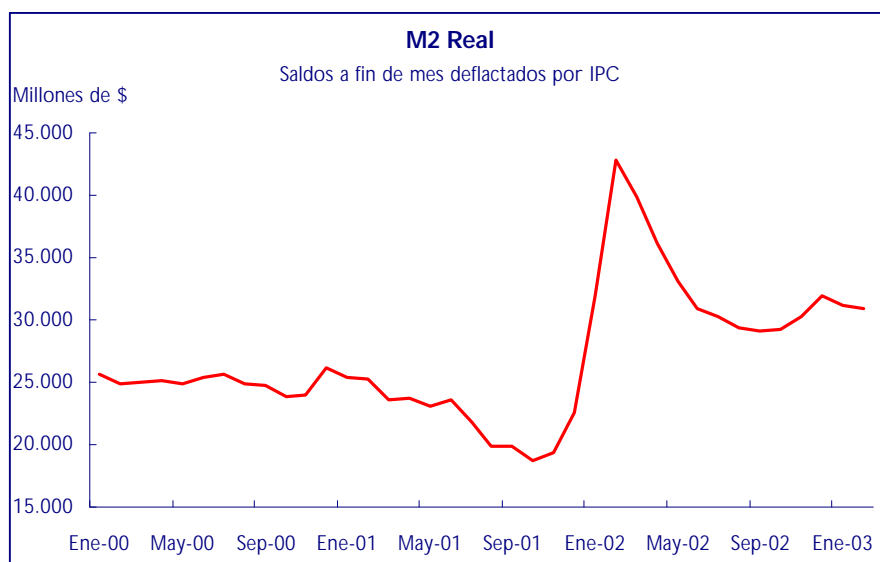


¹ A su vez, el precio original puede descomponerse en un “valor de mercado” (que refleja básicamente la solvencia del estado emisor) y un “premio por liquidez” (que recoge el grado en que el bono puede ser usado como circulante).

Agregados Monetarios: leve descenso de medios de pago y crecimiento de los depósitos a plazo

Los medios de pago privados (M2)² finalizaron febrero con un muy leve descenso respecto del mes anterior –disminuyeron \$ 80 millones aproximadamente entre fines de febrero y fines de enero (0,2%). En términos reales, el M2 disminuyó un 0,8% (tomando los saldos nominales de M2 y deflactándolos por el Índice de Precios al Consumidor), como se observa en el Gráfico 3. Típicamente, las necesidades de mayores transacciones vinculadas con la temporada estival se van reduciendo a medida que transcurre el verano. De esta manera, se observó una reducción de los depósitos a la vista de unos \$500 millones respecto del mes anterior. No obstante, el circulante en poder del público se incrementó en algo más de \$400 millones (2,8%); en términos reales, la variación fue del 2,1%. El comportamiento del circulante no resulta en general en línea con el patrón estacional propio del mes: si bien registró cierto repunte hasta mediados de febrero, desde entonces no exhibe la disminución esperable. Entre las razones que explican la falta de disminución en la cantidad demandada de billetes y monedas en la segunda quincena de febrero podría señalarse la devolución anticipada de depósitos reprogramados (CEDRO), ampliada durante ese período. Se estima que, de los CEDRO liberados en febrero, unos \$300 millones fueron retirados y no permanecieron en los bancos bajo la forma de depósitos.

Gráfico 3



La evolución de los agregados monetarios (ver Tabla 2, página siguiente) se dio en el contexto del progresivo levantamiento de las restricciones financieras conocidas como “corralón”. Durante febrero se amplió la posibilidad de devolución anticipada por parte de las entidades financieras. Hasta el momento de producir este informe, las ofertas de devolución anticipada representan el 26% de los CEDRO y la proporción de éstos en poder de las entidades que realizan tales ofertas asciende al 90% del total de esos instrumentos. Los datos disponibles indican que la aceptación de las ofertas por parte de los ahorristas asciende al 24% de las colocaciones cuya devolución se ha ofrecido (6% de los CEDRO). Dentro de tales aceptaciones, los retiros en efectivo suponen un mero 1% del total de CEDRO (la devolución anticipada de depósitos se detalla en una nota a partir de la página 14 de este informe).

Las colocaciones a plazo fijo del sector privado continuaron exhibiendo un considerable crecimiento: a lo largo de febrero, se incrementaron unos \$2.500 millones (12%) en el sector privado. Este crecimiento estuvo en parte asociado a la devolución anticipada de CEDRO. El aumento en las colocaciones a plazo - neto del incremento derivado de la devolución anticipada - fue de aproximadamente \$1.800 millones (9%). El plazo que más se incrementó en términos absolutos fue el de 30 a 59 días, como viene ocurriendo en los últimos meses; no obstante, también se observó un crecimiento significativo en los plazos inferiores al mes (de hecho, las colocaciones con esos vencimientos fueron las de mayor crecimiento relativo), en contraste

² Definidos como billetes y monedas en poder del público más depósitos a la vista en pesos del sector privado.

con los tres meses anteriores. Así, se observó un descenso del plazo promedio de estos depósitos, aunque sólo significativo hacia fin de mes (la madurez pasó de 42,5 días al 31 de enero a 41,5 días a fin de febrero).

La conducta de los depósitos a la vista y las colocaciones a plazo antes mencionada determinó que los depósitos en pesos del sector privado se incrementaran durante febrero por alrededor de \$2.000 millones (un aumento del 4,5%). Si se *netea* de tal crecimiento el efecto que tuvieron los amparos y las desafectaciones de CEDRO (por todo concepto), el incremento de depósitos del sector privado fue de \$750 millones (1%) respecto del mes anterior.

Tabla 2

Flujos Mensuales en millones de pesos	Febrero
1. Depósitos en pesos (a+b)	1,495
a. Sector Privado	2,099
Caja de ahorro	-390
Cuenta Corriente	-102
Otros	45
Plazo Fijo	2,546
b. Sector Público	-604
2. CEDRO	-1,347
Amparos ⁽¹⁾	-270
Stock (a 1.4\$/USD)	-120
Ajuste CER	-49
Diferencia por pago a tipo de cambio libre	-101
Otras desafectaciones ⁽²⁾	-1,077
Stock (a 1.4\$/USD)	-756
Ajuste CER	-321
3. Efecto de la variación de depósitos sobre la liquidez del sistema (1 + 2)	148
4. Depósitos en dólares (en USD)	57

(1) Cifra estimada.

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

No puede dejar de señalarse, como uno de los determinantes de la conducta de los ahorristas durante el mes que nos ocupa, la expectativa sobre un fallo judicial de “redolarización”. A fines de febrero, era alta la probabilidad de que tal fallo fuera emitido: éste afectaría potencialmente al saldo actual de CEDRO, U\$S 8.800 millones. Por ello, resulta de interés “reconstruir” la evolución de la reprogramación hasta que se alcanza el saldo actual, lo que se muestra en la Tabla 3. De un saldo inicial de U\$S 46.400 millones al 31 de diciembre de 2001, una primera desafectación se realizó a través de la pesificación voluntaria; el saldo remanente (64% del inicial) fue reprogramado. Los depósitos reprogramados aún sufrieron disminuciones en su saldo, a través de: acciones de amparo; un primer canje por Bonos del Gobierno (Boden 2012, 2007 y 2005; quienes no optaron por ellos, pasaron a mantener saldos de CEDRO); un segundo canje (Boden 2013) y la desprogramación de depósitos hasta \$10.000; el uso de depósitos reprogramados para fines varios, incluyendo la cancelación de préstamos, la compra de inmuebles, autos, etc. Todo el conjunto citado de desafectaciones representaron un 46% del saldo inicial.

