



# Informe Monetario Mensual

## Marzo 2003

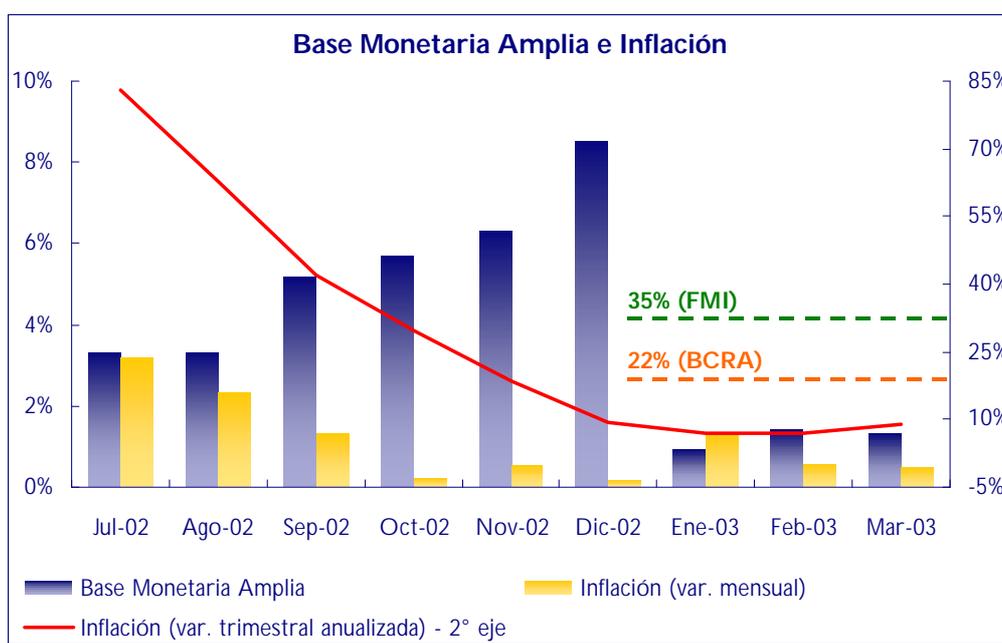
### Síntesis

- ✓ Durante marzo, la base monetaria amplia se expandió 1% (\$ 364 millones), mientras que en febrero se había incrementado 1,8%. En términos reales, el aumento de la base en marzo fue de 0,4%, acumulándose un crecimiento real del 1,2% en lo que va del año.
- ✓ Las reservas internacionales del BCRA se incrementaron USD 228 millones (2,2%) en marzo. De dicho incremento, USD 175 millones obedecieron a operaciones con el sector privado (que se refieren a liquidaciones de operaciones de comercio exterior e intervención), que muestran una tendencia decreciente en los últimos meses, debida a la progresiva normalización del mercado de cambios.
- ✓ Los medios de pago privados en sentido amplio (M2<sup>A</sup>, incluyendo cuasimonedas) en pesos registraron en marzo un descenso de 0,9% (\$395 millones) respecto del mes anterior. En términos reales, los medios de pago se redujeron un 1,5%. Mientras que los billetes y monedas en poder del público aumentaron \$ 500 millones (3%), los depósitos a la vista se contrajeron en más de \$700 millones (3,9%) y el stock de cuasimonedas se redujo en \$ 140 millones (1,9%).
- ✓ Los depósitos a plazo fijo del sector privado en pesos mostraron un crecimiento de más de \$1.100 millones (5%), implicando cierta desaceleración respecto del mes anterior. A diferencia de febrero, durante marzo no hubo ofertas de devolución anticipada. También disminuyó el plazo promedio de estas colocaciones, lo que no puede desvincularse de la incertidumbre generada por las próximas elecciones nacionales.
- ✓ Las condiciones monetarias más contractivas contribuyeron a explicar el alza de las tasas de interés observada en marzo. Esto se suma a un escenario en el que continúan los retiros por recursos de amparo, no se habría disipado la posibilidad de una redolarización de depósitos, y surge la expectativa sobre el levantamiento total de las restricciones financieras (efectivizado en abril), que podría traer aparejadas mayores necesidades de liquidez para el sistema financiero.
- ✓ Con el objetivo de generar un grado de liquidez adecuado para enfrentar satisfactoriamente el levantamiento de las restricciones financieras, el BCRA introdujo cambios en las normas de efectivo mínimo. Ellos tuvieron un efecto levemente expansivo sobre la posición de liquidez de las entidades financieras. Se estima así que las entidades cuentan con recursos suficientes como para hacer frente a la liberación del "corralón".
- ✓ Se observaron cancelaciones netas de préstamos en pesos inferiores a las de meses anteriores. Los préstamos al sector privado no financiero descendieron por aproximadamente \$ 860 millones en marzo (2,9%).
- ✓ Las metas monetarias exigibles pactadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) fueron sobrecumplidas en febrero y marzo.
- ✓ La emisión neta de LEBAC volvió a reducirse respecto del mes anterior: el aumento del stock de LEBAC (en valor efectivo) ascendió a \$ 27 millones. El costo medio se redujo, y se colocaron emisiones de mayor plazo.
- ✓ En marzo la inflación fue de 0,6%, como la observada en febrero. Si bien fue liderada nuevamente por el sector de bienes, en marzo se observó, por primera vez desde la devaluación, una leve deflación en los servicios.
- ✓ El peso cerró el mes un 8% por encima de su cotización respecto del dólar a fin de febrero, marcando una fuerte apreciación. Ella tuvo lugar en un contexto en que prosiguió la normalización del mercado cambiario. Respecto del euro, el peso se apreció un 7,2%, mientras que ganó un 0,9% contra el real.

## Base monetaria amplia y reservas internacionales: menor expansión que en febrero

Durante marzo, la base monetaria amplia registró una expansión marcadamente menor que en el mes anterior. Así, la base monetaria amplia se expandió apenas 1% (\$ 364 millones) en marzo, mientras que en febrero se había incrementado 1,8%. El crecimiento nominal se explica por la expansión del circulante (\$ 530 millones) junto con una disminución de las reservas de los bancos (\$ 26 millones), y la reducción en el stock de cuasimonedas provinciales (\$ 140 millones). En términos reales, el aumento de la base en marzo fue de 0,4%, acumulándose un crecimiento real del 1,2% en lo que va del año. Ello contrasta con un incremento real de la base monetaria amplia superior al 20% durante el último trimestre de 2002. Se corrobora así el escenario actual de expansión monetaria moderada y reducido aumento en el nivel de precios, como se aprecia en el gráfico 1.

### Gráfico 1



Como en meses anteriores, la mayor contribución a la expansión de la base monetaria estuvo dada por las compras netas de divisas al sector privado, que resultaron expansivas por \$ 519 millones. La tendencia de este tipo de operaciones, no obstante, es decreciente: cayeron en monto por tercer mes consecutivo, y representan en marzo un 27% de la cuantía a la que ascendían a fines del año pasado. Ello se debe a la menor presencia de la autoridad monetaria en el mercado de cambios (presencia asociada tanto a la liquidación de exportaciones como a la intervención). Al respecto, este mes continuó la implementación de normativas tendientes a la normalización del mercado cambiario (como se detalla más adelante en este mismo informe). Por su parte, los factores asociados al crédito interno (tales como adelantos al sector público, operaciones con el sector financiero y emisión de LEBAC) tuvieron un efecto contractivo. Cabe notar que las operaciones con el sector financiero contrajeron la base monetaria en \$ 122 millones, debido principalmente al pago de capital e intereses de redescuentos. En cuanto a la emisión de LEBAC, su efecto fue contractivo por cuarto mes consecutivo (\$ 27 millones). Respecto de las operaciones del BCRA con el sector público, aquellas vinculadas con el crédito interno (tales como adelantos transitorios, anticipos de utilidades y uso neto de su cuenta en BCRA) resultaron en una contracción monetaria de \$ 30 millones. En cambio, la operatoria relacionada con el crédito externo implicó una expansión de \$ 145 millones (dicho efecto incluye la entrada de un desembolso del FMI como parte del Acuerdo *Stand By* alcanzado en enero), por lo que el efecto total del sector público fue expansivo por \$ 110 millones. Los rubros que explican los cambios en la base se detallan en la Tabla I.

