



# Informe Monetario Mensual

## Mayo 2003

### Síntesis

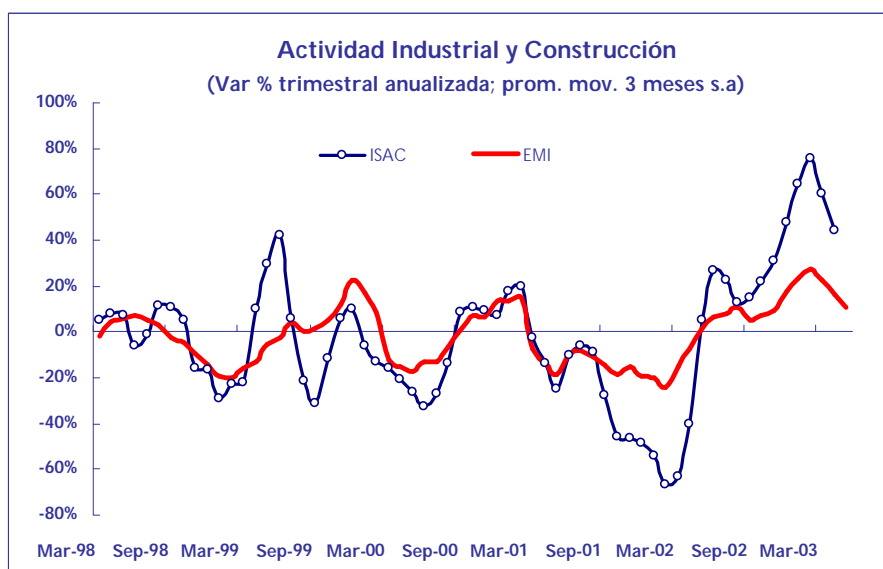
- ✓ Durante mayo se observaron señales de estabilidad en el frente monetario, signado tanto en un descenso de las tasas de interés nominales como en aumento de los depósitos del sector privado. Sin embargo, las tasas de interés reales continúan siendo relativamente altas. También se avanzó en la normalización del sistema monetario y financiero, al haberse completado el levantamiento de las restricciones financieras ("corralón") e iniciado el programa de rescate de cuasimonedas.
- ✓ La base monetaria amplia (BMA) se incrementó en \$ 1.703 millones (4,4%); en términos desestacionalizados, tal aumento ascendió a 3,6%. El aumento de la BMA se descompone en incremento del circulante por \$882 millones, aumento de \$1.792 en las cuentas corrientes de las entidades financieras y descenso del stock de cuasimonedas (\$972 millones). Debe destacarse la compensación resultante entre el aumento de circulante y la disminución en el stock de cuasimonedas producto del proceso de rescate de las mismas iniciado hacia fines de mayo.
- ✓ El índice de precios al consumidor mostró una disminución de 0,4% respecto del mes anterior, la primera desde noviembre de 2001. A la inversa de abril, fueron los precios de los bienes los que disminuyeron (0,7%), mientras que los de los servicios se incrementaron muy levemente (0,1%). El mayor impacto de la apreciación del peso sobre los precios mayoristas llevó al ratio entre IPIM e IPC a descender por séptimo mes consecutivo, reflejando el proceso de ajuste de precios relativos.
- ✓ Los medios de pago totales en pesos (M2, incluyendo cuasimonedas) se incrementaron alrededor de \$2.000 millones (4%), en tanto el M2 privado exhibió una disminución de aproximadamente \$ 100 millones (0,2%); en términos desestacionalizados, la variación fue de 0,1%. El determinante principal fue el aumento de los depósitos a la vista del sector público, cuyos saldos reflejaron la recaudación récord del Tesoro Nacional. Los depósitos totales crecieron (incluyendo la variación de CEDRO) en el mes \$2.923 millones (4%), mientras que los depósitos privados lo hicieron en \$309 millones (0,5%). El menor crecimiento de los depósitos transaccionales privados se muestra consistente con la evolución de la actividad económica.
- ✓ Se completó la liberación de las restricciones financieras: su aceptación por parte de los ahorristas se dio en proporción inferior a la esperada, y baja en relación a las atractivas condiciones ofrecidas, alcanzando a aproximadamente al 51% de los CEDRO privados cuya desprogramación se ofrecía. El resultado luce favorable si se considera que restan en total sólo \$ 8.000 millones (incluyendo CER) de depósitos reprogramados, y que el grado de reinversión de los fondos liberados fue alto (93% de ellos volcados a plazo fijo, considerando sólo los saldos inferiores a \$42.000).
- ✓ La liberación de CEDRO "alimentó" a los depósitos a plazo fijo. La variación de colocaciones a plazo en pesos fue superior a la registrada por los CEDRO. La primera ascendió a \$ 2.500 millones (7%), mientras que la segunda fue de -\$1.900 millones.
- ✓ Las tasas de interés acentuaron la caída iniciada el mes anterior (que llegó hacia fines de mayo a 10 puntos porcentuales), ubicándose, en términos reales, en niveles previos a la crisis financiera (con un volumen real operado significativamente mayor que entonces). También se evidenció una tendencia hacia menor dispersión entre las diferentes entidades del sistema.
- ✓ Aunque los préstamos al sector privado en pesos decrecieron durante el mes, se destaca que la caída de los préstamos en mayo fue la segunda menor (en valor absoluto) en lo que va del año. No todas las líneas siguen la misma tendencia: en los últimos dos meses, tanto el crédito comercial como la financiación de tarjetas de crédito muestran una evidente estabilización.
- ✓ Las metas exigibles pactadas con el FMI (de Reservas Internacionales Netas y Activos Internos Netos) fueron sobrecumplidas en abril y mayo. En tanto, no se alcanzó la meta de BMA. Existen adecuadas razones económicas que justifican el desvío: la combinación de mayor actividad económica, menor inflación, gradual normalización del sistema financiero, y del mercado cambiario y de capitales.
- ✓ Comenzó el rescate de cuasimonedas: se rescataron LECOP vía impuestos, y LECOR por licitación pública. El efecto monetario contractivo fue muy reducido (\$14 millones), pero no puede obviarse su efecto cualitativo: se elimina moneda de circulación limitada por dinero de circulación nacional, cuyo control está en manos de la autoridad monetaria.
- ✓ El peso finalizó mayo en niveles similares a los de un mes atrás. No obstante, la moneda doméstica registró un comportamiento volátil, alcanzando sus mínimos en más de un año. El euro se apreció casi un 7% contra el peso, mientras que el real brasileño ganó un 1% respecto de la moneda local.
- ✓ La emisión de LEBAC se incrementó (el stock en pesos creció un 12%), junto con un descenso de la tasa de corte en las licitaciones. También se incrementó levemente la vida promedio de la cartera de estos instrumentos.
- ✓ El spread del EMBI cayó en mayo casi 80 puntos básicos, empujado principalmente por la reducción del riesgo soberano brasileño, mientras que los bonos argentinos en default mantuvieron los precios de abril.

## Frente a un escenario de tranquilidad en el frente monetario y financiero

El BCRA continuó durante mayo con una política monetaria orientada a atender las necesidades de liquidez de la economía. En un contexto de marcada inestabilidad de los agregados monetarios como consecuencia del cambio estructural sufrido a raíz de la crisis desatada en diciembre del 2001, la misma viene siendo instrumentada a través de la monetización del superávit de cuenta corriente, orientando de esta manera el sesgo de la política monetaria hacia una mayor flexibilidad, dado que se ha cumplido con creces el objetivo planteado a comienzos de año de establecer un marco de credibilidad signado por la estabilización de la tasa de inflación anual por debajo de un dígito.

La actividad económica continuó exhibiendo signos de desaceleración en el ritmo de crecimiento, efecto sin embargo esperado dadas las altas tasas de crecimiento registradas en los primeros meses del año. Si bien los datos del Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE), elaborados por el INDEC, recién estarán disponibles en la segunda mitad de julio, algunos indicadores adelantados del nivel de actividad permiten predecir esta tendencia. Cabe recordar que en marzo y abril el EMAE (proxy mensual del PBI) creció un 0,3% mensual, luego de crecer un 1,1% mensual en el primer bimestre del año (ver gráfico 1).

### Gráfico 1



En particular, el Estimador Mensual Industrial (EMI) registró por segundo mes consecutivo una caída desestacionalizada. En efecto luego de caer un 1% mensual en abril, volvió a caer en mayo un 1,1% mensual. Cabe recordar que la industria fue uno de los sectores más dinámicos de la recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2002, por lo que las caídas exhibidas en los últimos meses impactan de lleno en el ritmo de crecimiento de la economía, aunque otros sectores como la construcción y el agro compensan en gran medida esta menor dinámica de la actividad industrial.

Una posible explicación a la desaceleración de la producción industrial estriba en que la misma tiene carácter heterogéneo. Por un lado están los sectores asociados principalmente con la exportación y en segundo lugar a la sustitución de importaciones o con actividades conexas a la exportación (como es el caso de la maquinaria agrícola) que incrementaron sustancialmente su producción luego del cambio en los precios relativos generado por la devaluación y se encuentran hoy trabajando cerca del máximo de su capacidad instalada. Por otro lado, están los sectores más dependientes del consumo interno que todavía tienen amplio margen para aumentar su producción sin necesidad de nuevas inversiones.

Esta situación, sumada a la evidencia de una demanda interna de crecimiento laxo permiten intuir que, de no mediar nuevas inversiones en el primer grupo de sectores, la actividad industrial no podría seguir expandiéndose a la velocidad del primer trimestre.

En este sentido resulta muy positiva la evolución de la Confianza del Consumidor. En efecto, tanto el indicador elaborado por la Fundación Mercado como el elaborado por la Universidad Di Tella mostraron importantes incrementos en mayo, luego del cambio de Gobierno, alcanzando en ambos casos niveles récord. De mantenerse, esta dinámica podría traducirse en futuros aumentos del consumo privado y su magnitud dependerá principalmente de la reaparición del crédito.

Asimismo, durante mayo la recaudación impositiva volvió a alcanzar un nuevo record histórico (\$7.149 millones), con un crecimiento interanual cercano al 50%. Cabe destacar que prácticamente un 80% del incremento se explica por la recaudación del impuesto a las ganancias que exhibió un aumento del 142,3% i.a. dada la imposibilidad de ajustar balances por inflación, y de las retenciones a las exportaciones con un aumento del 118% i.a.

Es importante mencionar además, que la recaudación de algunos impuestos, ligados al nivel de actividad como combustibles, IVA DGI y aranceles a la importación, mostraron en el mes cierto deterioro, con caídas del 7,1%, 5,1% y 4,4% mensual. Si bien esta dinámica no permite confirmar un cambio de tendencia, constituiría una evidencia adicional en el sentido de que el ritmo de crecimiento no es el mismo de los primeros meses del año.

Durante mayo, el índice de precios al consumidor (IPC-GBA relevado por el INDEC) mostró una disminución de 0,4% respecto del mes anterior, la primera desde noviembre de 2001, explicada mayormente por el arrastre negativo del mes de abril (-0,3%).

La variación interanual del índice fue de 14,3%, y acumula un incremento de 2,1% en lo que va del año. A la inversa del mes anterior, fueron los precios de los bienes los que disminuyeron (-0,7%), mientras que los de los servicios se incrementaron muy levemente (0,1%). Los bienes componen un 53% de la canasta sobre la que se mide la variación de precios. La mayor incidencia (medida de cuánto hubiera variado el índice si sólo el rubro en cuestión hubiera variado, manteniéndose los demás constantes) fue del ítem "alimentos y bebidas" (incidencia negativa de 0,34%), mientras que dos rubros de servicios (salud y transporte y comunicaciones) también incidieron negativamente sobre el índice.

El índice de precios mayoristas (IPIM, también relevado por INDEC) descendió en mayo un 0,7% contra el mes anterior, continuando así la baja iniciada en marzo de este año. La evolución de los precios mayoristas viene acusando el impacto del descenso en el valor del dólar respecto de la moneda local en los últimos meses. En la lectura de mayo, los precios de los productos nacionales disminuyeron 0,5% (producto de la baja de 1% en productos primarios y de 0,3% en manufacturados y energía eléctrica), mientras que los importados retrocedieron 3,3%.