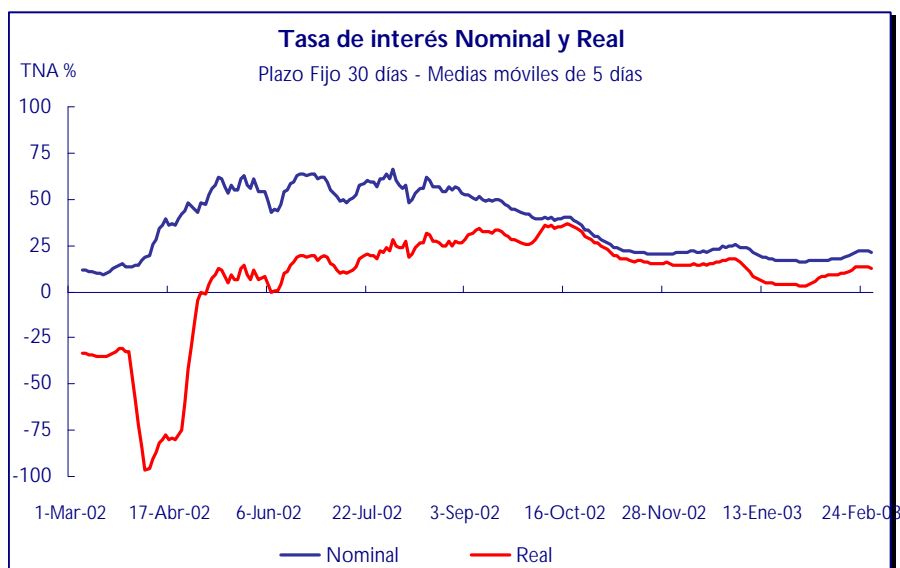
Tabla 3

Depósitos en Dólares: Evolución	
Millones de USD	
Saldo al 31 de diciembre de 2001	46,400
Pesificación previa a la reprogramación	16,400
Saldo al 28 de febrero de 2002	30,000
Acciones de amparo efectivizadas al 21 de febrero de 2003	3,600
Canje I	4,700
Canje II y desprogramación de saldos inferiores a \$10.000 - Decreto 2167/02	860
Devolución anticipada por parte de entidades financieras	600
Amparos no pagados	1,000
Resto (cancelación préstamos, compra de autos, casas, etc.)	10,440
Saldo depósitos reprogramados al 4 de marzo de 2003	8,800

Tasas de interés e inflación

Las tasas de interés registraron, en promedio, una leve alza respecto del mes anterior: las correspondientes a depósitos a 30 días pasaron del 18% al 19,5% (promedios mensuales). La evolución a lo largo del mes, no obstante, fue un poco más marcada que lo que muestran las cifras promedio: si la tasa de interés de plazo fijo a 30 días había iniciado febrero en un 18%, finalizó el mes en 21,5%. Con la menor inflación registrada en febrero, ello implicó también un ligero incremento de las tasas de interés reales (tasas nominales deflactadas por el Índice de Precios al Consumidor) desde los muy bajos niveles de enero, como se observa en el Gráfico 4.

Gráfico 4



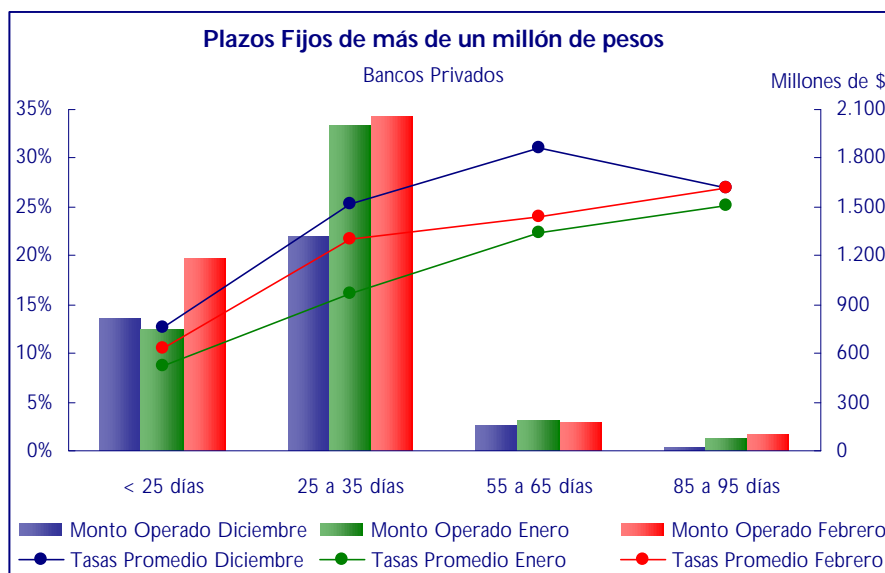
La tasa de interés por préstamos interbancarios (*call*) en pesos, por su parte, subió de 5,7% a 6,4% (en promedio); el volumen operado entre las entidades financieras privadas pasó de \$ 105 millones en enero a \$ 175 millones en febrero, recuperando así el nivel que exhibía en octubre pasado.

El repunte en las tasas de interés se observó especialmente a partir de la segunda quincena de febrero. Al menos dos factores contribuyeron al mismo: la devolución anticipada de CEDRO y la expectativa del mercado acerca de las necesidades de esterilización del BCRA. Varias de las entidades que ofrecieron tal devolución incrementaron sus tasas de interés para, por una parte, incentivar a sus clientes a

mantener o incrementar sus depósitos y, por otra parte, para captar fondos para devolver –ello también habría llevado a otras entidades que no devolvían anticipadamente depósitos a subir sus tasas, de forma de no perder participación en el mercado. Por otra parte, a partir de la información las metas monetarias y fiscales el mercado interpretaba que se presentaban necesidades de esterilización “excesivas” al BCRA, que llevarían a éste a subir las tasas de corte de LEBAC en marzo para poder absorber el monto necesario. Cuando se incorporó correctamente la información acerca del sobrecumplimiento de las metas (información que incluyó el anuncio, por parte de la autoridad monetaria, de que las necesidades de esterilización eran inferiores a las esperadas), comenzó a descomprimirse la presión sobre las tasas. Finalmente, no puede descartarse que la incertidumbre acerca de las elecciones nacionales haya contribuido a presionar al alza las tasas de interés, y que éste sea un factor que pese crecientemente en las próximas semanas. La evolución de las tasas de interés por plazos mayores a 60 días es consistente con las observaciones del párrafo anterior: en bancos privados, pasaron de 21% a fines de enero a 23% a fines de febrero, mostrando picos de hasta 31% durante el mes.

Si se toman los datos de grandes inversores (plazos fijos de más de \$ 1 millón en bancos privados), las tasas para plazos de entre 25 y 35 días (aquellos de mayor volumen operado) pasaron de 16% en enero a 22% en febrero (en promedio). Fueron tales tasas, asimismo, las que mostraron el mayor incremento promedio en febrero (ver Gráfico 5). Este último dato es consistente con la incertidumbre sobre el escenario político mencionada en el párrafo anterior.

Gráfico 5



La inflación de febrero (medida a través del Índice de Precios al Consumidor, IPC–GBA) fue de 0,6%, bien por debajo del 1,3% de enero –una evolución esperable por motivos estacionales. La variación de precios minoristas respecto del mismo mes del año anterior fue de 36,1%. Los bienes –que representan un 53% de la canasta sobre la que se calcula el índice– mostraron un incremento de precios del 0,8%, y los servicios una variación del 0,1%. El rubro de mayor incidencia fue el de alimentos y bebidas; dentro de los servicios, la mayor incidencia fue registrada por el rubro de atención médica y salud. La variación de los precios al consumidor se ubica así más en línea con la observada en los últimos meses del año último.