En cuanto a la reducción de base monetaria amplia por la disminución del stock de cuasimonedas, debe aclararse que se trata de bonos de la provincia de Córdoba (LECOR) que se retiraron de circulación. Por ello, no se trató de una operación de rescate que disminuyera la cantidad de cuasimonedas con la



contrapartida de un aumento en el stock de pesos, sino que tuvo lugar una reducción directa en el stock de bonos provinciales por un valor nominal de \$ 140 millones (y, por lo tanto, no está relacionada con el plan de rescate de cuasimonedas anunciado durante marzo<sup>1</sup>).

**Tabla 1**

Flujo en millones de pesos	Marzo
<b>1. Factores de expansión de la Base Monetaria Amplia</b>	<b>364</b>
a. Crédito Externo Neto	664
Sector Privado	519
Liquidación de Exportaciones	641
Intervención Cambiaria	-122
Sector Público	145
b. Crédito Interno Neto	-300
Sector Público	-30
Adelantos Transitorios	-612
Anticipos de Utilidades	148
Otros (utilización cuenta del Gobierno Nacional)	435
Sector Financiero	-122
Asistencia a Entidades	-152
Remuneración de Cuentas Corrientes	30
LEBAC	-27
Otros <sup>(1)</sup>	-122
<b>2. Base Monetaria Amplia</b>	<b>364</b>
a. Circulante en poder del Público	500
b. Reservas Bancarias	4
Circulante en Bancos	30
Cuenta Corriente en el BCRA	-26
c. Cuasimonedas	-140

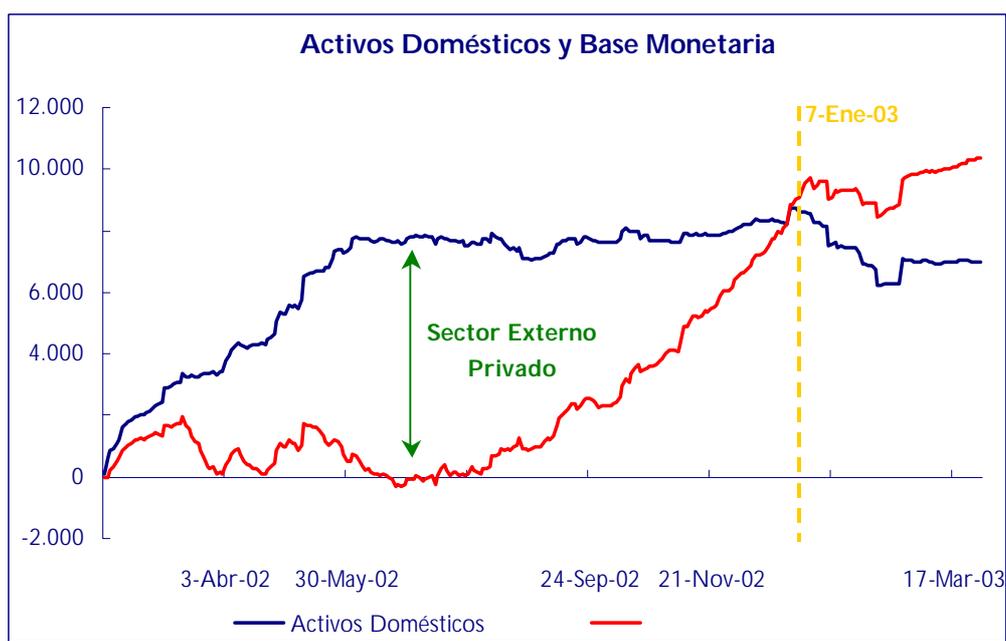
**Sector  
Público Neto  
115**

(1) Incluye variación de cuasimonedas.

Un punto que debe resaltarse a partir del análisis de los factores de expansión de la base monetaria es que la emisión primaria de dinero no se está realizando para atender las necesidades de financiamiento de los agentes domésticos (gobierno o sector financiero). Tal como se observa en el gráfico 2, desde mediados del año pasado la base monetaria crece sin una contrapartida en activos domésticos, indicando que el aumento en la base monetaria proviene de fuentes externas (concretamente, del efecto monetario de compras de divisas al sector privado). De esta manera, surge claramente que el aumento del dinero primario está vinculado con la oferta de divisas procedente del superávit comercial, y no con la cobertura de necesidades de financiamiento locales.

<sup>1</sup> A través del denominado Programa de Unificación Monetaria, que abarca a las provincias de Buenos Aires, Catamarca, Córdoba, Corrientes, Chaco, Entre Ríos, Formosa, La Rioja, Mendoza y Tucumán, se prevé la emisión de títulos públicos nacionales, contra los cuales se emitirá moneda para rescatar las cuasimonedas; los bonos nacionales se repagarán con fondos provenientes de la Coparticipación Federal (al respecto, véase el decreto 743/2003).

Gráfico 2



Las reservas internacionales del BCRA se incrementaron USD 228 millones (2,2%) en marzo. De dicho incremento, USD 175 millones obedecieron a operaciones con el sector privado. El crecimiento de reservas por operaciones entre el Banco Central y el sector privado (que se refieren a liquidaciones de operaciones de comercio exterior e intervención) muestra una tendencia decreciente en los últimos meses, que obedece a la progresiva normalización del mercado de cambios. Es así como el saldo acumulado por este tipo de operaciones desde febrero de 2002 asciende a USD 551 millones. A fines de marzo, las reservas del Banco Central alcanzaron los USD 10.517 millones.

### Agregados monetarios: descenso en los medios de pago y menor crecimiento de colocaciones a plazo

Los medios de pago privados incluyendo cuasimonedas ( $M2^A$ )<sup>2</sup> en pesos, registraron en marzo un descenso de 0,9% (\$ 395 millones) respecto del mes anterior. Tal disminución fue mayor a la de febrero. En términos reales, los medios de pago se redujeron un 1,5%. Mientras que los billetes y monedas en poder del público aumentaron \$ 500 millones (3%), los depósitos a la vista se contrajeron en más de \$ 700 millones (3,9%), y el stock de cuasimonedas se redujo en \$ 140 millones (1,9%). El aumento del circulante amplio (billetes, monedas y cuasimonedas) fue de 1,5% y resultó levemente inferior al del mes anterior (en febrero había aumentado 1,6%). En términos reales, el circulante amplio se incrementó un 0,9%. En contraste, la disminución de las colocaciones a la vista fue levemente mayor a la de febrero. El comportamiento de estas últimas se encuentra relativamente en línea con el patrón estacional, no así el de los billetes y monedas en poder del público. Típicamente, ambos rubros descienden en el tercer mes del año<sup>3</sup>, dado que merman las necesidades transaccionales vinculadas con la temporada estival.

Sobre este comportamiento relativamente "anómalo" del circulante, no puede descartarse que su aumento esté relacionado con la disminución de las colocaciones a la vista: una parte significativa de los billetes y monedas en poder del público podrían estar cumpliendo funciones que corresponden normalmente a los depósitos a la vista.

<sup>2</sup> Definimos el M2 como circulante en poder del público más depósitos a la vista en pesos, y el  $M2^A$  como M2 más cuasimonedas. El  $M2^A$  así definido constituye un agregado de medios de pago en sentido amplio.

<sup>3</sup> Si bien, de acuerdo a estimaciones realizadas para el período 1991-2003, son las colocaciones a la vista las que lo hacen de manera más pronunciada



Los depósitos a plazo fijo del sector privado en pesos mostraron un crecimiento de más de \$ 1.100 millones (5%), lo que implica cierta desaceleración respecto del mes anterior. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que, a diferencia de febrero, durante marzo no hubo virtualmente ofertas de devolución anticipada: ello restó dinamismo a las colocaciones a plazo.