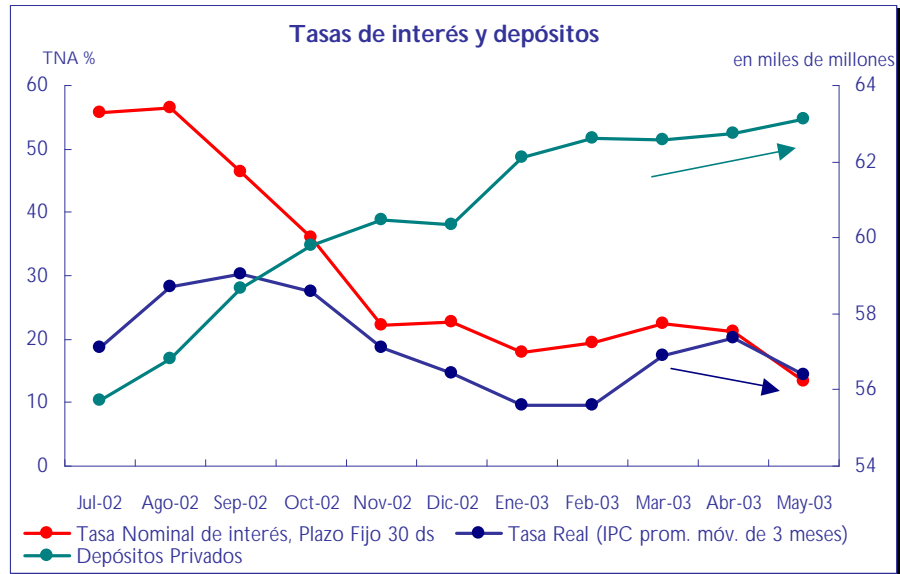
La apreciación del tipo de cambio en los últimos meses explica en parte la evolución de ambos índices de precios. El IPIM registra un efecto más directo, al registrar las variaciones de insumos importados y de los productos primarios (que, al ser exportables, modifican sus precios con el tipo de cambio); el IPC, en tanto, registra una relación más débil con el tipo de cambio –aún así, no puede descartarse la influencia del precio de la moneda local sobre aquel, evidenciada por la fuerte desaceleración inflacionaria.

El mayor impacto de la apreciación del peso sobre los precios mayoristas llevó al ratio entre IPIM e IPC a descender por séptimo mes consecutivo: ello indicaría cierta reversión en el ajuste del precio relativo de los bienes transables en términos de los no transables.

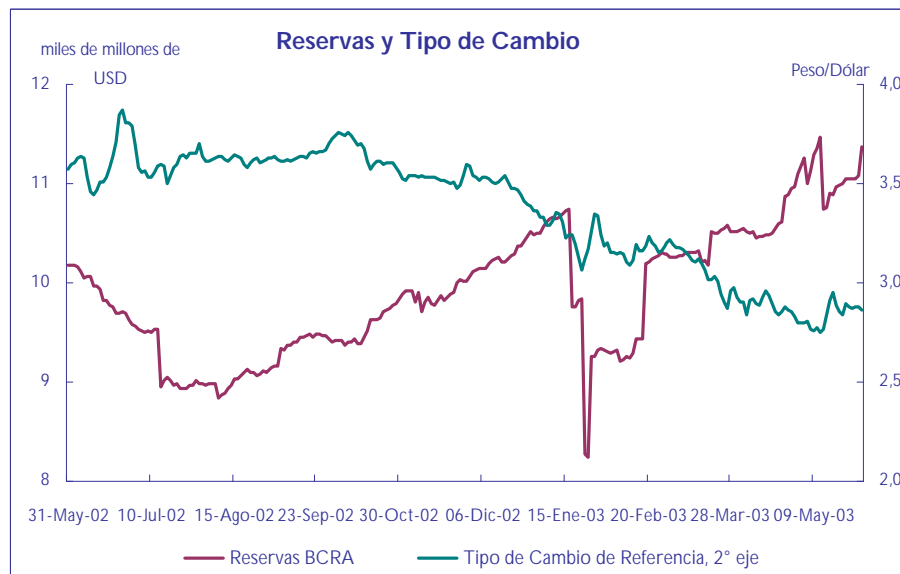
El sistema financiero mostró en mayo una reacción no traumática a los vaivenes políticos, corroborando un escenario de mayor estabilidad en las principales variables monetarias. En efecto, las tasas de interés profundizaron el descenso iniciado en abril (exhibiendo una caída de casi 10 puntos porcentuales), a la vez que los depósitos totales exhibieron un marcado crecimiento. Si bien las tasas nominales marcaron un franco descenso, las tasas reales continúan en niveles relativamente altos.

Los gráficos 2 (a) y (b) resumen este escenario de estabilidad.

Gráfico 2 (a)



(b)



El incremento de los depósitos totales estuvo mayormente explicado por la variación positiva registrada por los depósitos públicos, como consecuencia de la fuerte recaudación impositiva. El incremento observado en los depósitos privados tuvo origen en las colocaciones a plazo. Por su parte, los depósitos a la vista habrían evolucionado de acuerdo con ciertas señales de desaceleración en el ritmo de recuperación económica observadas recientemente. Los depósitos a plazo se incrementaron por encima de la variación registrada en CEDRO. En tanto, la liberación de depósitos reprogramados finalizó con una adhesión del 51% por parte de los ahorristas: si bien se trata de un resultado inferior al esperado, luce favorable si se considera que restan en total sólo \$ 8.000 millones (incluyendo ajuste por CER) de depósitos reprogramados (pasibles de ejercer un efecto adverso sobre la liquidez del sistema). En este contexto, se inició el rescate de cuasimonedas provinciales, lo que implica una variación de la composición de la base monetaria amplia, con un efecto levemente contractivo sobre ella (ya que los bonos provinciales se rescatan a valor de mercado).

Tanto el inicio del rescate de cuasimonedas como la liberación de depósitos reprogramados constituyen avances hacia la normalización de las condiciones monetarias y financieras. Junto con el pronunciado descenso de las tasas de interés, y el comportamiento de los depósitos del sector privado, apuntan a una coyuntura monetaria más estable.

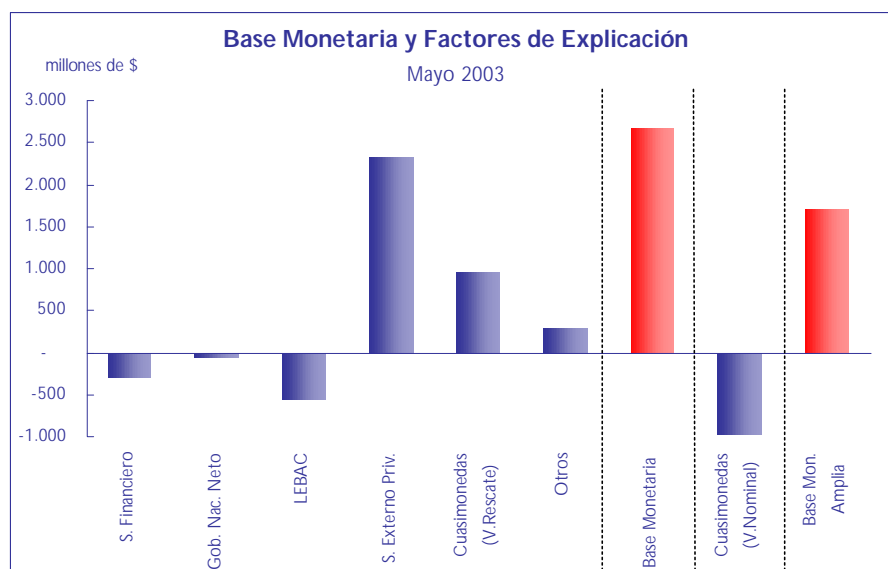
## Base monetaria amplia: aumento cuantitativo y mejora cualitativa

La base monetaria amplia exhibió en mayo un incremento de \$1.703 millones (4,4%); en términos desestacionalizados, tal aumento ascendió a 3,6%. Se trata del segundo mayor incremento desestacionalizado en lo que va del año. El fuerte aumento de la base amplia se descompone en un incremento de la circulación monetaria de \$882 millones (4,4%, que a su vez se explica por casi \$800 millones de mayor circulante en poder del público, y el resto en las entidades financieras), un crecimiento de la cuenta corriente de las entidades financieras en el Banco Central por \$1.792 millones (15,4%), y una disminución del stock de cuasimonedas de \$972 millones (13,2%). Se advierten así dos rasgos salientes:

- a) El aumento de la liquidez bancaria concentra la mayor parte del incremento en la base amplia, lo cual guarda estrecha relación con el marcado crecimiento de los depósitos del sector público, derivado de la recaudación récord del Tesoro Nacional en mayo. La variación de la cuenta corriente en el Banco Central de los bancos públicos explica casi en su totalidad el aumento de la cuenta corriente del sistema; dentro de los bancos públicos, el mayor aumento se da en un banco nacional, y procede directamente de la recaudación.
- b) El incremento en el circulante en moneda nacional es alimentado por el rescate de cuasimonedas, es decir que el cambio en la circulación debe interpretarse como un cambio en la composición de la base, y no de su cantidad. De hecho, lo que se observa es la sustitución de cuasidinero de circulación limitada por dinero de circulación nacional<sup>1</sup>.

Tal como puede apreciarse en el gráfico 3 referido a los factores de explicación de la base monetaria amplia, el sector externo privado determinó principalmente el resultado observado, como ya ocurriera en los últimos meses.

**Gráfico 3**



En efecto, las operaciones de compraventa de divisas del BCRA con el sector privado implicaron una expansión de base de \$2.332 millones.

<sup>1</sup> Debe aclararse que no todo el stock de cuasimoneda es circulante en poder del público (al permanecer parte de éste bajo la forma de cuentas de orden en entidades financieras), por lo que no toda la disminución del mismo se vuelca a la circulación monetaria, sino que puede mantenerse como cuentas en pesos en el sistema bancario (ver al respecto la sección dedicada al canje de cuasimonedas en este informe).

Por su parte, el sector público tuvo un efecto monetario muy reducido, ya que si bien el otorgamiento de adelantos acarreó una expansión de base (por \$2.100 millones), ella fue más que compensada por la compra de divisas al Banco Central (por \$1.969 millones), destinada al pago de BODEN y compromisos externos, y por el aumento en la cuenta operativa del gobierno en BCRA (\$ 191 millones).

En tanto, la cancelación de redescuentos por parte del sector financiero (tanto en concepto de capital como de intereses) también conllevó un efecto contractivo, que fue de \$293 millones.

La emisión de LEBAC también implicó la absorción de base monetaria, por \$561 millones; el efecto contractivo mensual de este instrumento fue el mayor desde enero último, aunque concentrado en la segunda parte del mes).

Los factores que explican la variación en la base monetaria amplia se detallan en la tabla 1.

**Tabla 1**

Flujo en millones de pesos	Mayo	
<b>1. Factores de expansión de la Base Monetaria Amplia</b>	<b>1.703</b>	
a. Crédito Externo Neto	362	
Sector Privado	2.332	
Liquidación de Exportaciones	80	
Intervención Cambiaria	2.251	
Sector Público	-1.969	Sector Público Neto -60
b. Crédito Interno Neto	1.340	
Sector Público	1.909	
Adelantos Transitorios	2.100	
Anticipos de Utilidades	0	
Otros (utilización cuenta del Gobierno Nacional)	-191	
Sector Financiero	-293	
Asistencia a Entidades	-307	
Remuneración de Cuentas Corrientes	14	
LEBAC	-561	
Rescate de cuasimonedas (1)	-13	
Otros	298	
<b>2. Base Monetaria Amplia</b>	<b>1.703</b>	
a. Circulante en poder del Público	798	
b. Reservas Bancarias	1.876	
Circulante en Bancos	84	
Cuenta Corriente en el BCRA	1.792	
c. Cuasimonedas	-972	

(1) Diferencia entre la emisión de pesos para el rescate y el valor nominal rescatado.

La expansión de la base amplia basada en la monetización del superávit de cuenta corriente volvió a determinar un incremento de las reservas internacionales del BCRA, que ascendió a US\$ 402 millones (3,7%); el stock de las mismas se ubica así a fin de mayo en US\$ 11.374 millones.

### Medios de pago: expansión en línea con la evolución de la actividad económica

Los medios de pago totales en sentido amplio (M2, incluyendo cuasimonedas) aumentaron en mayo \$1.962 millones (4%). El incremento se desagrega en variaciones positivas de cuentas corrientes (\$1.722 millones, 12%), cajas de ahorro (\$414 millones, 4%), y circulante en poder del público (\$798 millones, 5%), mientras que el *stock* de cuasimonedas se redujo en \$972 millones (13%). La suba de los depósitos a la vista del sector público fue determinante en esta evolución, y estuvo en relación directa con la recaudación récord obtenida por el Tesoro Nacional.

Durante la segunda quincena de mayo (período en el cual el Tesoro percibió los ingresos provenientes del impuesto a las ganancias) se observó un incremento de la cuenta corriente en pesos del sector público del orden de \$ 1.500 millones. Esta evolución de los depósitos del sector público llevó a que el mayor incremento de la cuenta corriente de los bancos en el Banco Central correspondiera a las entidades públicas.