Créditos: disminución inferior a la observada en enero

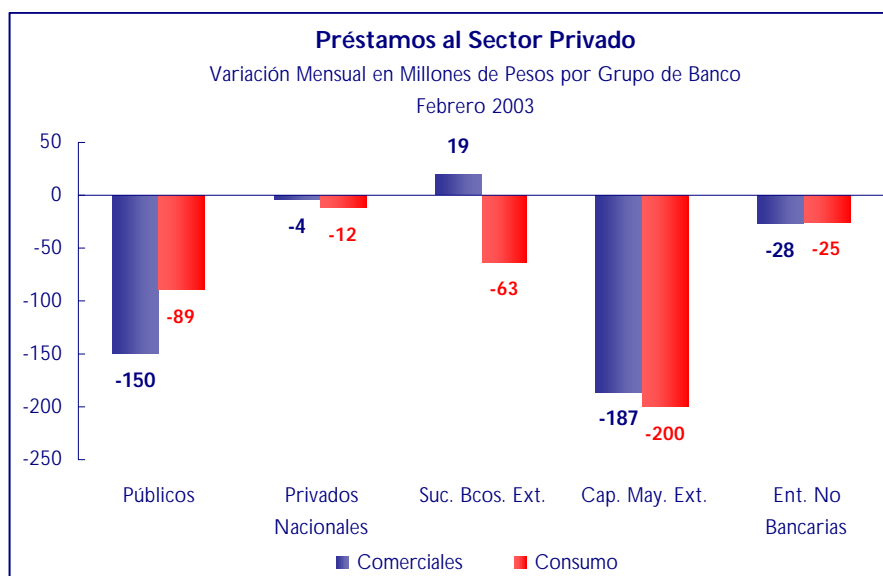
Los créditos al sector privado continuaron descendiendo en febrero, aunque lo hicieron a un ritmo levemente menor que al de enero: las cancelaciones netas ascendieron a algo más de \$700 millones (un descenso del 2,4%, contra 2,7% en enero). La información disponible apunta a que el descenso en los créditos está relacionado básicamente con los vencimientos del stock existente, dada la falta de otorgamiento de nuevos préstamos.

El comportamiento de los dos grandes rubros de préstamos no fue similar, por más que ambos mostraron caídas: mientras que los préstamos de consumo disminuyeron en mayor medida que durante el mes anterior, los créditos comerciales decrecieron a una tasa menor. La evolución de estos últimos es consistente con el patrón estacional: al terminar el receso estival, la actividad comercial e industrial repunta, y ello se refleja en el crédito.

Los préstamos comerciales se redujeron cerca de \$ 300 millones (2%) respecto del mes anterior, caída menor a la de enero (3,6%). Fuera de entidades con muy poca participación en el volumen de créditos (cajas de crédito y compañías financieras), los bancos que concentraron la baja fueron aquellos de capital mayoritariamente extranjero y los públicos. En contraste, los bancos privados nacionales mostraron una muy leve caída, y las sucursales de bancos extranjeros exhibieron un modesto aumento de este tipo de créditos (ver Gráfico 6). La cartera de préstamos comerciales de estas entidades representa el 45% del total del rubro.

Los créditos al consumo disminuyeron \$455 millones respecto del mes anterior (-2,6%, contra -1,8% en enero). De los grupos de entidades con peso significativo en el mercado, también fueron los bancos de capital mayoritariamente extranjero y los bancos públicos los que registraron las mayores caídas en este rubro. Las sucursales de bancos extranjeros y los bancos de capital nacional fueron los que arrojaron menores bajas en el stock de préstamos (particularmente los últimos). Dentro del segmento de consumo, se destaca el comportamiento de los hipotecarios, que mostraron una baja mucho menor que en los tres meses anteriores; a diferencia de éstos, los créditos personales mostraron una caída más pronunciada, y las financiaciones con tarjeta de crédito disminuyeron luego de incrementarse en diciembre y enero (un movimiento que puede en principio atribuirse a factores estacionales, teniendo en cuenta que ya pasaron la fiestas de fin de año y llega a su fin la temporada de verano).

Gráfico 6



Si la menor tasa de decrecimiento de los préstamos al sector privado no puede, en principio, más que atribuirse a un fenómeno estacional, al menos puede interpretársela en términos de que las condiciones del mercado de crédito no han empeorado significativamente. Sólo en la medida en que se consolide la incipiente reactivación marcada por algunos indicadores (como los de actividad industrial) y que no se introduzcan “factores de perturbación” sobre la liquidez del sistema podrá comenzar a insinuarse una mejora en las condiciones crediticias.

Metas monetarias: sobrecumplimiento y transparencia en el seguimiento

Un rasgo saliente del frente monetario durante febrero fue el sobrecumplimiento de las metas monetarias pactadas con el Fondo Monetario Internacional: al 14 de febrero, se confirmó el sobrecumplimiento de los objetivos de enero³, ya anticipado en nuestro informe anterior; y la información disponible al cierre de este informe daba cuenta de que las metas de febrero también se están cumpliendo en exceso. Nótese que, si bien las metas han sido fijadas con frecuencia bimestral, el Banco Central evalúa su desempeño respecto de las mismas con periodicidad mensual (el seguimiento de las metas puede realizarse a través del sitio web del BCRA). De esta manera, el BCRA busca fijar un marco aún más exigente que el establecido con los organismos internacionales para la ejecución y el control de la política monetaria, consecuente con su objetivo de preservar el valor de la moneda.

La meta de Reservas Internacionales Netas (RIN, reservas internacionales menos pasivos del Banco Central con el FMI) de febrero está siendo sobrecumplida por casi USD 1.300 millones⁴. A su vez, la meta de Activos Internos Netos (AIN, base monetaria amplia menos RIN, valuadas a un tipo de cambio de 3.85\$/USD) está siendo cumplida en exceso por más de \$ 5.000 millones. El sobrecumplimiento de esta meta es relevante en cuanto muestra que actualmente la base monetaria amplia no “respaldada” por reservas se encuentra bien por debajo del límite “crítico” fijado en el acuerdo con el FMI. Finalmente, la meta indicativa de Base Monetaria amplia también es sobrecumplida en febrero, por casi \$ 400 millones (a diferencia de los otros objetivos, esta meta no es de carácter exigible). La tabla 3 muestra el cumplimiento de las metas en enero (datos definitivos) y en febrero (datos provisorios).

Tabla 3

Enero (medición entre 17-ene y 14-feb)	Al 14-Feb	Meta 31-Ene	Desvío *
Activos internos netos (AIN)	53,526	57,797	-4,271
Reservas internacionales netas (RIN)	-4,341	-5,337	996
Base Monetaria amplia (BMA) (indicativa)	36,813	37,250	-437

Febrero (medición entre 14-feb y 14-mar)	Observado	Meta 28-feb	Desvío *
Activos internos netos (AIN)	51,897	57,399	-5,502
Reservas internacionales netas (RIN)	-3,767	-5,080	1,313
Base Monetaria amplia (indicativa)	37,394	37,840	-446

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

En RIN el signo positivo (+) indica sobrecumplimiento.