Incorporando a la variación de plazos fijos la disminución en el stock de CEDRO (por todo concepto, incluyendo CER), el aumento de dichas colocaciones ascendería a \$ 450 millones (lo que se compara con \$1.200 millones en febrero). Dentro de la caída de CEDRO, los recursos de amparo (incluyendo CER) implicaron salidas de fondos cercanas a \$ 300 millones durante marzo<sup>4</sup>, mientras que otras desafectaciones de CEDRO conllevaron desembolsos de unos \$ 370 millones. En éste último ítem se incluyen los vencimientos de depósitos reprogramados y la devolución anticipada de los mismos.

El menor ritmo de crecimiento de los plazos fijos fue de la mano con una disminución del plazo promedio de los mismos: en marzo éste fue de 40,8 días, mientras que en febrero ascendía a 42,2 días. Esto también se refleja en la creciente participación de las colocaciones a plazos inferiores a 25 días dentro del total de operaciones: de representar un 25% del volumen operado a plazo en enero, pasan a un 36% en marzo<sup>5</sup>. Como señalábamos en nuestro informe anterior, la reducción del plazo no puede separarse de la incertidumbre generada por las próximas elecciones nacionales. Por otra parte, fueron los bancos de capital mayoritariamente extranjero los que lideraron el aumento en los depósitos a plazo (netos de variación en CEDRO), seguidos de los bancos públicos.

Tabla 2

Flujos Mensuales en millones de pesos	Marzo
<b>1. Depósitos en pesos (a+b)</b>	<b>485</b>
<b>a. Sector Privado</b>	<b>441</b>
Caja de ahorro	-248
Cuenta Corriente	-507
Otros	67
Plazo Fijo	1.129
<b>b. Sector Público</b>	<b>44</b>
<b>2. CEDRO</b>	<b>-837</b>
<b>Amparos</b> <sup>(1)</sup>	<b>-466</b>
Stock (a 1.4\$/USD)	-216
Ajuste CER	-89
Diferencia por pago a tipo de cambio libre	-161
<b>Otras desafectaciones</b> <sup>(2)</sup>	<b>-371</b>
Stock (a 1.4\$/USD)	-259
Ajuste CER	-112
<b>3. Efecto de la variación de depósitos sobre la liquidez del sistema (1 + 2)</b>	<b>-352</b>
<b>4. Depósitos en dólares (en USD)</b>	<b>56</b>

(1) Cifra estimada.

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

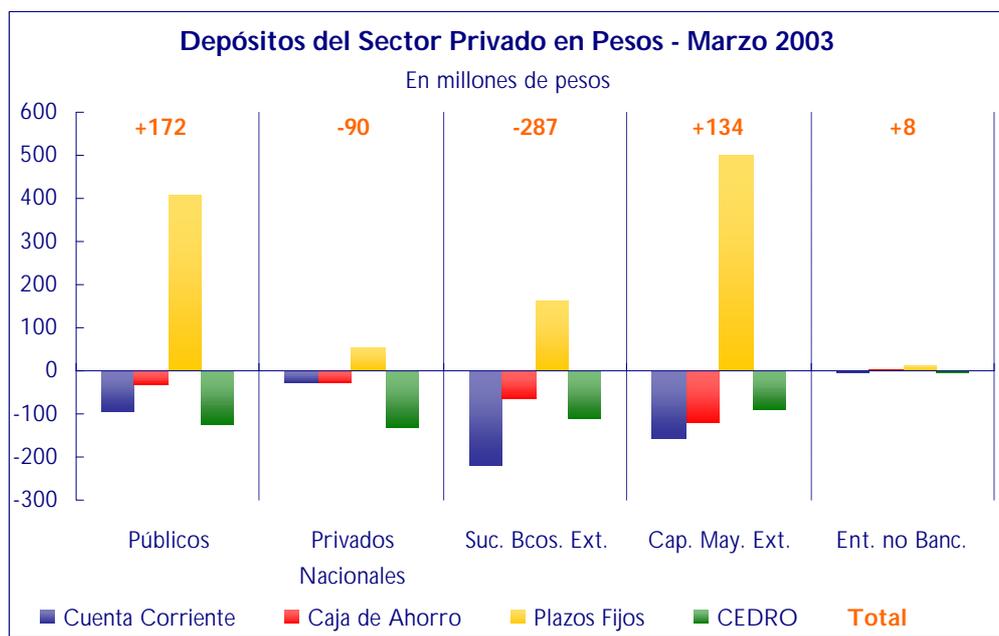
<sup>4</sup> Para estimar el efecto de los amparos sobre la liquidez de las entidades, al monto especificado deben agregarse los pagos por la diferencia entre 1,4 \$/USD y el tipo de cambio libre, que ascendieron a \$ 160 millones.

<sup>5</sup> Debe notarse que nos referimos a la participación en el total operado diario a plazo, no en el stock total de depósitos a plazo fijo.

Respecto de la evolución de los depósitos totales en dólares, cabe anotar que el incremento observado en marzo (6%) resultó inferior al de febrero (12%), y estuvo explicado en un 90% por colocaciones a la vista.

Al observar la evolución de los depósitos totales del sector privado por grupos de bancos en marzo, se halla que las entidades públicas y las de capital mayoritariamente extranjero fueron las que ganaron depósitos, mientras que las sucursales de bancos extranjeros perdieron depósitos y los bancos privados nacionales mostraron sólo una leve disminución. En todos los casos, los depósitos a la vista se redujeron, y los incrementos estuvieron dados por las colocaciones a plazo (lo que se observa en el gráfico 3). Cabe notar que el mayor incremento relativo de las colocaciones a plazo en bancos de capital mayoritariamente extranjero es consistente con el hecho de que fueron éstos los que pagaron la mayor tasa promedio por esos depósitos durante el mes (casi un 23%<sup>6</sup>).

### Gráfico 3



### Repunte de las tasas de interés

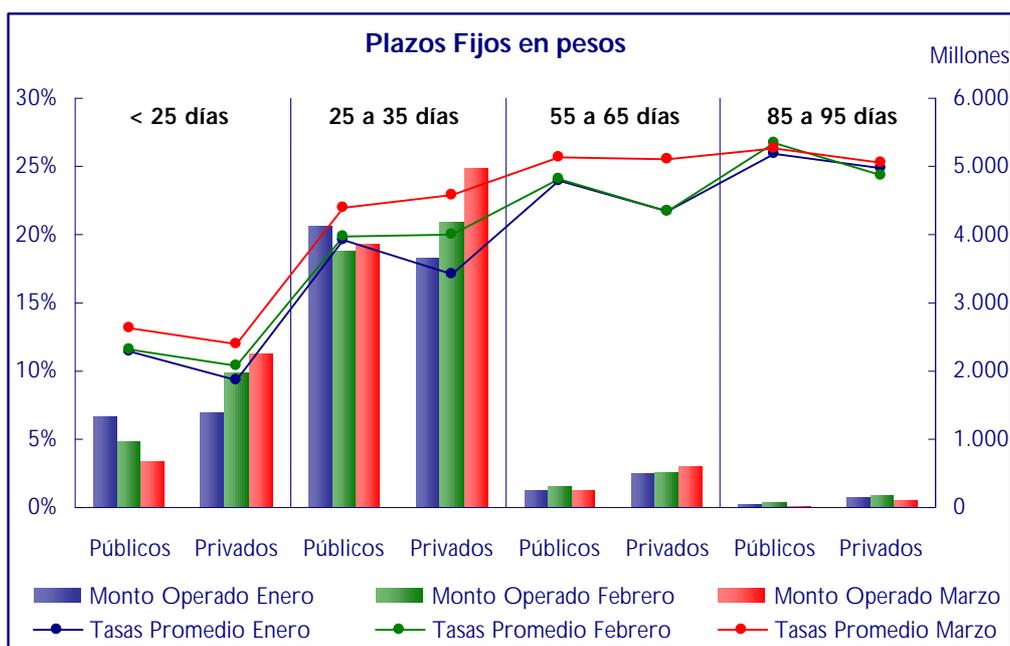
Las condiciones monetarias más contractivas descritas en la sección anterior contribuyen a explicar el alza de las tasas de interés observada en marzo (ver gráfico 4). Esto se suma a un escenario en el que continúan los retiros por recursos de amparo, no se habría disipado la posibilidad de una redolarización de depósitos, y surge la expectativa sobre el levantamiento total de las restricciones financieras (o "corralón"), que podría traer aparejadas mayores necesidades de liquidez para el sistema financiero en el futuro.