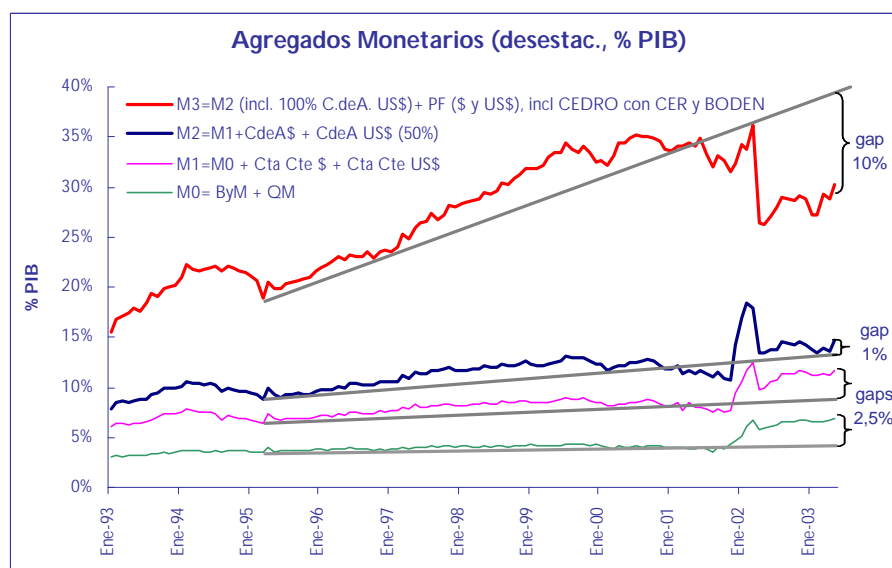
En tanto, los medios de pago privados en pesos en sentido amplio (M2 privado) exhibieron una disminución de aproximadamente \$100 millones (0,2%); en términos desestacionalizados, la variación fue de 0,1%, en contraste con los incrementos desestacionalizados de los cuatro meses anteriores (en general iguales o superiores al 1%). La variación observada se descompone en un incremento de los saldos en cuenta corriente de \$184 millones (2%), una disminución de las cajas de ahorro de \$107 millones (2%), más las mencionadas en circulante en poder del público y cuasimonedas. Como se señaló en la sección anterior, el incremento en la circulación de billetes fue la contrapartida del rescate de cuasimonedas provinciales; el circulante amplio, no obstante, disminuyó.

De esta manera, las colocaciones a la vista del sector privado no consiguieron prolongar el aumento observado en abril: las cuentas corrientes se incrementaron en menor cuantía que en ese mes, y las cajas de ahorro disminuyeron (frente al aumento del mes anterior).

Según estimaciones preliminares, el ritmo de crecimiento del primer trimestre de este año no se repetiría en el segundo; aunque no todos los indicadores conocidos durante mayo (correspondientes en su mayoría al mes de abril) muestran un menor incremento que en períodos anteriores. Los pronósticos actuales indican que el crecimiento del PBI sería 0,8% en el segundo trimestre, contra 2,7% en el primero (tomando en ambos casos variaciones desestacionalizadas respecto del trimestre anterior). Así, el crecimiento de los depósitos transaccionales privados se muestra consistente con el desenvolvimiento de la economía real.

Poniendo en perspectiva el comportamiento de los medios de pago observado en junio, no se advierte una preferencia por los agregados transaccionales especialmente marcada: la relación entre M2 y PIB (ajustada por estacionalidad) sólo se encuentra levemente por encima de lo que podría considerarse una tendencia de largo plazo –como se observa en el gráfico 4.

#### Gráfico 4



La composición de los medios de pago sí muestra -desde que se impusieron las restricciones financieras-, un sesgo hacia una mayor tenencia de circulante. Ello haría esperable, en la medida en que se

siga avanzando hacia la normalización del sistema financiero, una reasignación desde circulante hacia depósitos a la vista<sup>2</sup>.

### Depósitos: se completó la liberación de CEDRO, avanzándose en la normalización del sistema

Durante mayo se completó el proceso de liberación de depósitos reprogramados (CEDRO), avanzándose así hacia la normalización del funcionamiento del sistema financiero. El 23 de mayo finalizó el período (iniciado el 8 de abril) de liberación de los depósitos reprogramados (CEDRO), establecido por el decreto 739/2003. Esta medida abarcaba tanto a colocaciones realizadas originalmente en pesos como en dólares. En cuanto a los primeros, se establecía, a solicitud de los depositantes, la inmediata acreditación en cuentas a la vista del saldo de CEDRO proveniente de tales depósitos.

Respecto de los depósitos realizados originalmente en moneda extranjera, la norma disponía que sus titulares podían solicitar la cancelación total cuando el saldo fuera menor a \$42.000, la constitución de un nuevo plazo fijo a 90 días si el monto nominal se encontraba entre \$42.001 y \$100.000 o la concertación de un nuevo plazo fijo a 120 días si aquel era mayor a \$100.000.

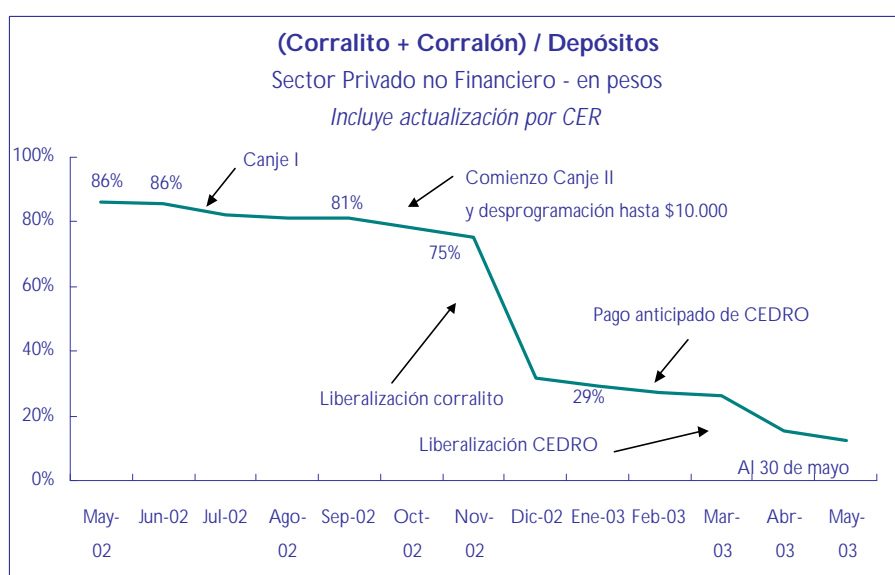
En estos casos, la entidad financiera respectiva debía afrontar el pago del saldo ajustado por el coeficiente CER más los intereses, en tanto que el Estado Nacional entregaría al titular bonos BODEN 2013 en función de la diferencia entre la cotización del dólar en el mercado libre y el valor nominal original del depósito reprogramado.

La aceptación por parte de los ahorristas del esquema descrito se dio en proporción inferior a la esperada, y baja en relación a las atractivas condiciones ofrecidas. Ella alcanzó (ver gráficos 5 y 6) aproximadamente al 51% de los depósitos privados cuya desprogramación se ofrecía (unos \$8.300 millones incluyendo la actualización por CER), y un 48% de los depósitos de todos los sectores.

La relación entre la variación de colocaciones a plazo fijo y la del total de CEDRO desafectados (de todos los sectores), ascendió a 97%; si se tiene en cuenta sólo a los ahorristas con saldos en CEDRO inferiores o iguales a \$42.000 (los que podían elegir entre retirar el monto en efectivo o depositarlo a plazo), dicho *ratio* se ubica en 93% (la mejor indicación de desprogramación voluntaria).

Los fondos provenientes de CEDRO superiores a \$ 42.000 tuvieron como destino nuevos depósitos a plazo fijo a 90 y 120 días de plazo, por un monto total de aproximadamente \$3.800 millones.

Gráfico 5

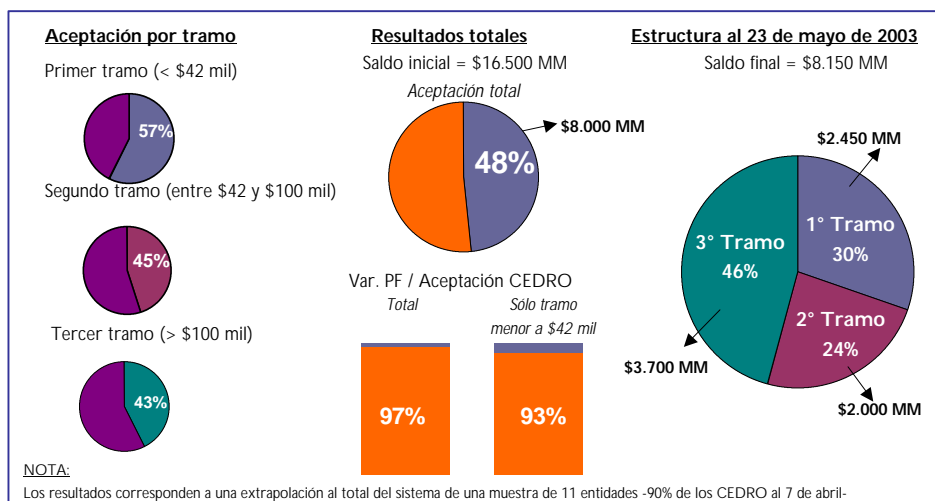


<sup>2</sup> En contraste, un agregado monetario más amplio como el M3 sí estaría evidenciando una “preferencia por la liquidez”, al hallarse bien por debajo de su “tendencia”; nuevamente, sería de esperar que aún el (escaso) exceso de medios de pago sobre su tendencia se volcara en colocaciones menos líquidas.



Tal como señalamos en nuestro informe anterior, en vista de las atractivas condiciones ofrecidas a los ahorristas para realizar el canje (que equivalían a una recuperación de aproximadamente el 85% de sus colocaciones originales en dólares), la conducta observada se atribuiría a la expectativa sobre eventuales condiciones de devolución aún más favorables (expectativa fundada en la experiencia de canjes anteriores) o sobre el repago del depósito través de medidas precautorias (amparos).

**Gráfico 6**



El resultado de la liberación luce favorable si se considera que restan en total sólo \$8.000 millones (incluyendo ajuste por CER) de depósitos programados –los que serían pasibles de ejercer un efecto adverso sobre la liquidez del sistema en caso de un fallo judicial que favorezca la redolarización y/o la devolución en efectivo de los mismos. Se trata así de un monto ciertamente más “manejable” en caso de que medidas como la mencionada tuvieran lugar.

Como ocurriera el mes anterior, la liberación de CEDRO explica en gran medida el aumento en los depósitos a plazo fijo. Sin embargo, la variación de colocaciones a plazo en pesos del sector privado fue superior a la registrada por los CEDRO. La primera ascendió a prácticamente \$2.100 millones (7%), mientras que la segunda fue levemente superior a \$1.800 millones.

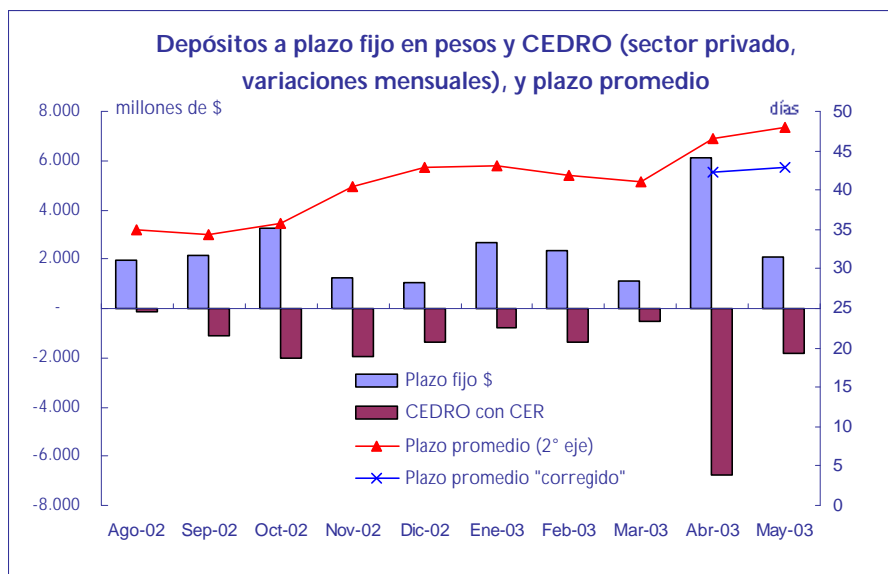
Ello es significativo en cuanto las colocaciones a plazo son un mejor reflejo de las decisiones de inversión (a diferencia de los depósitos a la vista, más relacionados con necesidades transaccionales) y el incremento tuvo lugar en un mes con tasas de interés inferiores a las registradas en abril. Es claro, por supuesto, que en términos reales las tasas se mantuvieron en mayo relativamente altas.