LEBAC: menor emisión y estabilidad del costo medio

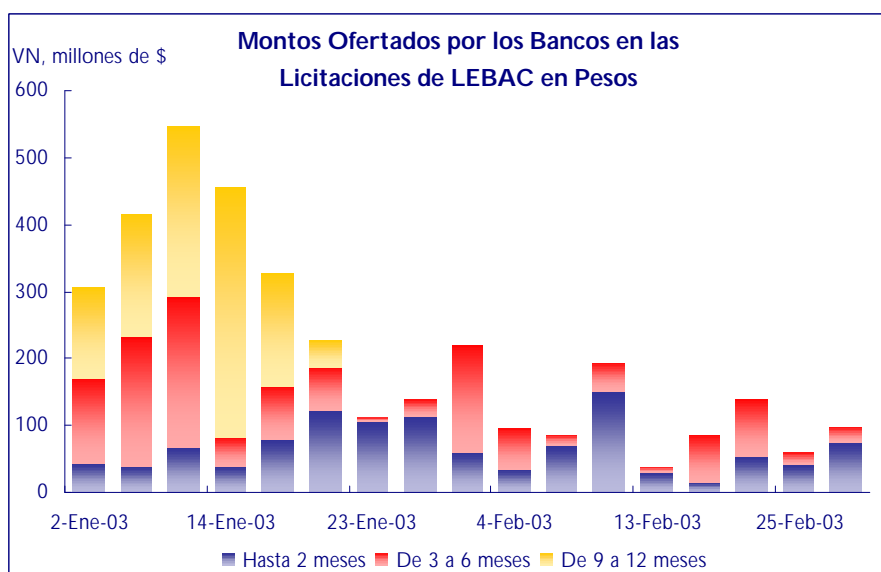
Dado el subrecumplimiento de las metas fijadas con el FMI y la consiguiente menor necesidad de esterilización, la emisión neta de LEBAC fue considerablemente inferior a la del mes anterior. Ella representó una contracción monetaria de \$117 millones en febrero. El costo nominal medio pagado por las emisiones en pesos y en dólares se mantuvo estable, ubicándose en 33,3% para las LEBAC en pesos. Sin embargo, se demandó una menor cantidad de instrumentos de más largo plazo. A partir de fines de enero la demanda se concentró en instrumentos con vida promedio hasta seis meses, lo cual trajo aparejada la reducción de la vida promedio del monto en circulación de LEBAC en pesos, que pasó de 139 a 126 días al término del mes bajo análisis (en el Gráfico 7 pueden observarse los montos ofertados, discriminados por

³ La medición de cada meta se realiza en promedio, tomando 10 días hábiles anteriores y 10 posteriores a la fecha de la cual se mide. La meta del 31 de enero abarca, entonces, el promedio entre el 17 de enero y el 14 de febrero.

⁴ Para las metas de febrero (28/2) se toma el promedio entre el 14 de febrero y el 14 de marzo. Dado que al cierre de este informe no se cuentan con datos de marzo, se toman los datos observados durante febrero.

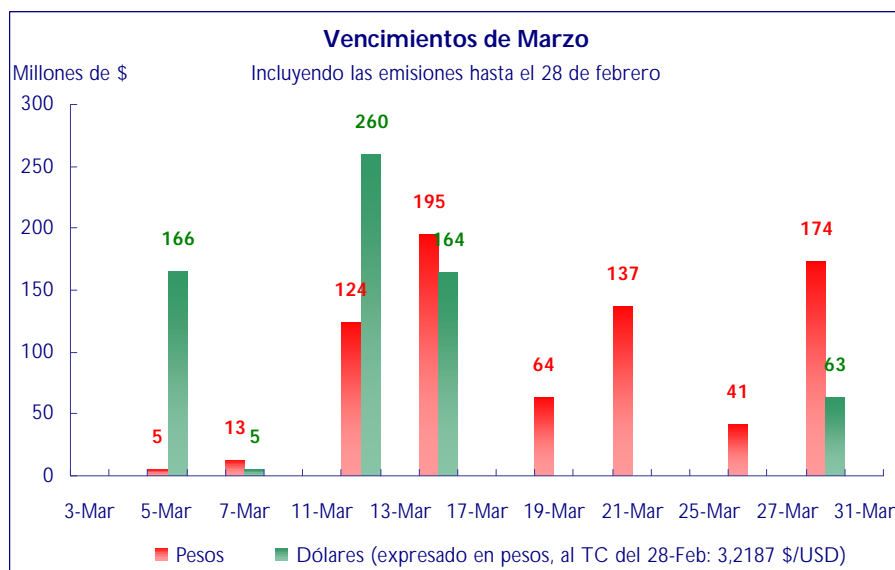
plazos). Una vez más, la lógica actitud de precaución frente a un resultado electoral aún incierto puede contribuir a explicar este comportamiento.

Gráfico 7



Reaparecieron en el mercado las LEBAC en pesos ajustables por CER, ahora con 6 y 12 meses de vida promedio. Estos títulos resultaron atractivos, habiéndose adjudicado VN \$63 millones en los últimos días del mes (se licitaron por primera vez el 25 de febrero). Cabe mencionar que la inflación implícita convalidada es menor al 22%. El stock total de LEBAC en pesos al 28 de febrero era de \$4.222 millones de valor nominal, mientras que el monto en circulación de las letras emitidas en dólares alcanzaba los VN US\$204 millones. Teniendo en cuenta las licitaciones realizadas hasta fines de febrero, durante marzo vencen \$753 millones y US\$ 204 millones, distribuidos de acuerdo a la configuración detallada en el Gráfico 8.

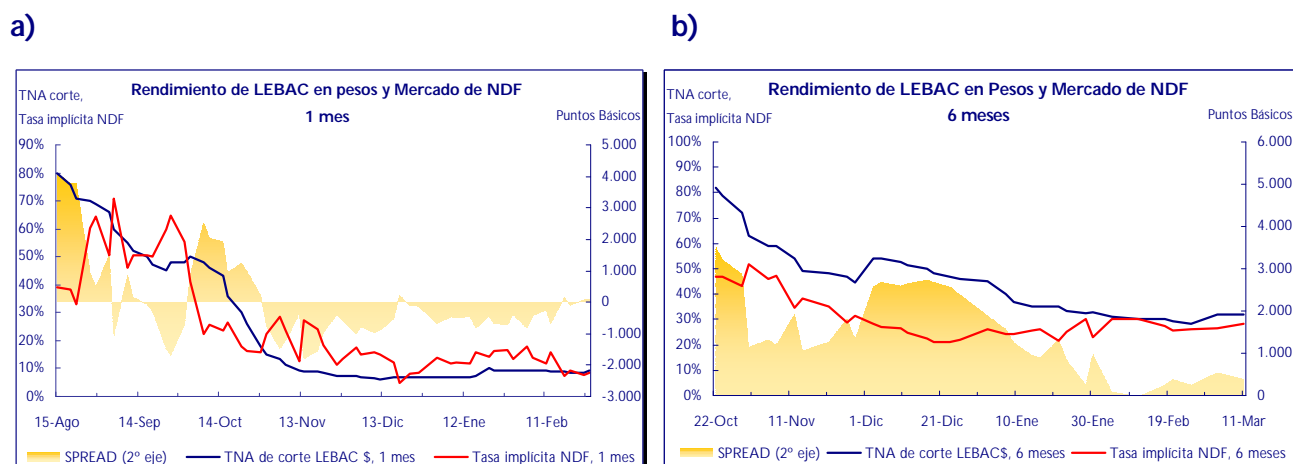
Gráfico 8



Si se observan las tasas de corte de las LEBAC en pesos y se las compara con las implícitas en la cotización del dólar futuro (según se pacta en los contratos NDF, Non-Deliverable Forward) en Nueva York, se advierte una progresiva disminución del *spread* existente entre ambas –ver Gráfico 9, donde se realiza la comparación para los plazos de 1 y 6 meses. Se constata que el rendimiento de las LEBAC se