En promedio, las tasas de interés por depósitos a plazo fijo de entre 25 y 35 días en bancos privados pasaron de 20% en febrero a 23% en marzo. Las tasas por ese mismo plazo, pero para depósitos de más de \$ 1 millón, se ubicaron en marzo en 25% (contra 22% en febrero)<sup>7</sup>. Durante el mes -y especialmente a lo largo de la segunda quincena- se advirtieron subas puntuales, relacionadas con el por entonces aún no definido levantamiento de las restricciones financieras. Por caso, la tasa para plazos fijos superiores a \$ 1 millón (en bancos privados) llegó a niveles del 28%. El anuncio de medidas del Banco Central destinadas a proveer un nivel adecuado de liquidez al sistema financiero contribuyó a descomprimir tales subas.

<sup>6</sup> Esta tasa se refiere al total de operaciones a plazo, i.e. incluye todos los montos operados.

<sup>7</sup> La razón por la cual se escoge el segmento de 25 a 35 días es que éste concentra la mayor cantidad de operaciones, y las tasas pactadas reflejan mejor la dinámica del mercado: en el mes de marzo, las colocaciones a plazo realizadas en este segmento representaron el 56% del total.

Gráfico 4



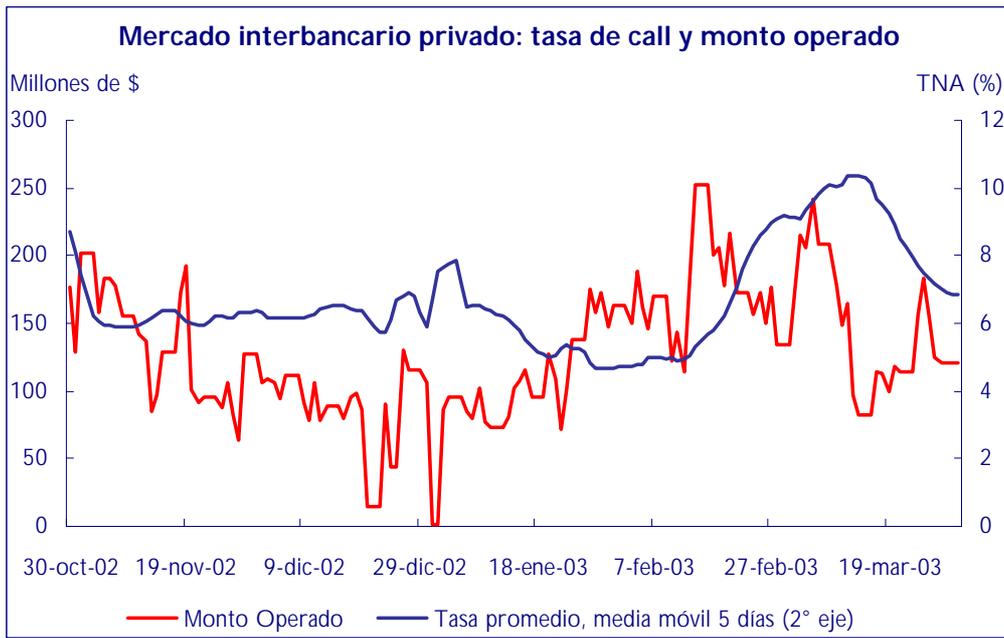
Dentro del grupo de bancos privados, fueron los de capital extranjero los que pagaron las mayores remuneraciones por depósitos a plazo fijo de entre 25 y 35 días (24,6%), seguidos por los bancos de capital nacional (23%); las sucursales de entidades extranjeras pactaron tasas sensiblemente menores por esos mismos depósitos (18%; en todos los casos nos referimos a promedios de datos diarios).

En cuanto a las tasas de interés en el mercado interbancario, también se registró un alza, si bien fue más notoria en la primera quincena del mes: entonces, el *call* entre bancos privados llegó a alcanzar niveles del 11%. Durante la segunda quincena, y a partir del anuncio de cambios en las normas de efectivo mínimo (que supusieron un leve efecto expansivo sobre la posición de liquidez de las entidades financieras<sup>8</sup>), la tasa interbancaria descendió hasta finalizar el mes en 6,8%. El volumen operado diario entre bancos privados se ubicó en un promedio de \$ 144 millones, por debajo de los \$ 175 millones de febrero, pero aún por encima del volumen promedio de \$ 105 millones registrado en enero (ver gráfico 5).

Resulta relevante analizar brevemente la composición del mercado interbancario en marzo. Considerando el promedio mensual del *call* neto diario (esto es, la diferencia entre los fondos recibidos en préstamo y los prestados por las entidades financieras, en promedio) en marzo, surge que las sucursales de bancos extranjeros fueron los principales receptores de fondos, seguidos por los bancos públicos y las entidades de capital mayoritariamente extranjero. En contraste, los bancos privados nacionales fueron los más importantes otorgantes de recursos líquidos, también seguidos por las entidades públicas. En efecto, de todo el *call* neto promedio ofrecido, los bancos privados nacionales representan un 37%, mientras que las sucursales de bancos extranjeros participan en un 44% de los fondos tomados en promedio. El grupo de bancos privados nacionales otorgante neto de *call* está conformado por una docena de entidades, que incluye básicamente bancos provinciales y medianos. Por su parte, los mayores demandantes netos de fondos interbancarios (sucursales de bancos extranjeros) son ocho entidades, cuatro de las cuales actúan exclusivamente en el mercado mayorista. Comparando esta situación con la de los dos meses precedentes, se observa como principal diferencia un papel más significativo de la banca privada nacional en el otorgamiento neto de fondos en marzo. Utilizando los datos agregados del trimestre, surge un mercado caracterizado por la presencia de bancos privados nacionales como principales otorgantes netos (con 26% del total prestado) y las sucursales de bancos extranjeros como los más importantes tomadores (43% del total tomado).

<sup>8</sup> Su anuncio tuvo lugar el 19 de marzo.

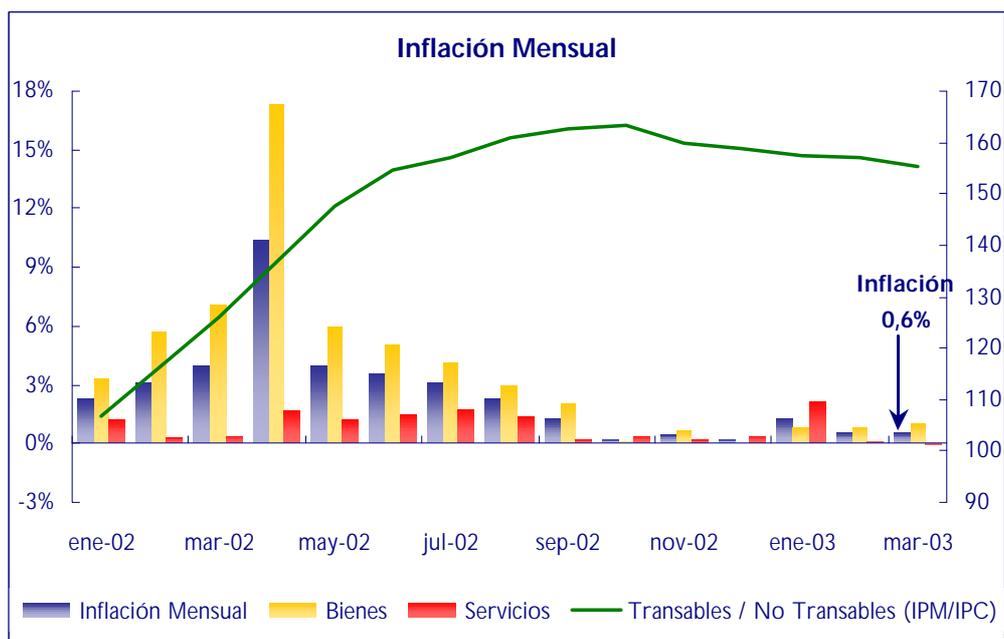
Gráfico 5



### Precios: se mantiene el escenario de estabilidad

En marzo la inflación de los precios minoristas fue de 0,6%, como la observada en febrero. Si bien la inflación fue liderada nuevamente por el sector de bienes (1%), en marzo se observó por primera vez desde la devaluación, una leve deflación (0.1%) en los servicios. Asimismo, y en parte asociada a la apreciación del peso, el índice de precios mayoristas (IPIM), en contraste con lo registrado en febrero, evidenció una disminución del 0,6%. Si se considera el ratio entre IPIM e IPC como medida aproximada del precio relativo entre bienes transables y no transables, se puede observar que por quinto mes consecutivo este indicador disminuyó (1%), acumulando en este periodo una disminución del 5%.

