



## Informe Monetario Mensual Junio 2003

### Síntesis

- ✓ La evolución de las variables monetarias y financieras durante junio siguió apuntando hacia la progresiva normalización de las condiciones en que se desenvuelve el sistema, en particular en lo que hace a los pasivos del mismo. Los depósitos mostraron un paulatino retorno a un ritmo significativo de crecimiento, mientras que las tasas de interés continuaron descendiendo, el tipo de cambio permaneció estable y prosiguió el programa de rescate de cuasimonedas.
- ✓ La base monetaria amplia (BMA) prosiguió expandiéndose de la mano del sector externo. La BMA se incrementó \$2.293 millones (4%); en términos desestacionalizados, el crecimiento de la misma fue de 7%. El aumento está compuesto por un crecimiento de aproximadamente \$1.300 millones en el circulante en poder del público, \$175 millones en poder de las entidades financieras, \$2.000 millones de incremento en la cuenta corriente de los bancos en el BCRA, y \$1.200 millones de descenso en el stock de cuasimonedas.
- ✓ Los medios de pago privados en pesos incluyendo cuasimonedas (M2) se incrementaron \$1.503 millones (3%). En términos desestacionalizados, el M2 se incrementó \$583 millones (1%). Ello indica que persiste el comportamiento positivo en los agregados más relacionados con las transacciones económicas, más allá de la estacionalidad positiva presente en junio (debida a factores como el pago de aguinaldos).
- ✓ Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado -mejor reflejo de las decisiones de inversión-aumentaron durante el mes alrededor de \$1.104 millones (3,5%). El incremento neto de la variación de CEDRO fue levemente superior a \$600 millones. En la medida en que se trata de colocaciones realizadas en un contexto plenamente libre de restricciones y de tasas de interés en baja, constituyen una incipiente señal de confianza en el sistema financiero.
- ✓ Las tasas de interés proseguieron la tendencia bajista iniciada desde fines de abril. La tasa de plazo fijo de entre 30 y 44 días en pesos descendió prácticamente dos puntos porcentuales, desde 10,2% a fines de mayo. La caída del nivel de precios, más un contexto internacional de tasas de interés en baja, hace que las tasas reales locales permanezcan relativamente altas.
- ✓ En junio, los créditos al sector privado en pesos se redujeron por aproximadamente \$170 millones (0,7%), la menor caída mensual en lo que va del año. Tal variación fue aproximadamente la mitad de la del mes anterior, y fue debida básicamente a la caída de los préstamos al consumo, ya que los comerciales no mostraron virtualmente cambios.