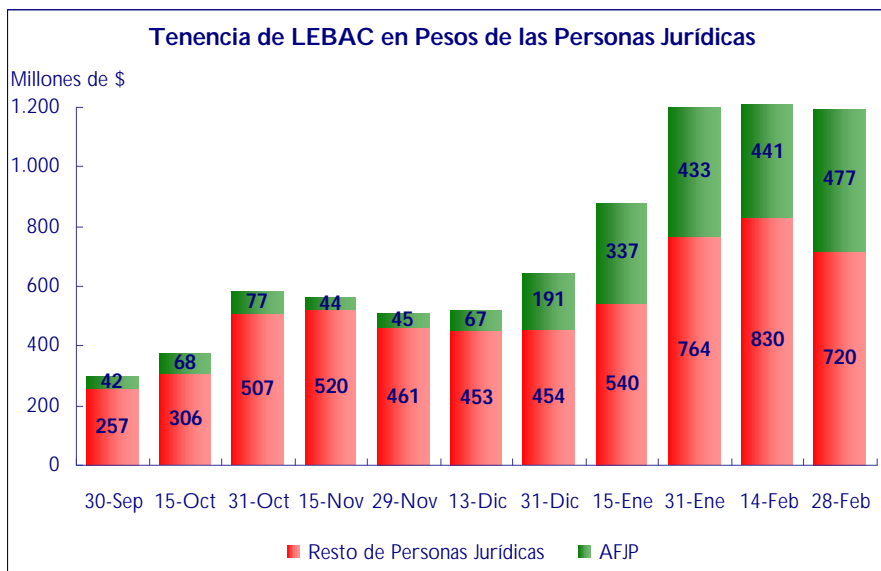
alineada con las condiciones del mercado internacional, reflejando así razonablemente las expectativas de los agentes económicos.

Gráfico 9



Finalmente, resulta pertinente observar las tenencias de LEBAC por parte de personas jurídicas (empresas, inversores institucionales, etc.): Su evolución en los últimos meses muestra el creciente interés de las mismas en este instrumento (lo que se muestra en el Gráfico 10). Nótese también la creciente participación de las AFJP (el más importante inversor institucional) en la tenencia por parte de personas jurídicas, representando el 40% de las mismas. Se avanza así en el doble objetivo de instalar las LEBAC como una alternativa atractiva de inversión en el mercado local y de que ellas provean una tasa de referencia válida.

Gráfico 10



Mercado cambiario: prosigue el avance hacia un funcionamiento normal

En este mes también se ampliaron las medidas que apuntan al normal funcionamiento del mercado de cambios. Así, a las disposiciones tomadas en diciembre y enero se sumaron las que siguen.

- Se ampliaron la excepciones de autorización para transferencias al exterior del sector privado para cancelaciones de nuevas financiamientos ingresadas por el Mercado Único y Libre de Cambios a partir del 11 de febrero de 2002 y para el pago de deudas con organismos multilaterales de crédito

con cláusulas que impliquen tratamiento no menos favorable que el organismo financiero multilateral acreedor más favorecido (Com. "A" 3878). Se estima que esta medida afectó positivamente la demanda por USD 34 millones.

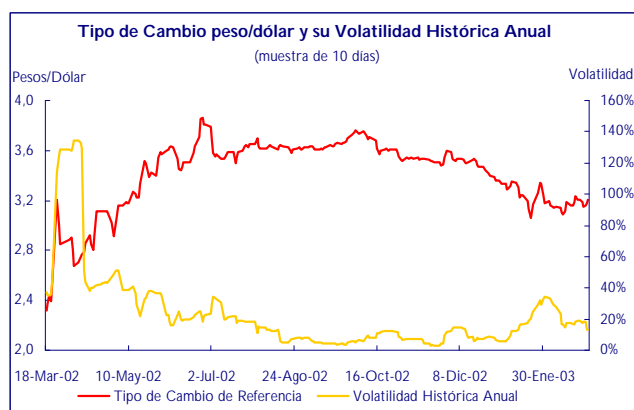
- Se amplió la posibilidad de realizar pagos de servicios de capital e intereses siempre que el monto mensual cancelado no supere los USD 300.000 mensuales (se duplicó así el límite anterior) o que las deudas fueran al 31 de diciembre de 2001 no superiores a USD 1.000.000 y que los servicios de capital estuvieran vencidos al 31 de diciembre de 2002 (Com. "A" 3880). Los pagos por estos conceptos habrían alcanzado USD 11 millones.
- Fue aumentado el límite de compra de divisas para constituir fondos fiduciarios para la reestructuración de deuda financiera (del 3% al 5% de la deuda vencida e impaga) por vencimientos originales hasta el 31 de diciembre de 2002 (Com. "A" 3880). El efecto de esta medida se estima en USD 26 millones.
- El límite máximo de la Posición General de Cambio de las entidades financieras se estableció en un 10% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (tal límite había sido llevado del 5% al 6%, y luego al 8%, en enero) registrada a fines de noviembre de 2001 (Com. "A" 3880). Se estima que las entidades aumentaron su posición por USD 5 millones aproximadamente.

Como en los meses anteriores, las medidas están en línea con la intención de brindar flexibilidad al mercado cambiario, y que éste refleje plenamente la libre interacción de los agentes económicos. Es de destacar que, la mayor apertura no fue acompañada en febrero por mayor volatilidad. Por el contrario, la volatilidad del tipo de cambio peso/dólar se redujo apreciablemente respecto del mes anterior (como se observa en el Gráfico 9). Estas medidas representan cambios relativamente marginales sobre las ya puestas en vigencia el mes anterior –durante enero el efecto combinado de las medidas adoptadas ascendió a aproximadamente USD 350 millones, mientras que en febrero fue del orden de los USD 190 millones.

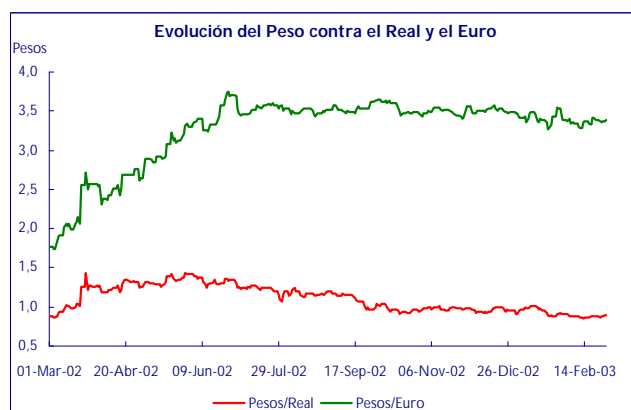
Si bien durante el mes la moneda local se apreció respecto del dólar, finalizó el período levemente por debajo de la cotización de fines de enero: se depreció un 0,6% (tomando el tipo de cambio de referencia elaborada por el BCRA; ver Gráfico 11). En contraste, el peso se apreció contra la moneda brasileña un 1,9% durante el segundo mes del año, y cerró prácticamente sin cambios respecto del euro (+0,1%, si bien hasta mediados de mes había registrado cierta apreciación).