Gráfico 6



## El levantamiento de las restricciones financieras y las medidas tomadas por el BCRA

Aunque su anuncio efectivo tuvo lugar el primer día de abril, el levantamiento de las restricciones financieras conocidas como “corralón” es una medida cuya relevancia ya se había hecho sentir –como señalamos- en marzo, por lo que se la comenta en este informe. La eliminación del “corralón” se llevará a cabo en tres etapas, de manera optativa: 1) disponibilidad inmediata de fondos para ahorristas con hasta \$42.000 en CEDRO (sin incluir CER); 2) fondos disponibles en 90 días para depositantes con saldos de hasta \$100.000; 3) disponibilidad de fondos en 120 días para aquellos depósitos con saldos mayores a los indicados. La diferencia entre el saldo del depósito pesificado a 1,4 \$/USD más el cómputo del CER, y el valor de dicho saldo valuado a la cotización del dólar se cubriría a través de un bono (entregado a los depositantes). El saldo pesificado más CER, por otra parte, será devuelto en efectivo. Se estima que los ahorristas que contarían con disponibilidad inmediata de acuerdo a este esquema mantienen saldos de casi \$ 6.400 millones; ellos representan aproximadamente el 40% de los recursos líquidos de las entidades financieras (considerando la cuenta corriente en BCRA más el circulante que mantienen, tanto en pesos como en dólares en ambos casos).

Las necesidades de liquidez a ser enfrentadas por los bancos dependen crucialmente de los retiros en efectivo. Ellos resultan a su vez de dos factores: en primer lugar, de cuántos de quienes están habilitados para disponer de sus depósitos se presentan a hacerlo; en segundo lugar, de qué monto es retirado en efectivo por quienes deciden disponer de sus colocaciones. El efecto sobre la liquidez de las entidades depende de ambas decisiones. Por caso, en febrero –según una encuesta informal realizada- hubo aceptaciones por un 24% de la oferta de devolución; en ese mismo mes los retiros en efectivo representaron un 5,7% del monto de CEDRO cuya devolución anticipada se ofrecía. De repetirse el comportamiento de febrero, las necesidades de recursos líquidos del sistema financiero ascenderían a casi \$ 370 millones. Como el comportamiento de los ahorristas durante febrero estuvo influenciado por las expectativas del fallo de redolarización y del mismo levantamiento de restricciones financieras –y ello hizo que muchos depositantes ejercieran la opción de esperar en lugar de elegir la devolución anticipada-, no puede descartarse que ahora la relación entre el monto total en disponibilidad inmediata y los retiros en efectivo sea mayor.

Con el objetivo de generar un grado de liquidez adecuado para enfrentar satisfactoriamente el levantamiento de las restricciones financieras, el BCRA introdujo –inicialmente en marzo- cambios en las normas de efectivo mínimo. Ellos consistieron en disminuir la exigencia para las colocaciones a plazo, a la vez que se discrimina entre diferentes vencimientos, y homogeneizar el tratamiento de los CEDRO con el del resto de los depósitos (al introducir encajes para ellos). El detalle de los cambios se aprecia en la tabla 3. Se estima que estas medidas tuvieron un efecto expansivo de aproximadamente \$ 200 millones sobre la posición de liquidez (diferencia entre exigencia e integración) del sistema financiero. Los coeficientes de exigencia fueron disminuidos en abril.

**Tabla 3**

Exigencias de Efectivo Mínimo y Aplicación Mínima de Recursos a la Vista y Colocaciones a Plazo en Pesos																	
Partidas Comprendidas	Depósitos a la Vista	Depósitos a Plazo (incluye CEDRO)						Títulos Valores de Deuda (incluye ON)							Depósitos Judiciales	Colocaciones a la vista FCI	
		hasta 29 días	de 30 a 59 días	de 60 a 89 días	de 90 a 179 días	de 180 a 365 días	más de 365 días	Emitidas a partir del 1/1/02						Resto			
		hasta 29 días	de 30 a 59 días	de 60 a 89 días	de 90 a 179 días	de 180 a 365 días	más de 365 días	hasta 29 días	de 30 a 59 días	de 60 a 89 días	de 90 a 179 días	de 180 a 365 días	más de 365 días				
Antes	40%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	100%
Marzo	40%	24%	21%	20%	6%	4%	0%	24%	21%	20%	6%	4%	0%	0%	0%	10%	100%

Junto con el levantamiento de las restricciones financieras, se resolvió el mecanismo de cancelación de los redescuentos recibidos por los bancos. Las entidades podrán hacerlo en un máximo de 70 cuotas, ajustables por CER más una tasa del 3,5% anual. Para ello, podrán hacer coincidir los vencimientos de capital e intereses de los préstamos garantizados (en poder de los bancos) con los de los redescuentos, lo que se conoce como “matching”. Para poder acceder a tal sistema, las entidades deberán entregar en garantía los títulos públicos que posean hasta un valor equivalente al 125% del redescuento<sup>9</sup>.

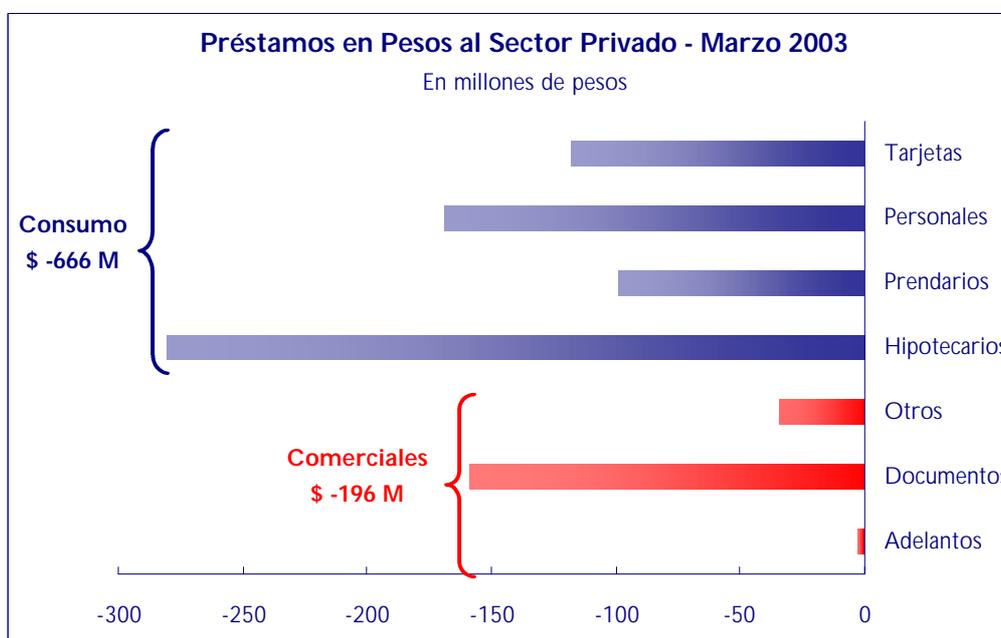
<sup>9</sup> Al respecto, consúltese el decreto 739/2003 del PEN.

## Créditos: el decrecimiento prosigue, aunque a menor ritmo

Durante marzo, se observaron cancelaciones netas de préstamos inferiores a las de meses anteriores: se corroboraría así la tendencia decreciente en la disminución del crédito. Los préstamos en pesos al sector privado no financiero descendieron por aproximadamente \$ 860 millones en marzo (2,9%), lo que se compara con una caída de \$ 980 millones (3,2%) en febrero.