Otro efecto directo del esquema de liberación fue el incremento del plazo promedio de los depósitos, continuando con la tendencia iniciada en abril (gráfico 7).

Ello se debió al propio diseño del esquema de desprogramación (explicado al comienzo de esta sección). Así, a fines de mayo, el plazo promedio de las colocaciones a plazo era de 48 días, a diferencia de 46,6 a principios de mes (y 41 el 7 de abril).

Para analizar lo sucedido sin incorporar la influencia de la liberación de depósitos, se computa el plazo promedio ajustado sin tener en cuenta a los plazos fijos originados en saldos de CEDRO superiores a \$42.000, el cual ascendía a fin de mayo a 42,8 días (contra 42,2 al inicio del mes, y 41 a principios de abril).

Gráfico 7



Considerando la variación mencionada en depósitos a la vista, más la evolución de los CEDRO y los depósitos a plazo fijo, los depósitos en pesos del sector privado aumentaron en mayo en \$ 309 millones (0,5%). En cuanto a los depósitos totales, teniendo en cuenta tanto la evolución de todos los rubros y la caída de CEDRO, se registró un incremento de \$ 2.923 millones (4%). Las variaciones en los distintos tipos de depósitos se detallan en la tabla 2.

Tabla 2

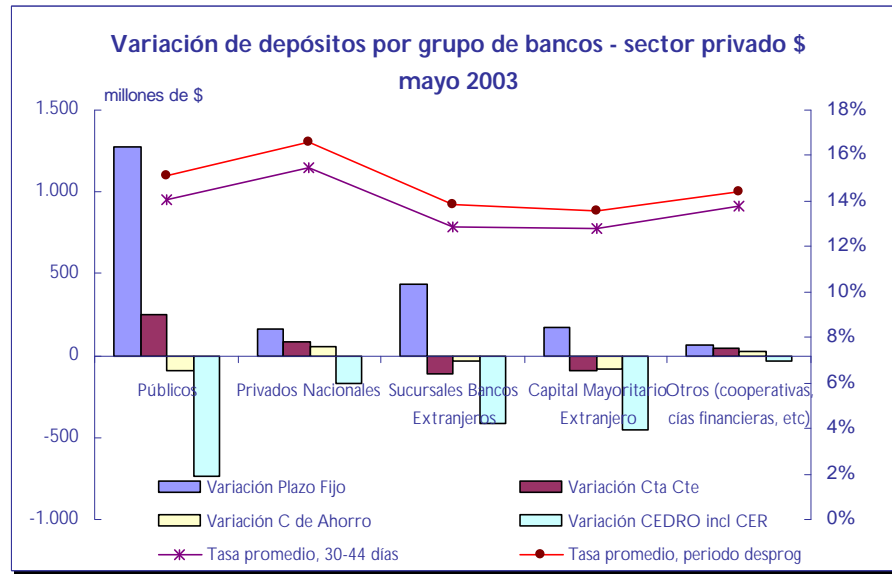
Flujos Mensuales en millones de pesos	Mayo
<b>1. Depósitos totales en pesos</b>	<b>4.835</b>
Caja de ahorro	414
Cuenta Corriente	1.722
Otros	159
Plazo Fijo	2.540
<b>2. CEDRO</b>	<b>-1.912</b>
<b>Amparos <sup>(1)</sup></b>	<b>-302</b>
Stock (a 1.4\$/USD)	-210
Ajuste CER	-92
<b>Otras desafectaciones <sup>(2)</sup></b>	<b>-1.610</b>
Stock (a 1.4\$/USD)	-1.124
Ajuste CER	-486
<b>3. Variación de depósitos totales en \$ (1+2)</b>	<b>2.923</b>
4. Diferencia por pago de amparos a tipo de cambio libre	-119
<b>5. Efecto sobre la liquidez del sistema (3+4)</b>	<b>2.804</b>
<b>6. Depósitos en dólares (en US\$)</b>	<b>146</b>

(1) Cifra estimada.

(2) Incluye desprogramación de CEDRO por levantamiento del "corralón".

La evolución de los depósitos por grupo de bancos dista de mostrar un panorama homogéneo entre los mismos (ver gráfico 8). En efecto, en todos los grupos se observa un aumento de los depósitos a plazo fijo, pero sólo en el caso de los bancos públicos éste es significativamente superior al monto resultante de la desprogramación de CEDRO; en tanto, en el caso de bancos privados nacionales y sucursales de bancos extranjeros, el incremento en plazos fijos tiende a coincidir exactamente con el monto de CEDRO desafectado; mientras que en los bancos de capital extranjero, las colocaciones a plazo sólo llegan a un 39% de los depósitos desprogramados.

Gráfico 8



Al menos parte de este comportamiento podría explicarse por diferencias en las tasas de interés: el grupo de bancos que pagó una tasa menor durante mayo (y durante el periodo de desprogramación incluido en mayo) fue el que menos depósitos retuvo. Sin embargo, los bancos públicos – que lideraron el aumento en plazos fijos del sector privado- no fueron quienes remuneraron estas colocaciones con la tasa más alta (ella correspondió a los bancos privados nacionales, que sin embargo no mostraron incrementos por encima de los montos desprogramados). Entonces, la evolución observada de los plazos fijos debería estar asociada a otros factores. En cuanto a los depósitos a la vista, sólo en los bancos públicos y los privados nacionales se advierte un incremento.

### Tasas de interés: se acentúa el descenso

Las tasas de interés exhibieron en mayo un comportamiento caracterizado por la profundización de la caída iniciada el mes anterior, que llevó a ubicarlas en sus niveles previos a la crisis financiera, y una menor dispersión de los valores registrados entre las diferentes entidades del sistema. La más pronunciada tendencia a la baja de las tasas de interés fue determinada por una presión sobre la liquidez menor a la esperada antes del inicio de la desprogramación, así como por las condiciones monetarias relativamente más expansivas registradas en abril y profundizadas en mayo.

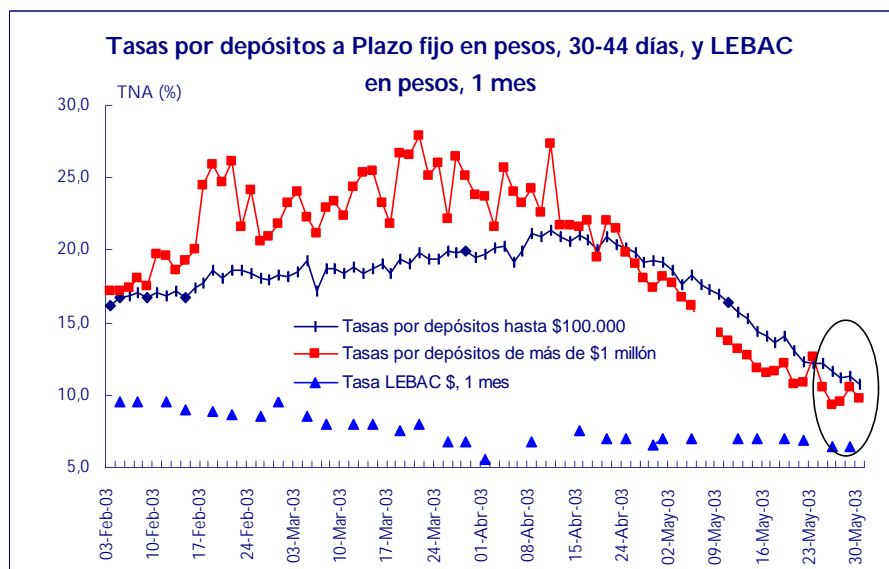
Fue así como la tasa de plazo fijo para operaciones entre 30 y 44 días en pesos pasó de 18,6% a fines de abril a 10,2% al finalizar mayo. Con ello, el ritmo de descenso de las tasas entre los diferentes tramos de depósitos fue más homogéneo que en abril, aunque siempre se mostró más acetuado para el caso de montos superiores al millón de pesos (dado que se trata de depósitos que, mientras duró la liberación de CEDRO, no enfrentaban la “competencia” de los retiros en efectivo).

Asimismo, durante casi todo mayo la tasa por depósitos hasta \$100.000 se ubicó por encima de aquella para colocaciones superiores a \$1 millón, como consecuencia de una política de captación por parte de los bancos concentrada en la retención (en la forma de nuevos depósitos a plazo) de los fondos reprogramados que iban siendo paulatinamente liberados. El atípico comportamiento de las tasas para depósitos de montos menores podría explicarse en términos de al menos dos factores. Por un lado, la ya citada presión sobre las tasas de aquellos depósitos que, durante la desprogramación, podían transformarse en liquidez (aquellos menores a \$42.000). Paralelamente, la reacción de las entidades al comportamiento de los ahorristas relativamente pequeños en momentos particulares como el de la liberación de CEDRO, ya que en tales instancias (tal como fuera mencionado en el párrafo anterior), los bancos preferirían retener

clientes que son relativamente más costosos de volver a atraer a la entidad una vez que se retiraron (tal es el caso de ahorristas medianos y pequeños, a diferencia de inversores más grandes y sofisticados<sup>3</sup>).

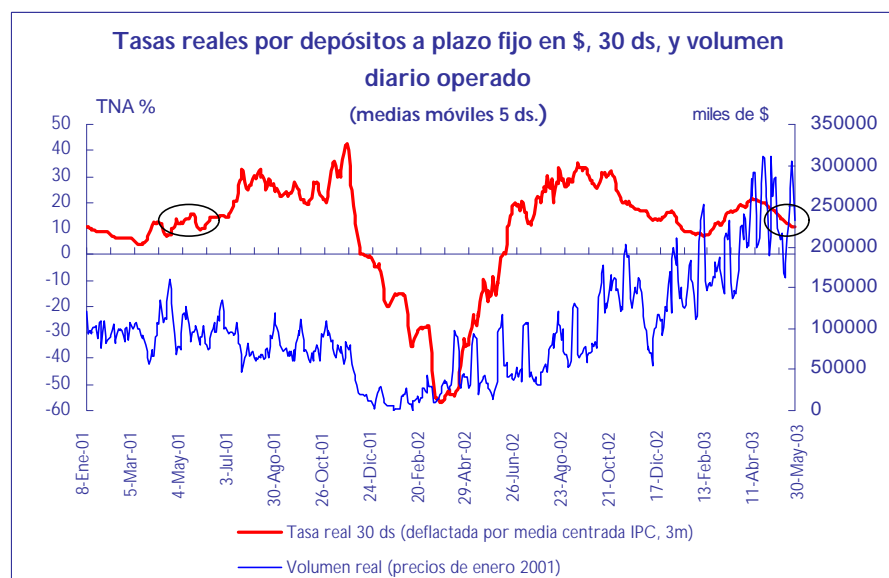
Otro hecho saliente fue que la diferencia entre los rendimientos a plazo y los de las LEBAC tendió a estrecharse. La evolución de las tasas por depósitos a plazo y las de LEBAC se observa en el gráfico 9.

**Gráfico 9**



Un aspecto a destacar es que el nivel actual de tasas de interés –medido en términos reales– se ubica ya en los niveles anteriores a la crisis financiera. Como se observa en el gráfico 10, las tasas reales actuales de plazo fijo a 30 días sólo se comparan con las observadas en mayo de 2001 (si se dejan de lado momentos poco representativos por su bajo volumen). Ello se destaca aún más si se tiene en cuenta que el volumen operado ahora (medido en moneda constante) es, en promedio, más de dos veces superior al de entonces.