Gráfico 11

a)



b)



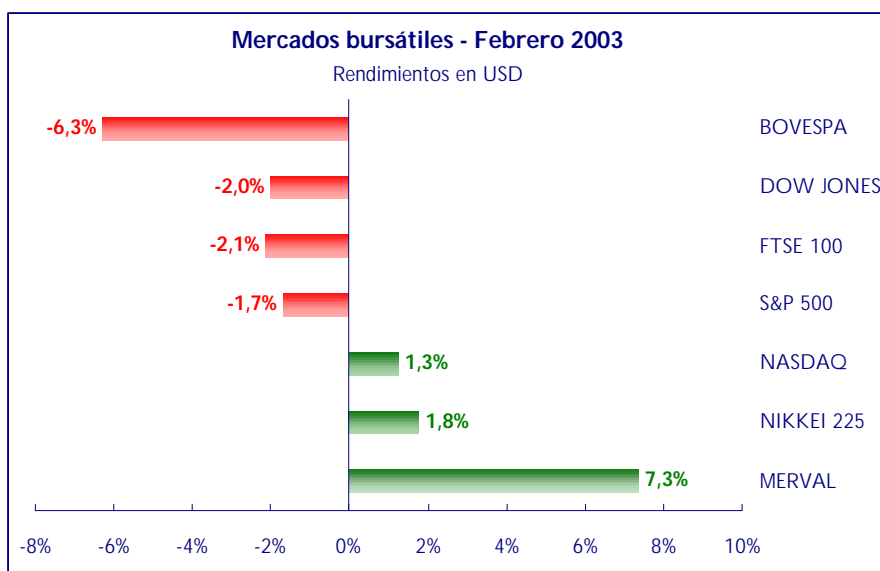
Mercado de acciones

El mercado accionario local terminó el mes de febrero con una suba del 8% en pesos y 7% en dólares, acumulando un rendimiento anual en dólares del 19%. El volumen promedio diario operado fue de alrededor de \$35 millones, un nivel similar al de enero. El resultado positivo estuvo influenciado por el

anuncio de Telecom de la recompra de parte de su deuda financiera, lo que resultó en un incremento del 22% del precio de la acción. El anuncio de la compañía telefónica repercutió positivamente en otras empresas prestadoras de servicios públicos con estructura de deuda similar.

Como ocurrió en meses anteriores, el desenvolvimiento de este mercado estuvo desvinculado de los desarrollos internacionales, donde las caídas fueron generalizadas (como se advierte en el Gráfico 12) y estuvieron nuevamente influenciadas por la inestabilidad en torno a temas geopolíticos y su posible repercusión en el crecimiento y las ganancias corporativas de las empresas que operan en esos mercados. Por su parte, la bolsa brasileña mostró una pronunciada baja, ligada parcialmente al aumento de requerimientos de reservas bancarias del 45 al 60% para los depósitos a la vista; ello impactó negativamente sobre las expectativas de margen de ganancias y la cotización de los bancos. Asimismo, la posibilidad del desencadenamiento de una guerra que involucre a Estados Unidos, afectó desfavorablemente la cotización de Empresa Brasileña de Aeronáutica (Embratel), en tanto ello podría resultar en perjuicio de la situación financiera de la misma. El contexto externo también repercutió en el desempeño de las acciones de Petrobras, empresa que no ha llevado a cabo incrementos de precios desde el 29 de diciembre a pesar del posterior aumento internacional del petróleo.

Gráfico 12



Nota: Devolución Anticipada de CEDRO (Febrero de 2003)

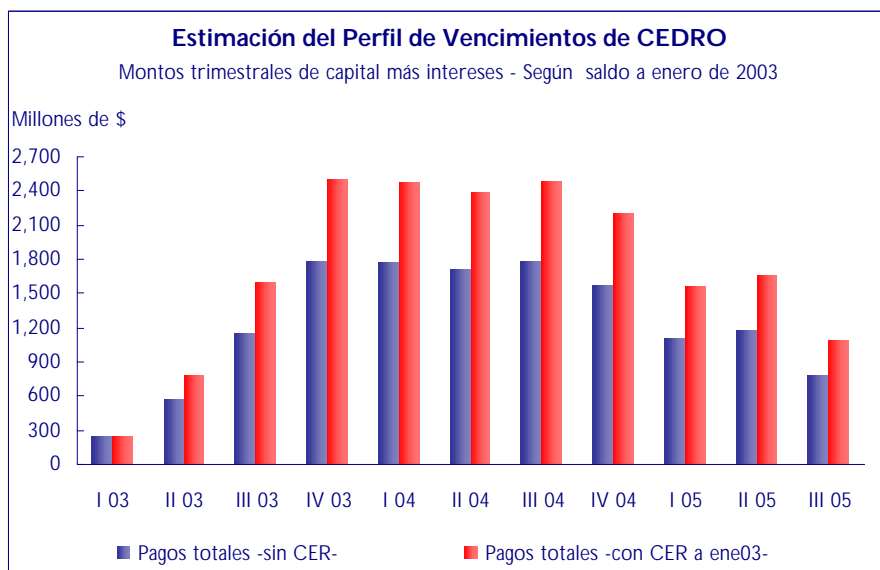
Introducción

A partir de la última semana de enero de 2003, algunas entidades financieras comenzaron a realizar ofertas de devolución anticipada de los certificados de depósitos reprogramados (CEDRO). Posteriormente, entrado el mes de febrero, nuevas entidades de diversas dimensiones relativas implementaron políticas similares. La normativa del BCRA al respecto exigió inicialmente que los bancos con asistencia financiera por iliquidez proporcionada por dicha institución deberían cancelar redescuentos por un importe equivalente a la erogación máxima estimada de las mejoras acordadas. Adicionalmente, se estableció la necesidad de evaluar individualmente a las entidades para analizar si la situación de liquidez les permitiría hacer frente a las cancelaciones estimadas sin necesidad de recurrir al BCRA por asistencia. Finalmente, las condiciones para los bancos con obligaciones con el BCRA se flexibilizaron, dictaminándose que el monto a devolver de estas financiaciones sea equivalente al efectivamente desafectado por las mejoras realizadas.

Caracterización

Al comienzo de la liberación anticipada de CEDRO, el monto a pagar –capital más CER a enero de 2003- por el sistema financiero ascendía a \$18.700 millones aproximadamente. Como se puede apreciar en el Gráfico 12, en términos del perfil de vencimientos original, la mitad de las necesidades de liquidez derivadas del pago de CEDRO se concentraba en 2004, mientras que para lo que resta del corriente año estas ascendían a 27% del monto total, quedando un 23% para cancelar en 2005.

Gráfico 13

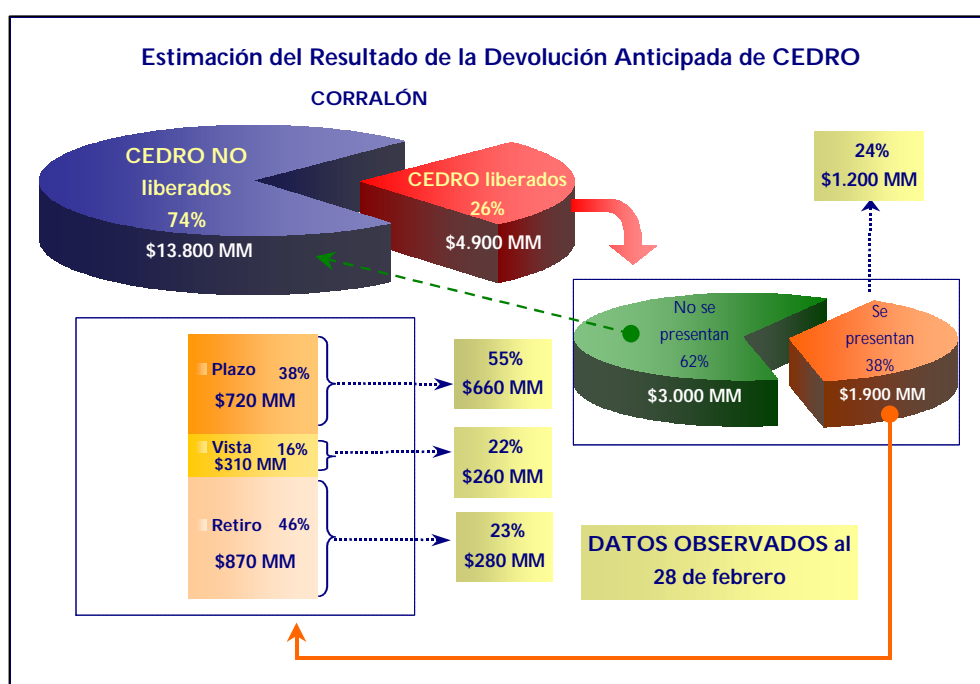


Durante febrero, un conjunto de entidades cuya tenencia de CEDRO representaba aproximadamente un 90% del total del sistema decidieron optar por realizar ofertas de rescate de los mismos. Las colocaciones puestas a disposición de sus clientes involucraron un monto equivalente a 30% de sus CEDRO totales y 26% del saldo de CEDRO del sistema. Dentro de este grupo de bancos se distinguen los que comenzaron la devolución a comienzos de mes y los que anunciaron sus propuestas a fines del mismo. El primer grupo se caracterizó por ofrecer a sus clientes el total de los CEDRO originalmente en pesos y, dependiendo del caso, la totalidad de los establecidos en dólares o hasta un límite de \$42.000. El segundo grupo abarcó instituciones de gran importancia sistémica y se distinguió por realizar ofertas limitadas a las series de CEDRO por depósitos originariamente denominados en moneda local. Como consecuencia de la baja proporción liberada y del tamaño de las entidades de este último grupo, la proporción total de CEDRO puesta a disposición descendió significativamente.