Se registró un comportamiento claramente dispar entre los dos grandes segmentos de créditos. Los préstamos al consumo (se consideran así los créditos personales, prendarios, hipotecarios, y financiaciones a titulares de tarjetas de crédito) se contrajeron en marzo por casi \$ 670 millones (3,8%), una merma superior a la registrada el mes anterior. En contraste, el crédito comercial mostró una disminución marcadamente inferior a la de febrero, y también menor a la del consumo en marzo. Así, los préstamos comerciales (rubro en el que se incluyen documentos a sola firma, adelantos en cuenta corriente y otros) se redujeron aproximadamente \$ 200 millones (1,5%), contra una disminución de \$ 460 millones en febrero (3,5%).

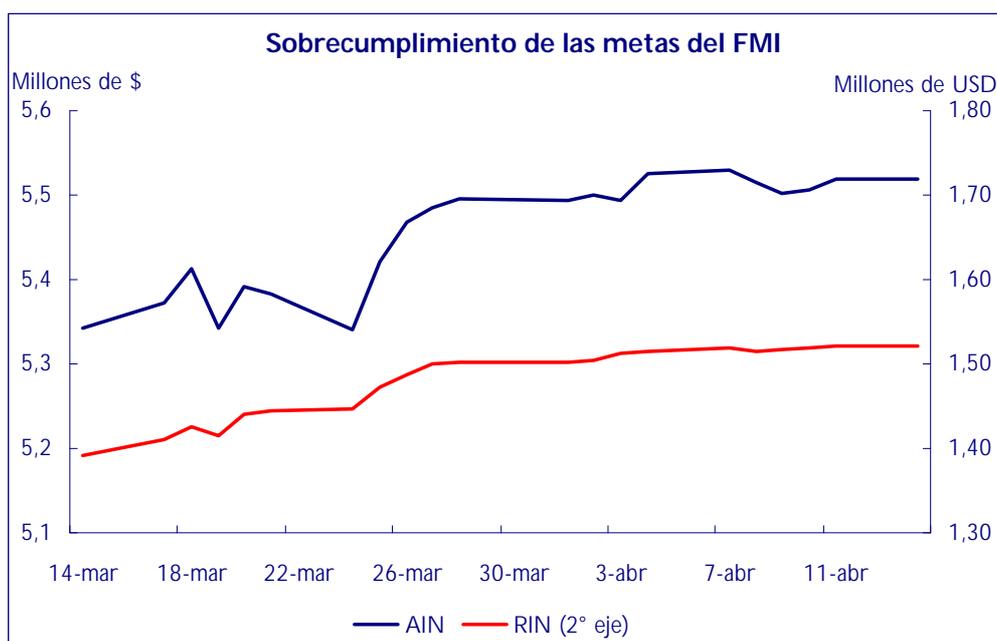
### Gráfico 7



### Sobrecumplimiento de las metas exigibles con el FMI

Las metas monetarias exigibles pactadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) fueron sobrecumplidas en febrero, y aquellas correspondientes a marzo también están siendo sobrecumplidas. En efecto, durante marzo se confirmó que las metas correspondientes al 28 de febrero (para la cual se toman los 10 días hábiles anteriores y los 10 posteriores, por lo que su cómputo recién finalizó el 14 de marzo) fueron sobrecumplidas: la meta de Reservas Internacionales Netas (RIN) fue cumplida en exceso por USD 1.320 millones, la de Activos Internos Netos (AIN) se sobrecumplió en \$ 5.502 millones, mientras que la base monetaria amplia se ubicó \$ 421 millones por debajo de su "techo" indicativo (esta última meta no es exigible).

Gráfico 8

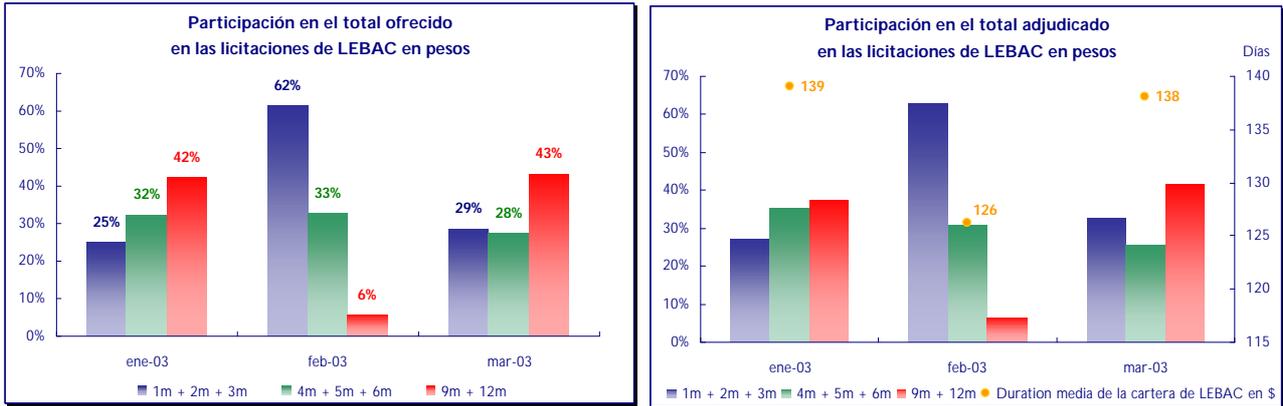


En cuanto a las metas de marzo, las exigibles se cumplieron en exceso de lo pactado: USD1.522 millones en el caso de las RIN, y \$5.519 millones de pesos en el de los AIN. Si bien la meta indicativa de base monetaria amplia exhibe un defecto en el cumplimiento, debe tenerse en cuenta que dicha meta implica una contracción de la base monetaria en términos reales: un cumplimiento estricto de la misma (en un marco de menor inflación a la estimada al momento de fijación de la meta) podría desconocer las necesidades de la economía real, que exhibe una incipiente recuperación. Asimismo, como señalábamos antes, el aumento de base monetaria amplia está teniendo lugar a raíz del exceso de oferta de divisas, y no por el otorgamiento de crédito interno (gobierno o sector financiero).

### LEBAC: reducción del costo medio y emisiones de mayor plazo

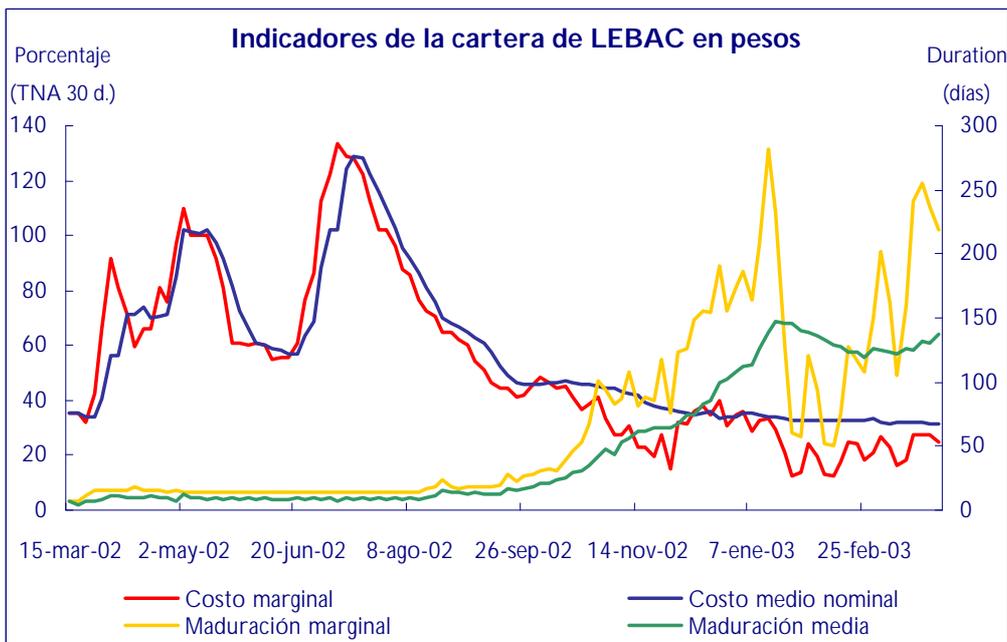
Este mes, el efecto monetario de la colocación de LEBAC resultó en una contracción de \$ 27 millones. El costo medio se redujo, y se colocaron emisiones de mayor plazo. Se observó una importante mejora en términos de la maduración de los montos ofertados en las licitaciones, lo cual repercutió favorablemente en la vida promedio de la cartera en circulación de LEBAC en pesos. Como se aprecia en el gráfico 9, la participación de las ofertas de compra de títulos de más de seis meses de vida promedio sobre el total ofrecido ascendió a 43%, muy por encima del 6% registrado en el mes de febrero. Un comportamiento similar se observa en los montos adjudicados, lo cual hizo que la vida promedio del total en circulación en pesos aumentara a 138 días al término de marzo, prácticamente alcanzando el nivel de fines de enero. Asimismo, el aumento de la vida promedio fue acompañado por una leve disminución en el costo nominal medio del portafolio de LEBAC en pesos, que pasó de 33,5% a fines de febrero a 31,3% al término de marzo (ver gráfico 10).