**Gráfico 10**



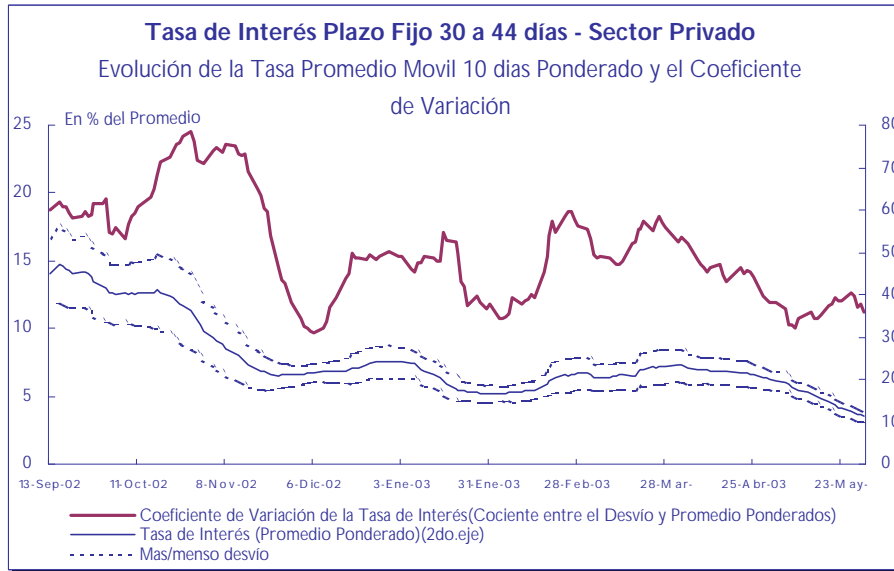
La tendencia descendente de las tasas de interés marcha de la mano con una menor variabilidad entre los niveles pagados por las diferentes entidades. La dispersión de las tasas pasivas luce notablemente

<sup>3</sup> Los ahorristas más pequeños están menos especializados que los grandes en las operaciones financieras, y pueden potencialmente enfrentar mayores costos de transacción: si retiraran sus fondos durante la desprogramación de depósitos, podría para el banco ser más difícil volverlos a atraer. En contraste, los inversores más grandes se mueven con mayor rapidez y son más sensibles a cambios en las tasas.

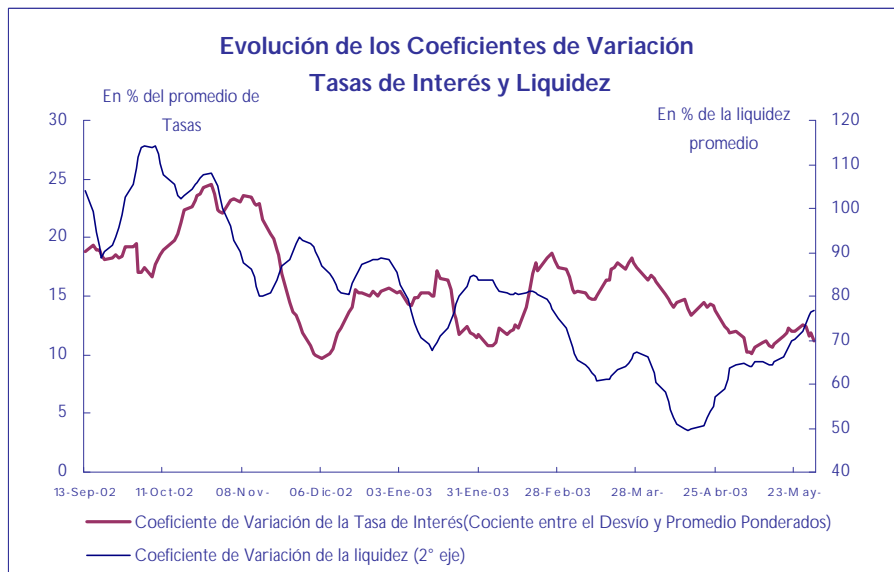
reducida a lo largo de los últimos meses. Tal dispersión, medida tanto a través del desvío de la tasa promedio como del coeficiente de variación (que relaciona el desvío con el valor promedio en cada momento del tiempo<sup>4</sup>), se reduce notablemente entre marzo y mayo de este año (reducción que es más patente si se comparan los valores actuales con los registrados el último trimestre del año pasado), tal como se observa en el gráfico 11.

Gráfico 11

(a)



(b)



A la hora de explicar esta menor variabilidad, hay que enfocar los factores que tienen en común las diferentes entidades en meses recientes. Uno de ellos es el mayor nivel de liquidez: si se observa el coeficiente de variación de la liquidez (medida como el saldo en la cuenta corriente en BCRA), éste también tiende a reducirse (si bien en el mes de mayo registra un aumento: éste se debe, no obstante, a la mayor liquidez registrada por bancos públicos en razón de la recaudación, como ya se apuntó). Aunque sin duda no es el único factor detrás de la menor volatilidad de corte transversal en las tasas de interés, la distribución más homogénea de la liquidez debería estar contribuyendo a la misma.

Un factor consistente con la menor desigualdad en la distribución de liquidez es la gradual reactivación del mercado de préstamos interbancarios. Se trata del canal natural a través del cual las entidades con exceso de liquidez pueden colocar sus fondos, y aquellas con faltante de recursos líquidos pueden obtenerlos.

<sup>4</sup> El coeficiente de variación expresa el desvío en unidades de tasa promedio.

Como señalamos en nuestro informe anterior, se registra en los últimos dos meses un incremento en el volumen operado en este mercado, junto con el descenso de la tasa interbancaria. Aquella mostró ulteriores caídas durante mayo, pasando desde 5,2% hasta 3,2% al terminar el mes (tomando la tasa por operaciones del sector privado). El nivel registrado actualmente es el menor desde enero de 1994 (aunque en aquel momento el monto operado era aproximadamente tres veces superior al actual).

Tanto el descenso en las tasas de interés como la menor dispersión entre las mismas apuntan hacia una normalización de las condiciones en que opera el sistema financiero, tal como se mencionaba en referencia a la liberación de CEDRO. En este caso, tal normalización opera en el sentido de regularizar las condiciones de fondeo de las entidades financieras.

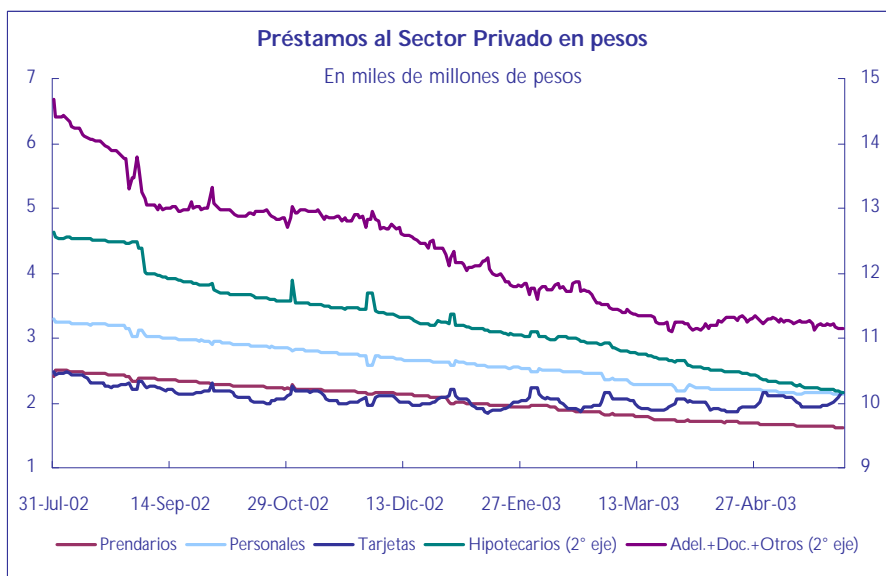
### Los préstamos continúan su lógico proceso de depuración

Durante mayo, los créditos al sector privado en pesos se redujeron en \$354 millones (1,3%) en mayo, lo que se compara con un descenso de \$316 millones en abril y \$931 millones en marzo.

Tanto las líneas comerciales como las de consumo exhibieron disminuciones; y rubros en los que se había advertido una mejoría (como tarjetas de crédito) volvieron a decrecer. No obstante, debe remarcarse que no todas las líneas de crédito siguen la misma tendencia: en los últimos dos meses, tanto el crédito comercial como la financiación de tarjetas de crédito muestran una evidente estabilización de su comportamiento decreciente (gráfico 12).

La noción de cierto amesetamiento en la disminución del stock de crédito, y, en particular, en rubros relacionados con el consumo y la actividad comercial se ve así corroborada.

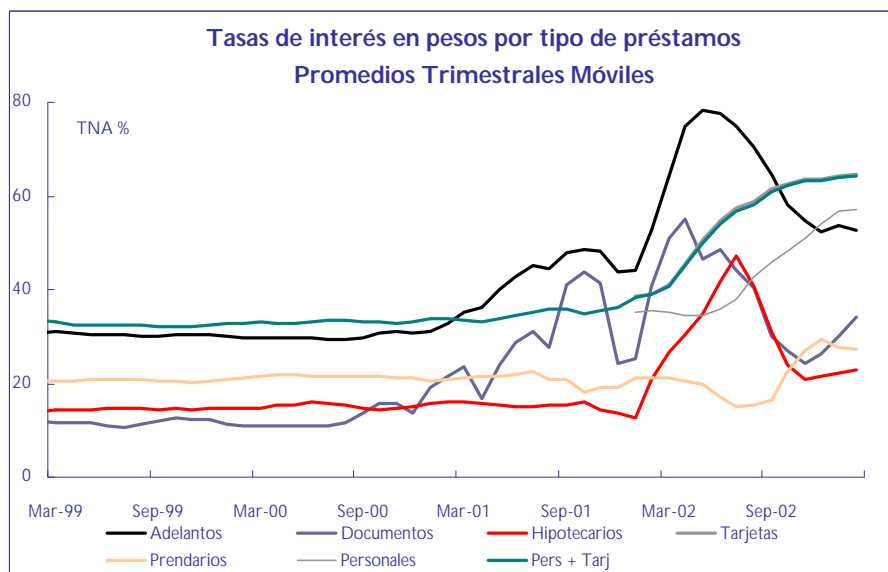
**Gráfico 12**



Los créditos al consumo disminuyeron aproximadamente \$300 millones (1,8%). Tanto las líneas de hipotecarios como las de prendarios exhibieron caídas menores a las del mes anterior; entre los primeros, ninguna entidad mostró incrementos. En el resto de los segmentos, se repitieron o incrementaron las disminuciones registradas en abril. Si la evolución de los créditos se desagrega por grupos de entidades financieras, se advierte que todos ellos mostraron variaciones negativas en este rubro, excepto los bancos privados de capital nacional, cuyo cambio en créditos al consumo fue virtualmente nulo.

Los préstamos comerciales disminuyeron sólo \$60 millones (0,6%). Fueron los documentos a sola firma los que mostraron las disminuciones más significativas, mientras que otros adelantos y los documentos descontados no arrojaron virtualmente variaciones. Evaluando la evolución de los créditos por grupos de entidades, sólo los bancos privados de capital nacional exhibieron un incremento (2%) en sus líneas de créditos comerciales.

Gráfico 13



La falta de reactivación del crédito es consistente con, entre otros factores, el nivel de tasas de interés. Las tasas de interés activas en términos reales permanecen altas respecto de los valores que registraban antes de la crisis, como puede verse en el gráfico 13 (aunque debe tenerse en cuenta que dicho gráfico abarca hasta el mes de abril, último para el que se cuenta con información). Ello se da a pesar de que varias de las tasas en cuestión ya han descendido significativamente desde sus niveles máximos, registrados durante el año último. Si se consolidara este movimiento descendente, sería un elemento más para favorecer el resurgimiento del crédito.

### Metas monetarias: sobrecumplimiento de las exigibles, necesidad de revisar la meta de BMA

Las metas exigibles pactadas con el FMI fueron nuevamente sobrecumplidas tanto en abril (período de medición comprendido entre el 15 de abril y el 15 de mayo<sup>5</sup>) como en mayo.

Las Reservas Internacionales Netas (RIN) se ubicaron en abril US\$ 2.007 millones por encima del objetivo fijado en el acuerdo, mientras que los Activos Internos Netos (AIN, que constituyen una medida de la base monetaria no respaldada por reservas internacionales netas) se mantuvieron \$5.631 millones por debajo del "techo" fijado.

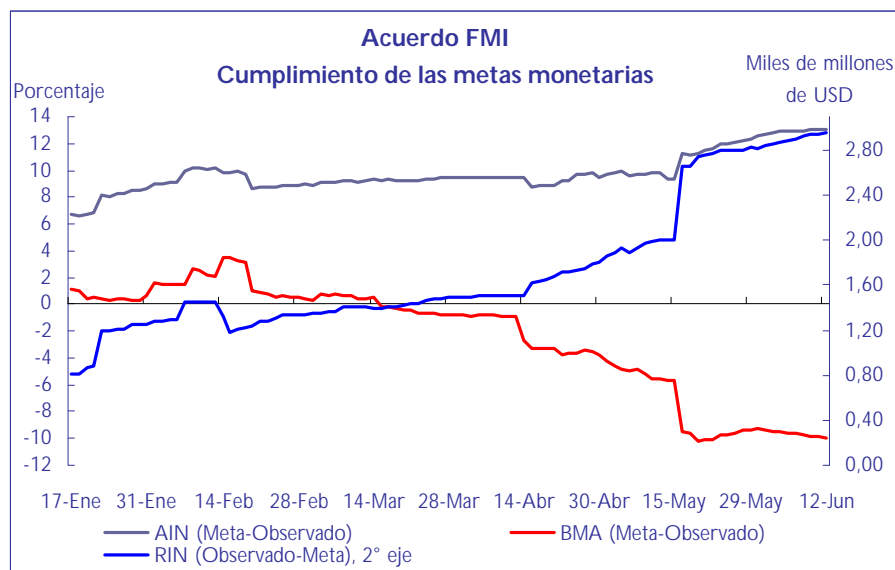
En mayo, la meta de RIN fue cumplida en exceso por US\$ 2.961 millones, y la de AIN por \$7.679 millones. De esta manera, el sobrecumplimiento de las metas exigibles viene creciendo en lo que va del año, como se aprecia en el gráfico 14.