Otra característica importante que identifica al segundo grupo es que en su totalidad se trata de bancos con asistencia del BCRA, mientras que las entidades que comenzaron al principio de febrero en pocos casos observaban este tipo de fondeo. Lo anterior es consistente con las restricciones que impuso el BCRA en materia de devolución anticipada de CEDRO para las entidades con las mencionadas obligaciones.

Según información suministrada por las entidades, inicialmente se estimó que los depositantes que optarían por la desprogramación voluntaria alcanzarían un 38% (\$1.900 millones) del monto total de CEDRO ofrecido: los ahorristas cuyos depósitos originales fueran en pesos obtendrían el remanente en pesos del capital original e intereses devengados y no cobrados; aquellos que hubieran pactado colocaciones en dólares, obtendrían el remanente en pesos por un monto equivalente a \$1,4/USD más CER e intereses. Dichas estimaciones elaboradas por los bancos, que *a priori* lucían conservadoras, surgieron de considerar que una proporción significativa de los depositantes tendrían recursos de amparo pendientes o bien estarían a la espera de una pronunciación por parte de la Corte Suprema de Justicia acerca de la redolarización general de las colocaciones.

Gráfico 14



Por otro lado, las entidades financieras esperaban que un 54%, cerca de \$1.000 millones, de los depósitos que se desafectarán quedarían nuevamente depositados en el mismo banco. A su vez, se consideró la hipótesis correspondiente a que los clientes que decidieran dejar su dinero en el sistema mostrarían una segmentación equivalente a un 70% y un 30% en colocaciones a plazo y a la vista respectivamente.

En función de los comportamientos esperados y de las reglamentaciones existentes, las necesidades de caja que estarían involucradas en la devolución anticipada de CEDRO ascenderían a una cifra próxima a \$1.300 millones, recogiendo el efecto del retiro en efectivo de depósitos reprogramados (\$900 millones), del incremento en la exigencia de efectivo mínimo (\$300 millones) y de la cancelación de deudas con el BCRA pertinentes (\$100 millones). Estas necesidades de caja constituirían un 14% de la liquidez de este grupo de bancos -integración en cuenta corriente en el BCRA y efectivo en bancos en pesos-, considerada al día anterior al inicio de la oferta de cada entidad.

Resultados de febrero de 2003

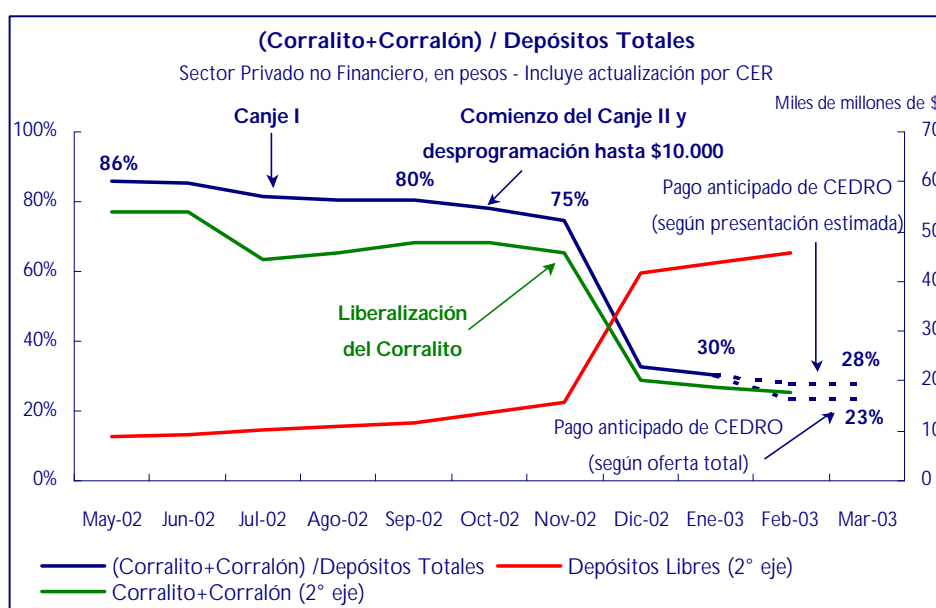
Durante febrero de 2003, los depositantes voluntariamente optaron por desprogramar un monto cercano a \$1.200 millones (24%), cifra muy inferior a las estimaciones realizadas por las entidades en su

conjunto. Es posible que el efecto derivado de la expectativa de recuperación de las colocaciones en moneda de origen -por amparos o redolarización- haya sido mayor que el considerado por los bancos. Por su parte, la proporción de depósitos desafectados que volvió a las entidades resultó mayor que la estimada, alcanzando a un 77% de los mismos, de los cuales 71% reinvertió en colocaciones a plazo y el resto en depósitos a la vista -caja de ahorro y cuentas corrientes-.

Por lo tanto, la necesidad de caja generada por el rescate anticipado resultó en una cifra muy inferior a la estimada, superando por poco los \$600 millones y representado un 7% de la liquidez inicial.

A continuación, se considera oportuno hacer una breve mención respecto de la evolución desde 2002 de las colocaciones sujetas a restricciones en cuanto a su disponibilidad. Como se observa en el Gráfico 14, a mayo de 2002, con la vigencia del llamado "corralito" -restricciones sobre los depósitos en cuentas a la vista- y del "corralón" -inicialmente depósitos reprogramados y luego CEDRO- el 86% de los depósitos del sistema no disponían de libre movilidad. Con las sucesivas desprogramaciones, el "goteo" -salida de depósitos según las restricciones de las colocaciones a la vista- del Corralito y el lento retorno de la inversión en el sistema financiero -consecuencia de las altas tasas de interés pagadas por las entidades- esta proporción fue disminuyendo paulatinamente hasta llegar a un 75% en noviembre del año pasado, justo antes de la apertura del Corralito. Una vez liberado el monto de depósitos en este último, la relación entre depósitos no disponibles y totales descendió a 30% a fines de enero de 2003. Según lo observado hasta el momento, ese *ratio* se mantendría en el orden del 28% a fines de marzo de 2003, igualmente una cifra mucho menor a la registrada a comienzos de 2002.