**Gráfico 9**



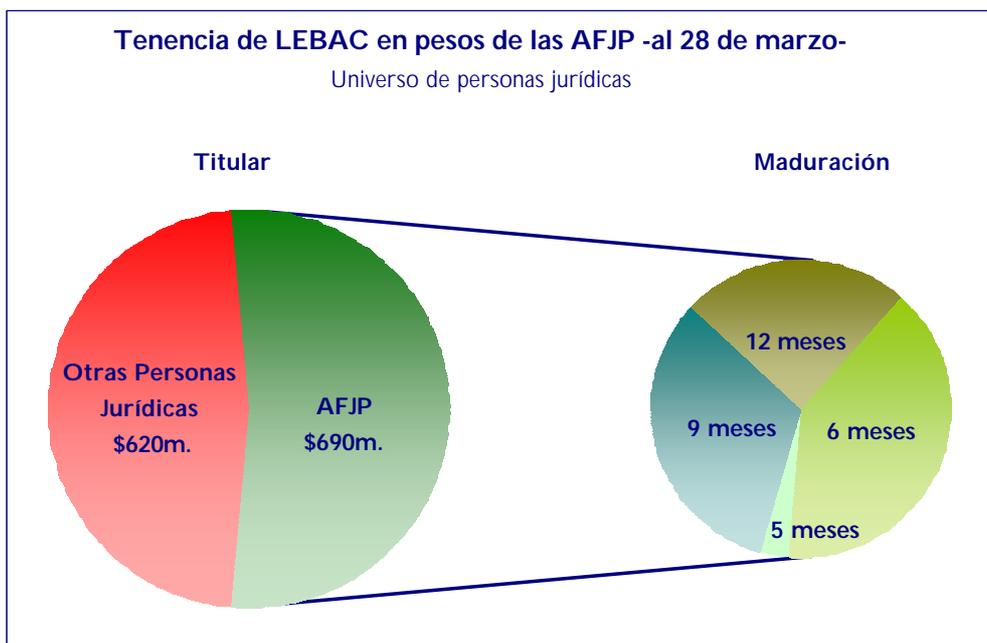
Un aspecto a destacar fue la realización de colocaciones a 12 meses de plazo a tasa fija, que incluso superaron en monto a los instrumentos ajustados por CER: la emisión (en valor nominal) de las primeras ascendió a \$ 287 millones, mientras que la de las segundas fue de \$ 110 millones. Ello revela, de parte de los inversores, la percepción de un horizonte de mayor estabilidad.

**Gráfico 10**



Por otra parte, como se mencionó en el informe del mes anterior, las LEBAC han aumentado gradualmente su relevancia como alternativa de inversión para las AFJP. Especialmente, en el mes de marzo, estos inversores institucionales pasaron a tener más del 50% de las LEBAC en pesos en poder de personas jurídicas, aumentando el total en pesos en su cartera en \$213 millones respecto al 28 de febrero (ver gráfico 11).

Gráfico 11



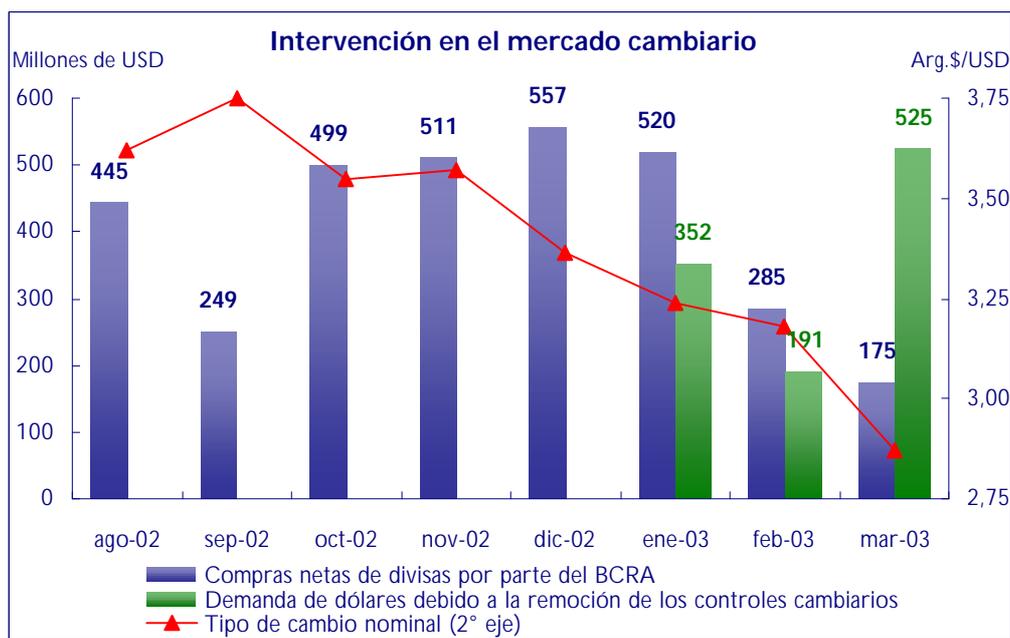
### Mercado cambiario: fuerte apreciación del peso en un contexto de menores restricciones

En el mercado cambiario se advirtió una marcada apreciación de la moneda local respecto del dólar: el peso cerró el mes de marzo un 8% por encima de su cotización a fin del mes anterior, lo que reflejó tanto la persistente oferta de divisas producto del superávit comercial como la mayor confianza de los agentes económicos en la moneda local –pues el mercado volvió a desenvolverse en un contexto de progresiva flexibilización. Fue así que durante el mes, el Banco Central prosiguió implementando normas tendientes a normalizar el funcionamiento del mercado cambiario. Entre las medidas tomadas en marzo, se incluyeron las siguientes.

- Se incrementó el límite mensual para la compra de divisas por parte de personas físicas y jurídicas de USD 150.000 a USD 200.000 y luego USD 300.000 (comunicaciones “A” 3894 y “A” 3909). Esta medida fue la que, se estima, tuvo el mayor efecto sobre la demanda de dólares (dentro de las tomadas en el mes), al incrementar la misma en USD 45 millones.
- Se autorizó el pago anticipado de deudas con el exterior en concepto de importaciones de bienes, independientemente del vencimiento pactado, a partir del 13 de marzo y hasta el 15 de abril de 2003 (com. “A” 3896). Ello implicó un aumento estimado de la demanda de divisas de USD 32 millones.
- Se amplió la posibilidad de pagos de servicios de capital siempre que: el monto mensual cancelado no supere USD 1 millón; o los servicios a cancelar no excedieran, al 31 de diciembre de 2001, USD 5 millones (com. “A” 3895 y “A” 3908). Esta medida tuvo un efecto estimado de USD 12 millones.