En el caso de la meta de AIN, el mayor cumplimiento evidencia que la expansión de base monetaria tiene lugar exclusivamente contra el aumento de reservas, por lo que se trata de emisión con pleno "respaldo" de divisas.

La meta indicativa de Base Monetaria Amplia (BMA), en tanto, no fue cumplida durante mayo. Como ya se ha señalado en informes anteriores, existen adecuadas razones económicas que justifican el desvío. La combinación de mayor actividad económica, menor inflación, gradual normalización del sistema financiero, y del mercado cambiario y de capitales justifica un crecimiento de base monetaria amplia mayor a la que se pactó en enero.

<sup>5</sup> Como se ha indicado en informes anteriores, la medición de cada meta se extiende entre los diez días hábiles anteriores y los diez posteriores a la fecha correspondiente.

Gráfico 14



La meta indicativa de Base Monetaria Amplia (BMA), en tanto, no fue cumplida durante mayo. Como ya se ha señalado en informes anteriores, existen adecuadas razones económicas que justifican el desvío. La combinación de mayor actividad económica, menor inflación, gradual normalización del sistema financiero, y del mercado cambiario y de capitales justifica un crecimiento de base monetaria amplia mayor a la que se pactó en enero.

En efecto, la recuperación económica actualmente en marcha luce efectivo-intensiva, acarreado una mayor demanda de dinero por motivos transaccionales, lo que se relacionaría con el aumento de la actividad del sector informal y el uso del efectivo para funciones diferentes de la de medio de pago (tales como funciones crediticias). Asimismo, la ausencia de presiones sobre el nivel de precios y la cotización de la moneda local apunta a que se trata de un incremento genuino de la demanda de dinero (típicamente, la sustitución entre moneda local y activos físicos y externos ha sido muy elevada en Argentina).

Resultaría entonces demasiado costoso limitar la expansión de la base amplia para cumplir con las metas vigentes en la actualidad. Habiendo reconocido esto, se plantea también la cuestión de cómo hacer frente al incremento en la demanda de dinero, en un contexto de incertidumbre acerca de la misma. En este sentido, la emisión a través de operaciones externas con el sector privado luce como la forma más razonable de satisfacer dicha demanda.

Algunos de los puntos señalados en el párrafo anterior pueden ilustrarse observando la evolución de mediano plazo de los agregados monetarios respecto del PIB (ver gráfico 4). Se advierte que aquellos más relacionados con las necesidades transaccionales se encuentran levemente por encima de su tendencia, mientras que los vinculados con decisiones de ahorro están por debajo de ella; todo apunta a que ésta relación se recomponga, y se revierta la composición actual de los agregados monetarios (i.e. que parte del circulante se vuelque a depósitos).

En particular –como ya se mencionó–, los medios de pago muestran una relación con el PIB en línea con la tendencia, junto con un mayor peso del circulante respecto de los depósitos, implicando que la expansión registrada en la base monetaria prácticamente no ha implicado una adición al stock de dinero fuera de la necesaria para mantener el comportamiento tendencial de los medios de pago.

Los aspectos recién repasados contribuyen a explicar la racionalidad económica por detrás del incumplimiento de la meta de base monetaria amplia, a la vez que justifican la necesidad de replantear la meta vigente para acomodar aspectos no contemplados en el acuerdo original.



## Rescate de cuasimonedas: hacia la normalización monetaria

Durante mayo, comenzó el rescate de cuasimonedas provinciales, dentro del Programa de Unificación Monetaria<sup>6</sup>. Como fuera explicado en nuestro informe anterior, el rescate se realiza a través de dos mecanismos:

- a) Licitación pública, llevada a cabo por el BCRA por cuenta y orden del Ministerio de Economía<sup>7</sup>, reconociendo el valor de mercado de los bonos provinciales.
- b) Rescate directo, en los casos en que el valor de mercado de la cuasimoneda sea similar al nominal. Los primeros bonos en ser rescatados –durante mayo– incluyeron LECOP y emisiones de la provincia de Córdoba.

El rescate de LECOP se efectúa a valor nominal y tiene lugar diariamente: a medida que ingresan dichos bonos en concepto de recaudación impositiva (a través de la Administración Federal de Ingresos Públicos), se emiten los pesos para cancelarlos.

Hasta fines de mayo, habían sido emitidos \$666 millones para efectuar el rescate. Dado que se estima la recaudación en LECOP en alrededor de \$600 millones mensuales, esta especie quedaría completamente fuera de circulación hacia septiembre de este año.

Se espera, asimismo, que un arreglo similar sea aplicado para el rescate de Patacones (como los LECOP, cotizan cerca de su valor nominal y son aceptados para el pago de impuestos nacionales).

Para el rescate de LECOR (bonos de la provincia de Córdoba) se realizó una licitación el 19 de mayo, en la que se aceptaron ofertas por un valor nominal total de \$324 millones, y el precio de corte se fijó en 95,5%.

Nótese que, a diferencia del rescate de LECOP nacional, que sólo implica un cambio en la composición de la base monetaria amplia (al ser realizado a valor nominal), el rescate de LECOR también conlleva una disminución de la misma, al ser efectuado a valor de mercado (se eliminan cuasimonedas por su valor nominal, pero se emiten pesos por un monto inferior a aquel).

La fecha límite para la adhesión de las provincias al Programa de Unificación Monetaria era el 30 de mayo, pero a la fecha de cierre de este informe se había prorrogado al 30 de junio. Las jurisdicciones ya adheridas son Córdoba, Entre Ríos, Formosa y Tucumán; las pendientes de adhesión son Buenos Aires, Corrientes, Chaco y Catamarca.

Los resultados del rescate (incluyendo el que tuvo lugar en los primeros días de junio) se detallan en el gráfico 15 y la tabla 3<sup>8</sup>.

**Tabla 3** Cifras en millones de pesos

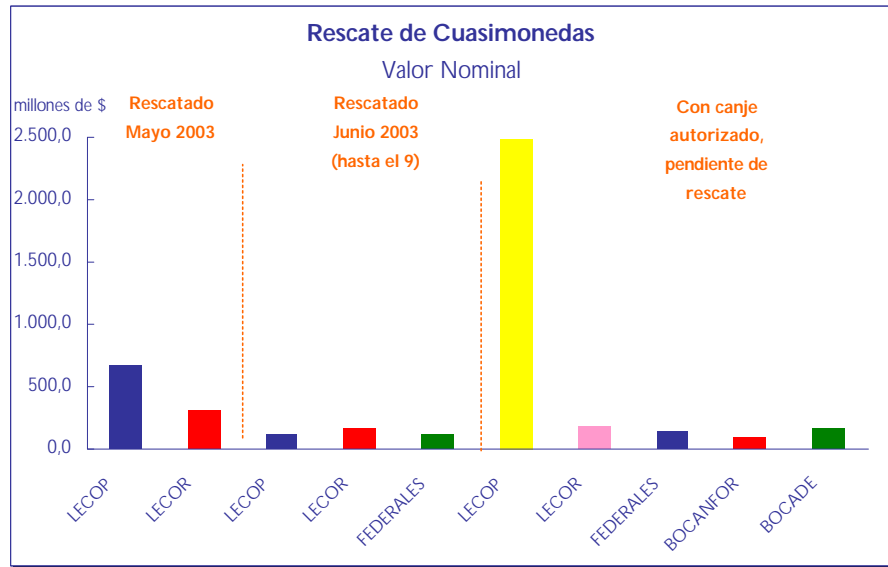
Cuasimonedas	May-03		Jun-03 (hasta el 9)		Total Rescatado		Con canje autorizado, pendiente de rescate
	VN	VR	VN	VR	VN	VR	VN
LECOP	666	666	113	113	779	779	2.493
LECOR	306	293	170	162	477	455	180
FEDERALES			116	89	116	89	144
BOCANFOR							85
BOCADE							169
<b>TOTAL</b>	<b>973</b>	<b>959</b>	<b>399</b>	<b>364</b>	<b>1.371</b>	<b>1.323</b>	<b>3.071</b>

<sup>6</sup> Instrumentado a través de los decretos del Poder Ejecutivo Nacional 743/2003, 957/2003 y sus modificatorios, luego ratificados por la ley 25.736.

<sup>7</sup> De acuerdo al procedimiento especificado en la comunicación "A" 3945; véase al respecto el Informe Monetario Mensual de abril de 2003, p. 14.

<sup>8</sup> El seguimiento diario del rescate de cuasimonedas puede realizarse a través del sitio web del BCRA, en <http://www.bcra.gov.ar/polmon/imagenes/grafico103.pdf>

Gráfico 15

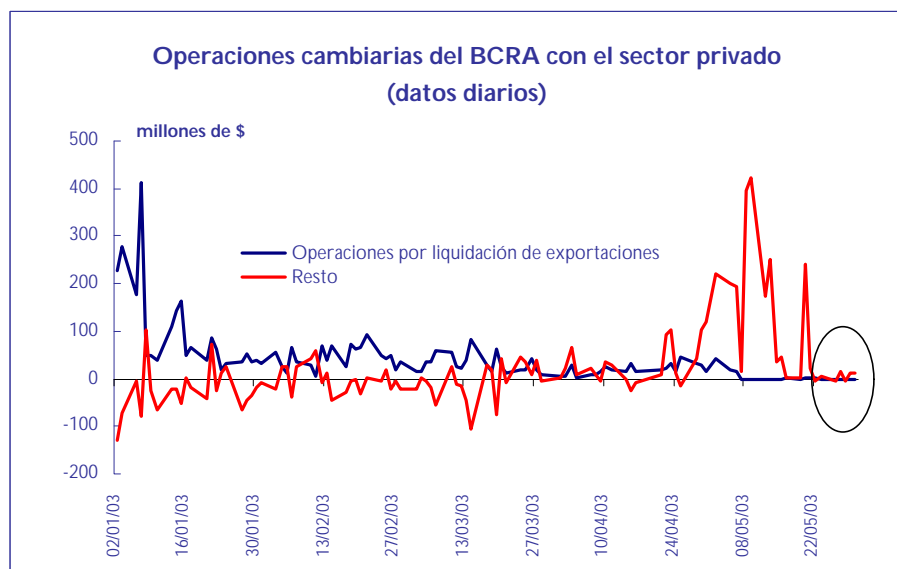


Aunque el efecto monetario del rescate sea reducido en términos cuantitativos, no puede obviarse su efecto cualitativo: se eliminan monedas de circulación limitada por dinero de circulación nacional, cuyo control está en manos de la única autoridad monetaria. Se trata de un aspecto más en que se avanza en la normalización del sistema monetario y financiero.

### Mercado Cambiario

La moneda local interrumpió la tendencia a la apreciación respecto del dólar registrada en los últimos meses. El peso finalizó mayo en niveles muy similares a los de un mes atrás (en 2,86 pesos por dólar, registrando una depreciación de 1,2% en el período). Durante el mes, no obstante, la moneda local no registró un comportamiento exento de volatilidad: se apreció hasta 2,749 pesos por dólar, y luego alcanzó un máximo de 2,95, para luego volver a apreciarse hacia fin de mes.

Gráfico 16



El comportamiento registrado por la divisa nacional *vis-à-vis* la norteamericana obedeció tanto a la intervención efectuada por el Banco Central como a la dinámica propia del mercado. La intervención no se realizó de manera uniforme a lo largo del mes: en la primera quincena fue cuando la autoridad monetaria fue más activa en el mercado de cambios, mientras que durante la segunda la intervención disminuyó considerablemente, tal como se observa en el gráfico 16. Ello se explica por dos razones: se eliminó

completamente (a principios de mayo) la obligación de liquidar las divisas provenientes de exportaciones<sup>9</sup>; y en la segunda mitad del mes los vaivenes políticos contribuyeron a dar cierta fuerza a la demanda de moneda extranjera.