Gráfico 15



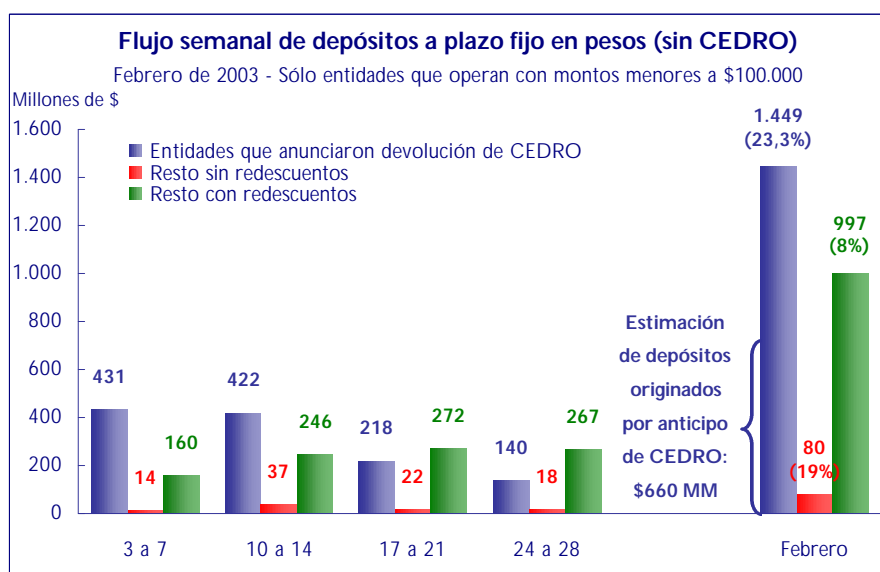
Efectos

Si bien una liberación de depósitos del Corralón tiene diversos efectos sobre las variables monetarias y financieras, en esta sección el análisis se centra en las repercusiones sobre los montos operados y las tasas de interés de los depósitos del sector privado no financiero.

Las cancelaciones de CEDRO tuvieron consecuencias directas sobre la evolución del monto de los depósitos "nuevos". Como se mencionara anteriormente, clientes por un monto cercano a las tres cuartas partes de los CEDRO que optaron por aceptar la oferta decidieron que la mejor alternativa de inversión para su dinero continuaba siendo el mismo banco, incrementándose el saldo de depósitos por aproximadamente \$900 millones.

Tal como puede apreciarse en el Gráfico 15, en el caso de las entidades que anunciaron la devolución anticipada de CEDRO, el incremento de los depósitos a plazo fijo fue de 23% en febrero. Se estima que casi la mitad de ese aumento se explica por la desafectación de reprogramados y posterior reinversión a plazo en el misma entidad. A su vez, el resto de las instituciones financieras también registraron crecimiento en sus depósitos a plazo fijo. De este último grupo, las entidades con asistencia del BCRA captaron colocaciones a plazo por un 8% del *stock* de fines de enero. En consecuencia, se observa aquí un efecto de segundo orden reflejado –ceteris paribus– en la mayor captación neta de depósitos a plazo por los bancos que adelantaron la disponibilidad de sus CEDRO frente a aquellos que no lo hicieron. Este diferencial –sin considerar la reinversión por rescate de CEDRO– se estima en aproximadamente 4% de ganancia marginal de colocaciones a plazo y sería consistente con cierto efecto causado por la mejora en la reputación de las entidades que anticiparon la devolución.

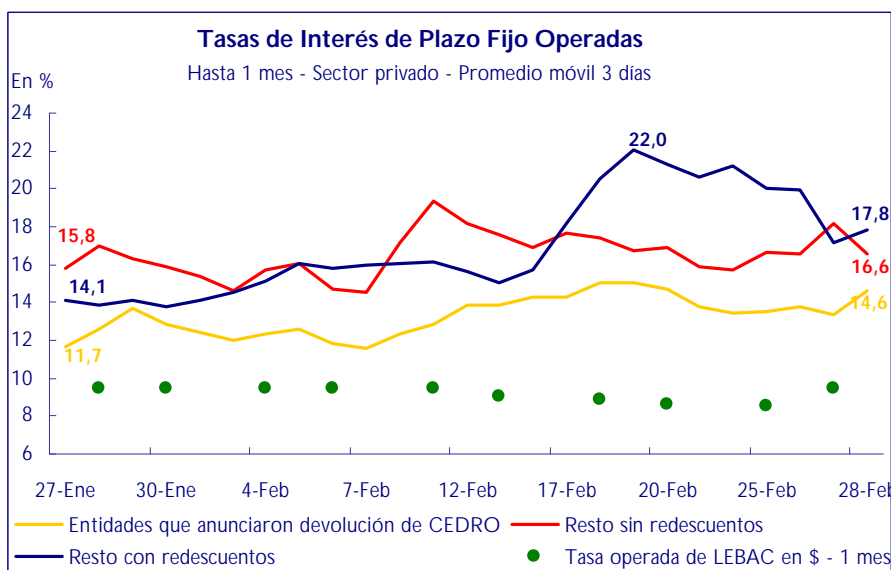
Gráfico 16



Por otro lado, era de esperar un alza de las tasas de interés durante el transcurso del rescate de los CEDRO, tal como lo evidencia el Gráfico 16. La conveniencia de las entidades de retener a los clientes sumado a los factores de incertidumbre preliminares justificaban la hipótesis anterior.

Efectivamente, desde el comienzo de la apertura parcial del Corralón se evidenció un paulatino ascenso de las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo. Cabe notar que la evolución de la variable anterior no estuvo relacionada con la variación de las tasas de referencia -en este caso se consideró a las LEBAC en pesos a un mes-, ya que las mismas mostraron una tendencia levemente descendente en el mes observado. Por un lado, las entidades que se sumaron a la oferta, en promedio, hicieron un parcial esfuerzo en retener a los depositantes aumentando en 2,9 puntos porcentuales las tasas de plazo fijo –promedio ponderado por monto operado– en el periodo observado. Cabe aclarar que el comportamiento anterior fue relativamente homogéneo dentro del mismo grupo, observándose no obstante algunas entidades que redujeron sus tasas de interés. Esta conducta derivó, vía un aumento de depósitos, en una importante reducción en las necesidades de liquidez de los bancos involucrados y, en consecuencia, colaboró notablemente -especialmente en algunas entidades– en el cumplimiento de las exigencias de efectivo mínimo.

Gráfico 17



Para las entidades que no realizaron las ofertas y con restricciones en el rescate de CEDRO por mantener obligaciones con el BCRA, la coyuntura fue distinta. En el marco de una ganancia de imagen de la entidades que pagaban sus CEDRO y de la necesidad de participar próximamente en los ofrecimientos anticipados, este grupo de bancos debió incrementar aún más la tasa de interés de plazo fijo, creciendo 3,7 puntos porcentuales entre puntas.

Si bien dicho incremento de tasa de interés se detectó en todos los tamaños de depósitos a plazo, en este caso, responden principalmente al movimiento de los depósitos más grandes. Cabe notar que en el caso de los plazos fijos por montos pequeños, a diferencia del resto, el aumento si bien menor, resultó sostenido a lo largo del periodo observado.

Conclusiones

- ✓ Se destaca la baja adhesión registrada de los depositantes al rescate anticipado de CEDRO de febrero de 2003. Además, se remarca como elemento positivo la importante proporción de CEDRO desafectados que fueron reinvertidos en los mismos bancos, superando ampliamente las expectativas de las entidades.
- ✓ En términos de los depósitos indisponibles, la devolución anticipada no provocó los efectos esperados. El total sin libre disponibilidad cayó levemente respecto al total de depósitos.
- ✓ Los efectos sobre los depósitos a plazo fijo fueron claramente positivos, registrándose aumentos tanto por las desafectaciones de CEDRO como por el incremento de las tasas de interés.
- ✓ Finalmente, se detectó *-ceteris paribus-* un diferencial de ganancia de depósitos a plazo de los bancos que entraron en el rescate anticipado, a la vez que un menor crecimiento de tasas de interés operadas. Dichos comportamientos podrían ser atribuidos a cierto mejoramiento en la reputación de este grupo de entidades.