Si se adiciona el efecto estimado que tuvieron en marzo las medidas tomadas en enero y febrero, se observa que la cantidad demandada de divisas se incrementó en USD 525 millones. El efecto estimado sobre la demanda de todo el conjunto de medidas en el primer trimestre del año fue de prácticamente USD 1.100. Prosigue así la tendencia hacia un mercado cambiario con menor presencia de la autoridad monetaria, que refleje plenamente la interacción de los agentes económicos privados. Como se observa en el gráfico 12, a lo largo de los últimos meses (y marzo no fue una excepción al respecto) se redujo sustancialmente la intervención del BCRA en el mercado de cambios, a la vez que se liberaba progresivamente la demanda de dólares (de acuerdo a las medidas que se han detallado en nuestros últimos informes), lo que ocurrió junto con una reducción del tipo de cambio nominal.

Gráfico 12



Si bien es claro que la caída del tipo de cambio nominal está vinculada con el exceso de oferta en el mercado de divisas, alimentado por una balanza comercial ampliamente superavitaria, también es cierto que la apreciación del peso tiene que ver con la confianza del público en la moneda local. Aún en un mercado en el que está incrementándose la demanda (a través de las medidas antes mencionadas), el precio de la divisa sigue cayendo. No debe vincularse mecánicamente el superávit comercial con la apreciación del peso, ya que tal superávit, si no existiera confianza del público, tendría como contrapartida una salida de capitales. Para ver más claramente este punto, basta comparar la situación actual con lo que ocurría durante 1989 y 1990, cuando con un superávit comercial hasta entonces récord (y la consecuente oferta de divisas) la moneda local se depreciaba violentamente. Si hoy no puede negarse el efecto positivo sobre la oferta que conlleva el superávit comercial actual, debe tenerse en cuenta que la demanda de moneda local por parte del público también juega un papel en la presión a la baja sufrida por el dólar.

La apreciación de la moneda local también se registró respecto de divisas distintas del dólar. Respecto del euro, el peso se apreció un 7,2%, mientras que ganó un 0,9% contra el real.

## Mercado de capitales

Por primera vez, luego de nueve meses consecutivos de incremento, el índice Merval mostró una caída en pesos, mientras que la apreciación del tipo de cambio permitió que en dólares haya aumentado nuevamente (3,1%), acumulando una ganancia del 22,5% para el año en curso. Si bien en promedio la volatilidad, medida sobre una muestra de 20 ruedas, mostró un descenso respecto de febrero (de 23,3% a 20,3%), puntualmente se advirtió un incremento de la misma desde la segunda semana de febrero en adelante (ya que pasó del 15% a 24% entre principio y fin de mes; ver gráfico 13).

Las acciones que mostraron mayor alza fueron Acindar (25%), Minetti (10%) y Ledesma (9%); en el otro extremo, las que sufrieron mayores pérdidas fueron Sociedad Comercial del Plata (18%), Cresud (17%) y Telecom. (17%). En lo que concierne al volumen operado, el promedio diario para marzo se ubicó en \$37 millones, 4% por encima del valor medio del mes anterior. Como novedad, se incorporaron cuatro empresas al índice Merval: Distribuidora de Gas Cuyana, Gas Natural Ban, Garovaglio y Rigolleau; mientras que Instituto Rosembush y Fitoplasto fueron desplazadas.

Gráfico 13



Por su parte, en el resto del mundo los mercados bursátiles se recuperaron en buena medida impulsados por las expectativas de que la guerra en Irak no se prolongue por mucho más tiempo. Sin embargo, en todos los casos, mostraron elevada volatilidad principalmente motivada por los acontecimientos vinculados a los enfrentamientos bélicos más que por el anuncio de indicadores económicos (ver tabla 4).

Tabla 4

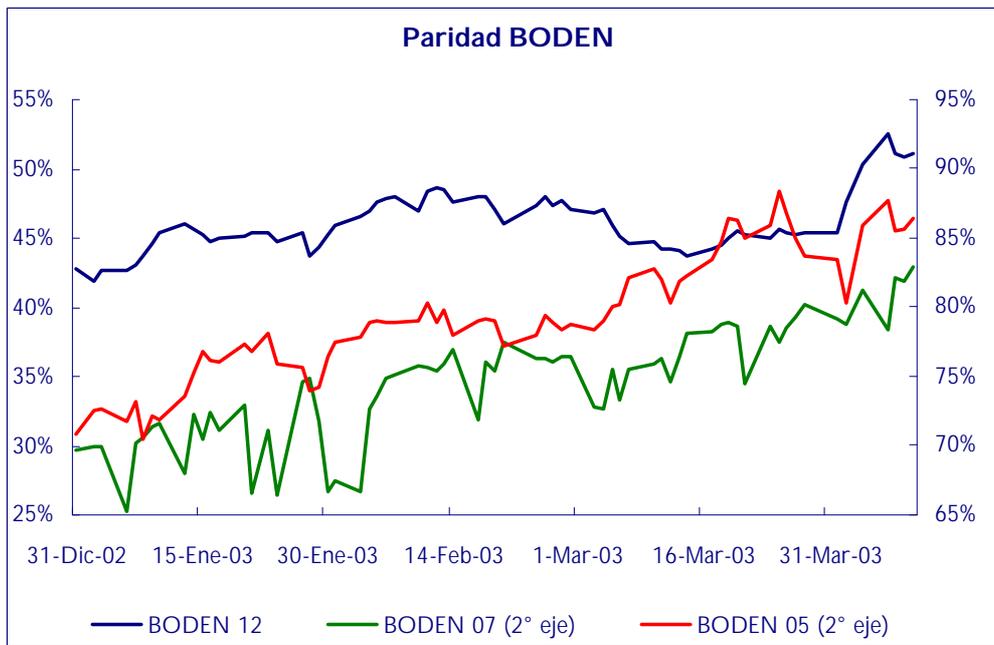
Variaciones de los índices bursátiles				
	En moneda local		En dólares	
	Marzo	Acumulado año 2003	Marzo	Acumulado año 2003
<b>MERVAL</b>	<b>-4,6%</b>	<b>7,9%</b>	<b>3,1%</b>	<b>22,5%</b>
NIKKEI 225	-4,7%	-4,2%	-4,6%	-6,5%
NASDAQ	0,3%	0,4%	0,3%	0,4%
S&P 500	6,5%	1,8%	6,5%	1,8%
FTSE 100	-1,2%	-8,3%	-0,5%	-9,9%
DOW JONES	1,3%	-4,2%	1,3%	-4,2%
BOVESPA	9,7%	0,0%	16,7%	5,6%

Por su parte, el mercado de deuda de los países emergentes prosiguió su tendencia alcista durante marzo. Así, el *spread* de los bonos emergentes medido según el índice EMBI+ muestra una caída del 12% en el primer trimestre del año. En el caso de Argentina dicho *spread* cayó 496 puntos básicos durante marzo. Se considera que un mayor grado de liquidez en el mercado de deuda emergente estaría contribuyendo a alimentar estas subas.

Respecto del mercado de bonos local, el comportamiento de la paridad de los BODEN no fue homogéneo: por un lado, el BODEN 07 mostró un sostenido aumento a lo largo del mes; la paridad del BODEN 05 también se incrementó durante marzo, pero cayó hacia fin de mes; mientras que el BODEN 12

mostró una leve baja durante la primera quincena, de la que se recuperó sólo parcialmente en el resto del mes (ver gráfico 14). Para explicar esta dispar evolución, debe tenerse en cuenta que los tenedores de BODEN 05 y 07 recibirán pagos de capital durante este año; asimismo, la mayor emisión futura de bonos largos (para la compensación a los ahorristas y el rescate de cuasimonedas) habría influido sobre la cotización del BODEN 12. En cuanto a los volúmenes operados, éstos aumentaron notablemente respecto de meses anteriores: en el caso de los BODEN 05 y 07, el volumen promedio mensual se duplicó, mientras que aumentó casi un 50% para el caso del 12.

**Gráfico 14**



Cabe aclarar que en la primera quincena de abril los BODEN 12 mostraron un aumento muy marcado de su paridad, lo que se atribuyó a la posibilidad de usar dichos títulos para la compra de automóviles o la construcción de inmuebles. Por su parte, el BODEN 07 prolongó su tendencia alcista y el 05 se recuperó de la caída en su paridad observada hacia fines de marzo.