En contraste, el euro se apreció respecto del peso casi un 7% durante mayo. Tal evolución no está desvinculada de la marcada apreciación de la divisa europea contra el dólar: ella alcanzó la máxima cotización respecto de la moneda americana desde su creación en 1999 (el 29 de mayo se cotizaba a 1,19 unidades por dólar). A los factores que vienen pesando en contra del dólar (tales como los abultados y crecientes déficit comercial y fiscal) se agregó la creciente preocupación del riesgo de una deflación, expresada por varias autoridades económicas de EE.UU. Aunque tal riesgo es aún considerado relativamente remoto, se percibe que los gestores de política económica norteamericanos estarían dispuestos a tolerar un dólar débil como una de las herramientas para despejarlo. La apreciación del euro no se apoya así en la fortaleza de la economía europea -de hecho, a partir de la coyuntura económica desfavorable que presenta Alemania, también en Europa se empieza a hablar de riesgos deflacionarios-, sino en la situación propia de los EE.UU. Se espera que en el corto plazo el ascenso del euro continúe.

Respecto del real brasileño, el peso se depreció un 1% (finalizando el mes en 0,96 unidades por real). La situación económica brasileña sigue siendo evaluada favorablemente por los mercados: en particular, el resultado fiscal registrado en el primer cuatrimestre de 2003, que excedió largamente las metas convenidas con el FMI, es visto como una señal inequívoca de compromiso con políticas económicas sostenibles. En tanto, la inflación desciende muy gradualmente, acercándose a las metas fijadas por el Banco de Brasil: en su última reunión, el Comité de Política Monetaria decidió no alterar las tasas de interés, manteniendo la tasa SELIC en 26,5%, al considerar que las medidas tomadas hasta ahora están produciendo el efecto deseado.

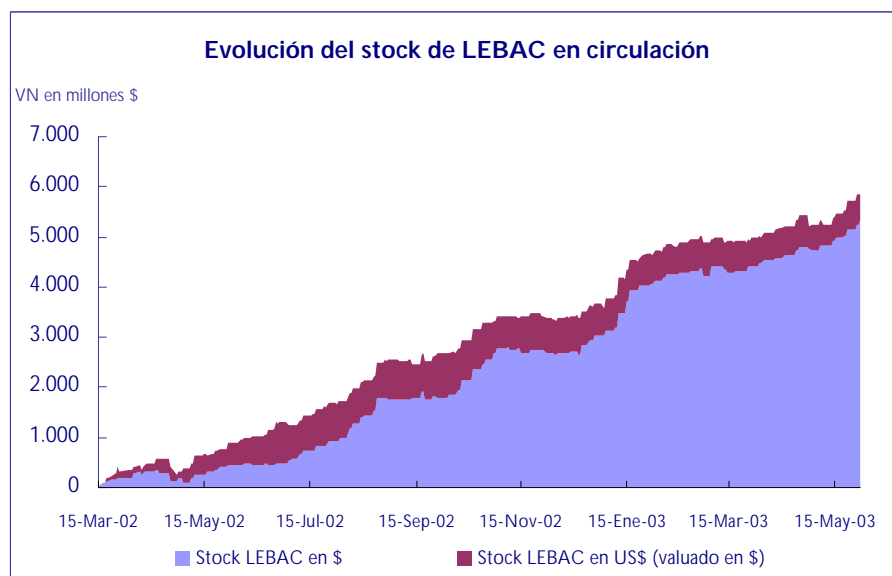
### **LEBAC: aumento en el stock sin resignar bajas en las tasas**

Durante el mes de mayo el stock de LEBAC en pesos creció casi un 12%, finalizando el mes con un valor nominal (VN) en circulación de 5.323 millones de pesos (ver gráfico 17).

Este incremento representa una magnitud mayor a la registrada durante los meses inmediatamente precedentes, todos con incrementos por debajo de 10% a excepción del mes de enero de 2003.

Las LEBAC en dólares, por su parte, finalizaron el mes de mayo con un VN agregado de 189 millones de dólares.

### **Gráfico 17**

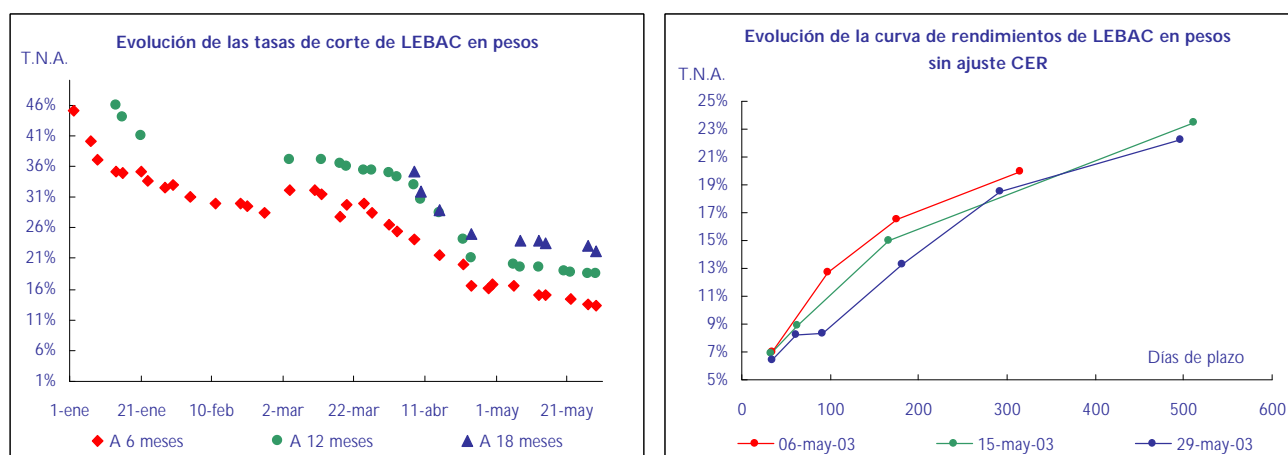


<sup>9</sup> Ver al respecto la comunicación "A" 3944.

Este aumento en el stock no obstaculizó la estrategia de la autoridad monetaria de disminuir progresivamente las tasas de corte, en un contexto de importantes caídas en los rendimientos de inversiones alternativas (en particular, los plazos fijos, una vez superada la liberación del corralón).

En efecto, persistió, aunque en forma atemperada, la tendencia a la baja de las tasas de corte observable desde mediados de 2002, en el marco de una mayor estabilidad en el mercado cambiario y expectativas de inflación decrecientes. Del análisis de la estructura temporal de tasas de interés resultante de las sucesivas licitaciones efectuadas durante el mes se desprende que la caída en las tasas fue mayor en los plazos intermedios. Así, si se compara la primer y la última licitación del mes puede apreciarse que mientras que la tasa de las letras a 35 días apenas bajó 57 puntos básicos (p.b.) entre el 6 y el 29 de mayo, la tasa a 3 meses disminuyó 435 p.b., mientras que aquella a aproximadamente 6 meses cayó casi 325 p.b. (ver gráfico 18).

**Gráfico 18**



Como se verá más adelante, esta menor caída en las tasas de corto plazo se correspondió con el mayor interés del público en los instrumentos de menor madurez. Finalmente, la reducción en las tasas de corte analizada se tradujo en un menor costo medio para la cartera en circulación de LEBAC en pesos, el que pasó de 29,1% a fines del mes de abril a 26% un mes más tarde.

El público continuó demostrando cierto interés por las letras indexadas, realizando ofertas por montos por encima de aquellos anunciados en 5 de las 8 licitaciones llevadas a cabo durante mayo<sup>10</sup>. Cabe recordar que el ajuste por CER funciona como un seguro contra la inflación, posibilitando la reducción de la incertidumbre en lo referente al rendimiento real de la inversión en letras mantenidas en cartera hasta su vencimiento.

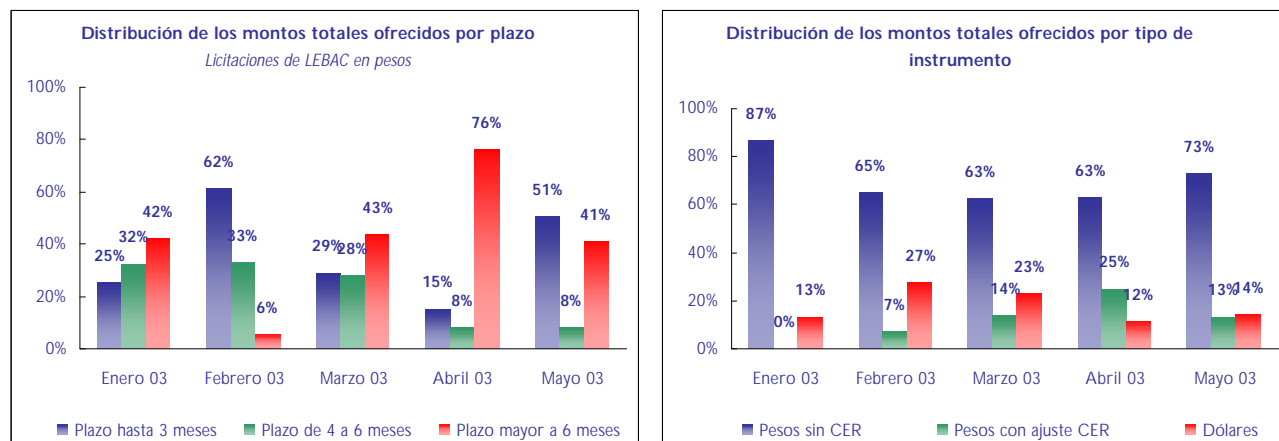
La presencia de estos instrumentos permite además que -en la medida en que la autoridad monetaria tenga éxito en controlar la inflación- el costo medio de la cartera de letras en circulación se mantenga bajo, actuando al mismo tiempo como incentivo para que se mantenga la inflación controlada. Asimismo, estos instrumentos ayudan a ampliar la información disponible para los inversores y para la propia autoridad monetaria, en tanto aportan datos acerca de las expectativas de inflación predominantes.

A diferencia de los meses anteriores, las ofertas realizadas por letras del BCRA mostraron una mayor concentración en los instrumentos de menor plazo; efectivamente, el 51% del monto total ofrecido en las licitaciones de instrumentos en pesos en el mes de mayo se correspondió con el segmento de plazo de hasta 3 meses, cuando el mes anterior este plazo acaparaba sólo el 15% del monto total ofertado. Dados los montos de ofertas aceptados en cada tramo y el vencimiento de letras antes en circulación, este mayor interés por instrumentos de corto plazo no impidió que la vida promedio de la cartera de LEBAC en

<sup>10</sup> Cabe remarcar que ciertas licitaciones fueron declaradas desiertas no por ausencia de ofertas sino con el fin de no convalidar altos rendimientos reales en el largo plazo.

circulación se mantuviese e incluso aumentara levemente, pasando de 157 días a fines de abril a 161 días al culminar el mes analizado (ver gráfico 19). En este sentido cabe aclarar que se continuó exitosamente con la emisión de letras por un plazo aproximado de 500 días, instrumento introducido en el mercado durante el mes de abril.

**Gráfico 19**



La emisión de instrumentos con mayor plazo de madurez permite un mayor arbitraje entre tasas y plazos, por lo que es esperable que el mercado secundario de LEBAC se profundice progresivamente. En los hechos, durante el mes de mayo este mercado registró el mayor monto operado (522 millones de pesos transados en el Mercado Abierto Electrónico) desde que comenzaron a licitarse las letras del Banco Central, rompiendo el record hasta entonces observado en el mes de julio de 2002 (412 millones de pesos), cuando el contexto de alta incertidumbre e importantes rendimientos en el mercado cambiario incentivaban la transacción de estos valores en lugar de mantenerlos en cartera hasta su madurez. Durante el mes analizado puede destacarse la activa intervención de terceros<sup>11</sup> en el MAE como vendedores de letras, en tanto los montos por ellos vendidos representaron casi el 40% del total de ventas en el mes.

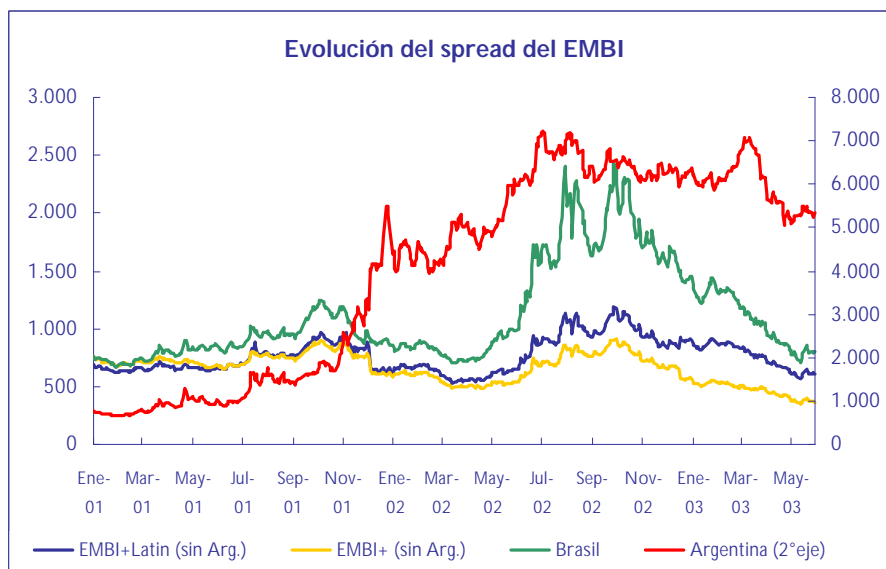
Cabe aclarar que al igual que en los meses anteriores los precios observados en el mercado secundario se mantuvieron alineados con las tasas de corte de las licitaciones contemporáneas y por encima de los rendimientos obtenibles en el mercado de dólar a futuro.

### Títulos Públicos: se mantienen las cotizaciones de los bonos más líquidos

Desde una perspectiva internacional, durante el mes de mayo se mantuvo la liquidez generalizada en los mercados. Las expectativas de bajas tasas en los mercados de los países desarrollados continuaron beneficiando a los activos de las economías emergentes, lo que se traduce en una progresiva reducción del margen requerido en los mercados secundarios para los títulos de deuda pública de economías emergentes en relación con el rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense. Así, el promedio mensual del spread del EMBI+ latinoamericano (excluyendo Argentina) bajó casi 80 puntos en mayo (ver gráfico 20), empujado por la caída en el riesgo soberano brasileño, cuyo promedio mensual cayó más de 100 puntos.

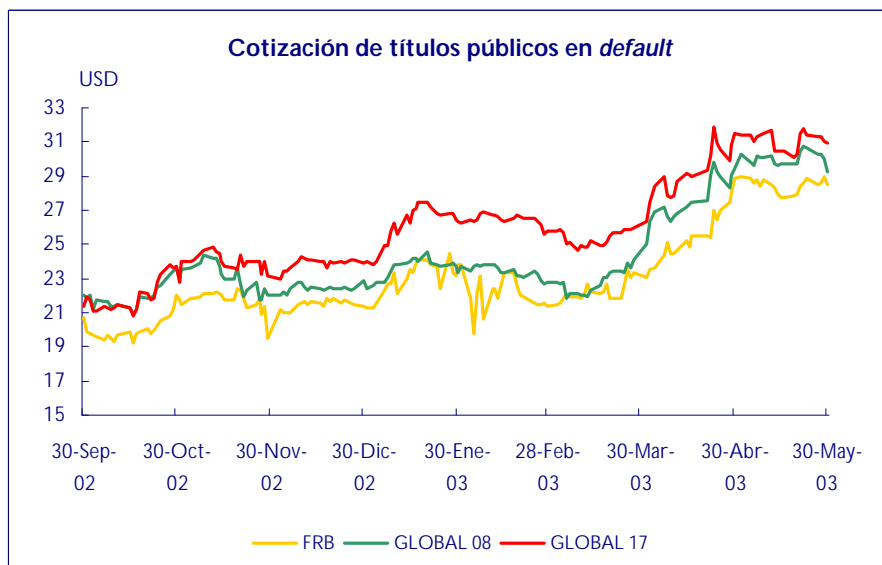
<sup>11</sup> Es decir, no se trata agentes del MAE.

Gráfico 20



En el caso particular de la Argentina, si bien el status de *default* de su deuda y la falta de definiciones en torno a la futura reestructuración de la misma limitaron el efecto positivo de la entrada de capitales en la región, el comportamiento de las cotizaciones de los títulos públicos domésticos permite entrever cierta incidencia favorable, en tanto el *spread* requerido en los mercados secundarios a la deuda argentina se redujo en casi 200 puntos básicos si se compara los promedios de abril y mayo (ver gráfico 21).

Gráfico 21

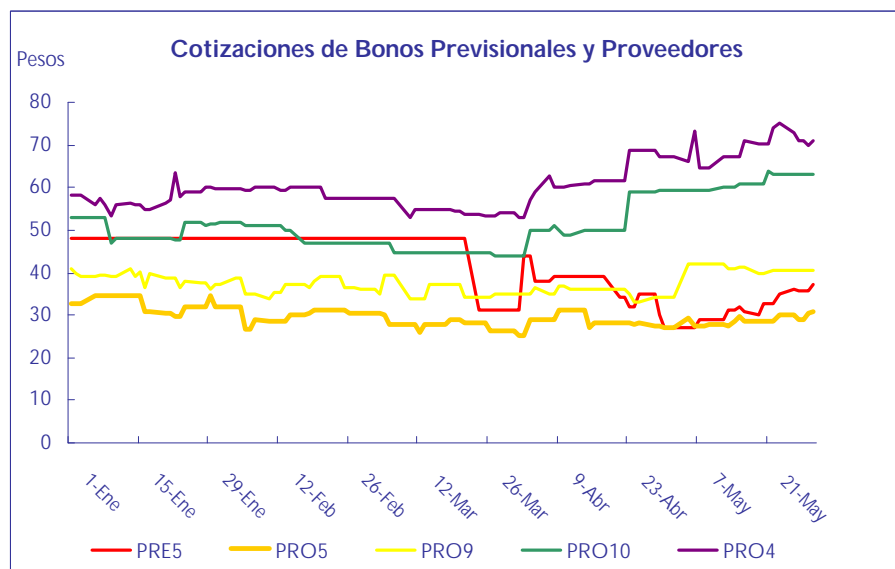


En líneas generales, luego de la revalorización de los bonos más líquidos durante parte del mes de marzo y abril –en buena parte motivada por la influencia del proceso electoral sobre las expectativas de los inversores–, durante el mes de mayo las cotizaciones de estos bonos se mantuvieron en los nuevos niveles alcanzados. Tal es el caso de los nuevos títulos del Gobierno Nacional (BODEN), actualmente al día con sus pagos, cuyas cotizaciones no mostraron cambios de magnitud a pesar de mostrar una tendencia levemente decreciente<sup>12</sup>. Un comportamiento similar se observó en los bonos internacionales de mayor liquidez, como el Global 08. En este contexto, sólo se destacó la evolución de ciertos bonos menos representativos; tal es el caso de ciertas series específicas de los BONTES y BOCONES (Previsionales y

<sup>12</sup> La única novedad en relación con los nuevos bonos es la cotización del nuevo BODEN 08 en pesos, que se mantuvo alrededor de los \$87. Por su parte, la cotización del BODEN USD 12 -que resulta ser el más líquido de estos bonos- cayó un 4% durante el mes analizado, al cerrar la jornada del 30 de mayo en torno a los 53 dólares.

Proveedores)<sup>13</sup>, bonos de menor liquidez que mostraron avances de magnitud en sus cotizaciones (ver gráfico 22).

**Gráfico 22**



La variedad de comportamientos registrados podría estar indicando la existencia de arbitrajes entre las distintas categorías de bonos en función de sus cotizaciones en el mercado y las expectativas de los distintos operadores con respecto al trato que recibirá cada especie al momento de reestructuración de la deuda, aunque dichas estrategias constituyen apuestas de mediano y largo plazo.

En términos de volúmenes, los títulos negociados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires mostraron durante el mes de mayo un promedio cercano a los 120 millones de pesos diarios, casi 25 millones por debajo de aquel del mes anterior, pero aún por encima de los promedios registrados durante el primer trimestre del año.

### Acciones: mejores perspectivas sectoriales provocan alzas selectivas

Las principales bolsas de los países desarrollados mostraron desarrollos positivos durante el mes de mayo, de cara al incipiente optimismo de los inversores con respecto a la evolución de la economía norteamericana frente a indicadores mejores a los esperados.

Un comportamiento alcista también caracterizó a la bolsa brasileña, que muestra así su tercer mes consecutivo de expansión, en parte beneficiada por las mejores expectativas para la región y el entorno de bajos retornos en las plazas de los países desarrollados. En sintonía con estos movimientos, aunque aún respondiendo mayoritariamente a factores de carácter doméstico, el mercado bursátil local confirmó su tendencia positiva durante el mes de mayo.

Esto resulta evidente en el caso de las acciones líderes, al acumular el índice Merval un aumento del 6,7% medido en pesos y del 5,4% si se lo mide en dólares, dada la apreciación registrada en la moneda doméstica. Cabe aclarar que este resultado estuvo influenciado por una importante suba en los últimos días del mes, cuando lograron alcanzarse nuevos máximos en pesos para el período posterior al fin de la Convertibilidad, al cerrar el índice en 678 puntos el 28 de mayo<sup>14</sup>.

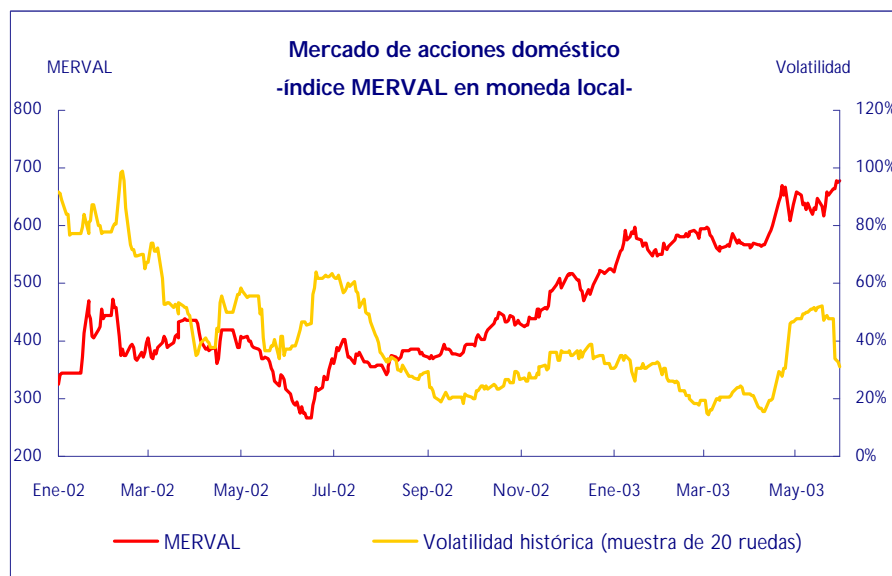
De esta manera, el promedio mensual del Merval, de 645 puntos, se ubica casi 45 puntos por encima de aquel del mes precedente (ver gráfico 23). En términos de los montos operados, si bien el promedio diario de mayo (43 millones de pesos) estuvo por debajo del alto nivel del mes precedente (55

<sup>13</sup> Estas categorías incluyen varias especies de títulos originalmente en dólares que fueron posteriormente *pesificados* y actualmente se indexan de acuerdo con la evolución del CER.

<sup>14</sup> El anterior récord había sido registrado el día 23 de abril (670 puntos).

millones), se mantuvo por encima de aquellos registrados durante el primer trimestre del año. Esto estaría confirmando cierta persistencia en el interés de los inversores por mantener sus posiciones en acciones.

**Gráfico 23**



La tendencia positiva no estuvo exenta de una alta volatilidad (ver gráfico 23), recogiendo el ruido generado por el proceso electoral -incluyendo el *ballottage* previsto para el 20 de mayo y los sucesos políticos hasta entonces acaecidos- y su influencia sobre el precio del dólar en el mercado *spot*. Una vez superado el proceso electoral, la volatilidad mostró una pronunciada baja, en tanto el mercado volvió a priorizar a las variables fundamentales de la economía, permitiendo la confirmación de la tendencia ascendente en el entorno bursátil, en el marco de una progresiva corrección de los precios de diversas especies.

Cabe aclarar al respecto que durante el mes de mayo se conocieron diversos balances de empresas correspondientes al primer trimestre del año con resultados promisorios, en tanto distintas empresas mostraron utilidades que contrastaban con las pérdidas registradas en los trimestres anteriores.

Asimismo, si bien la tendencia positiva del Merval está vinculada con un entorno doméstico de baja en las tasas de interés de referencia en el marco de una relativa estabilidad del dólar que resulta favorable a la inversión en activos de renta variable, debe aclararse que las alzas por especie muestran una marcada selectividad.

Efectivamente, las empresas cuyas cotizaciones cobraron mayor impulso fueron aquellas vinculadas con el sector de la construcción, en tanto la asunción del nuevo presidente y el anuncio de un importante plan de obras públicas tuvieron como efecto un aumento en los flujos de ingresos esperados para este sector. Así, las acciones cuyas cotizaciones mostraron un mayor crecimiento a lo largo del mayo fueron la constructora Polledo (63%), la cementera Minetti (48%) y la sidero-metalúrgica Acindar (35%) (ver gráfico 24).

Asimismo, se registraron importantes crecimientos en las cotizaciones de empresas vinculadas con el sector energético (YPF, Central Puerto, Sol Petróleo y Gas BAN).



**Gráfico 24**