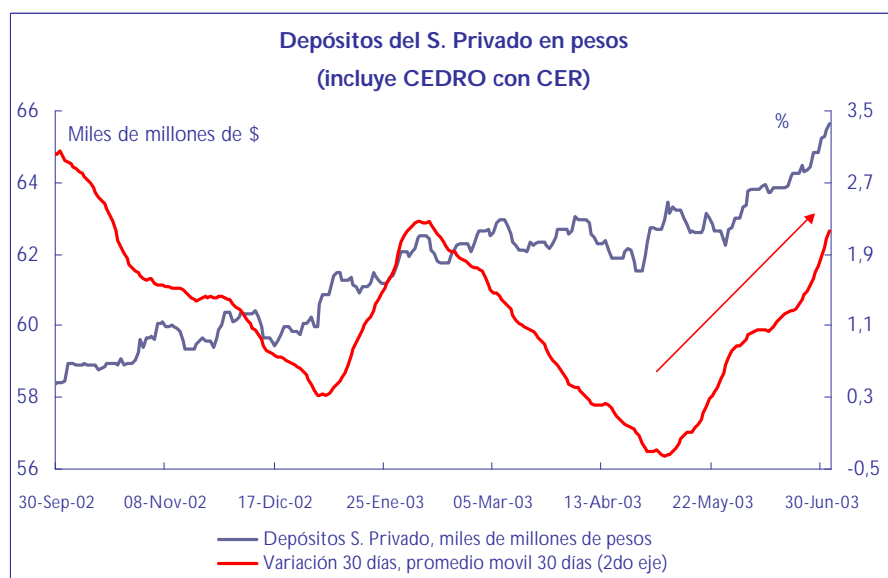
## Síntesis

- ✓ El BCRA resolvió bajar los coeficientes de exigencia de efectivo mínimo y aplicación de recursos a partir de julio, teniendo en cuenta tanto la estacionalidad de la demanda de dinero de ese mes como otros factores que afectarían la posición de las entidades (finalización del cronograma de deducción de la exigencia de aplicación mínima de recursos mediante el cómputo del bono del Gobierno Nacional 2002, aumento de la exigencia por cambio en la estructura residual de los depósitos a plazo).
- ✓ Las dos metas exigibles incluídas en el acuerdo con el FMI fueron cumplidas en exceso de lo acordado de manera sistemática durante los primeros seis meses del año. La necesidad de dar un marco adecuado a la mayor flexibilidad de la política monetaria llevó a la revisión de las metas monetarias del mes de junio. Dado el amplio sobrecumplimiento de las metas exigibles se pudieron plantear objetivos más estrictos, en tanto se relajó la meta original de BMA por \$4.000 millones.
- ✓ El peso se apreció 2% respecto de la moneda estadounidense. La tendencia a la apreciación de la moneda local, aunque moderada, continúa. Asimismo, también la volatilidad del tipo de cambio ha disminuído sensiblemente: ella se ubicó en sus mínimos desde diciembre del año último. En tanto, el peso se apreció un 4% respecto del euro, y se depreció un 2,5% contra el real brasileño.
- ✓ Prosiguió el programa de rescate de cuasimonedas: se retiraron de circulación bonos por valor nominal de \$1.232 millones. Entre los efectos cuantitativos del rescate, pueden identificarse: a) disminución en la BMA por realizarse parte del rescate a valor de mercado (este efecto asciende a \$110 millones desde el inicio del programa); b) aumento de los pasivos bancarios, debido a que parte del stock de cuasimonedas se vuelcan en depósitos; c) aumento de la liquidez bancaria, en función de lo anterior.
- ✓ Se registró por segundo mes consecutivo un aumento porcentual de dos dígitos del stock de LEBAC en pesos, de cara a las mayores necesidades de absorción monetaria en un contexto de importantes ingresos de divisas. El aumento en el stock no impidió que se registrase una caída en las tasas de corte, a la vez que las letras por plazos más prolongados despertaron fuerte interés.
- ✓ Los bonos internacionales en *default* de mayor liquidez mostraron un nuevo avance en sus cotizaciones, en tanto la caída en las tasas internacionales de interés y el diálogo con el FMI permitían presagiar un contexto de reestructuración más amigable al inicialmente esperado.

## La coyuntura monetaria apunta a una progresiva normalización del sistema financiero

La evolución de las variables monetarias y financieras durante junio siguió apuntando en la dirección de progresiva normalización de las condiciones en que se desenvuelve el sistema, en particular en lo que hace a los pasivos del mismo. Los depósitos mostraron un paulatino retorno a un ritmo significativo de crecimiento, mientras que las tasas de interés continuaron descendiendo. Varios aspectos se destacan en esta coyuntura: a) los depósitos privados en pesos mostraron un significativo aumento, que se acentuó en los últimos 30 días (como se advierte en el gráfico 1); b) las colocaciones a la vista, relacionadas con las necesidades transaccionales de los agentes económicos, volvieron a mostrar incrementos (sólo en parte debidos a un efecto estacional); c) los depósitos a plazo fijo, cuyo crecimiento estuvo vinculado durante los meses de abril y mayo con la liberación de restricciones financieras, pasaron en junio a tomar un impulso propio; d) los plazos promedio de las colocaciones a plazo se incrementaron gradualmente (más allá de la considerable extensión de su plazo relacionada con la liberación de las restricciones financieras); e) las tasas de interés prosiguieron el descenso exhibido el mes anterior –aunque en términos reales permanecen relativamente altas, especialmente si se las ubica en el contexto internacional. Todos estos desarrollos se tornan más relevantes al haber tenido lugar en un contexto libre del efecto de las restricciones financieras, donde las decisiones puramente voluntarias de los ahorristas son las que guían la evolución de las variables monetarias.

### Gráfico 1



En esta coyuntura, el BCRA lleva a cabo una política consistente con su misión de preservar el valor de la moneda, de forma de brindar a los agentes económicos un horizonte previsible dentro del cual formar sus planes y tomar sus decisiones. Las medidas tomadas durante junio han implicado pasos importantes hacia la normalización del sistema monetario y financiero, abarcando varios frentes: a) prosecución de una política monetaria creíble y flexible, tanto en el mercado de cambios como en el de letras (lo que se reflejó en la expansión de la base monetaria amplia y la emisión de LEBAC); b) cambios en la regulación prudencial, de cara a asegurar un nivel adecuado de liquidez y solvencia en el sistema financiero, sentando así las bases para el retorno del crédito; c) continuidad del programa de rescate de cuasi monedas provinciales, apuntando a unificar la circulación monetaria a nivel nacional.

Es importante destacar que la mayor flexibilidad en la conducción de la política monetaria no ha tenido costos en términos del nivel de precios: bien por el contrario, en junio los precios minoristas volvieron a mostrar un descenso. Este descenso no debe confundirse con los procesos deflacionarios “nocivos” (i.e. aquellos asociados a condiciones recesivas de la economía), sino que refleja el reajuste de los precios a condiciones monetarias y financieras más estables que las esperadas tras producirse la devaluación.

A continuación, se desarrollan los puntos mencionados, referidos tanto a la coyuntura como a la política del BCRA. Previamente, se pone en contexto lo ocurrido en el frente monetario, sintetizando la evolución de la economía real durante el mes.

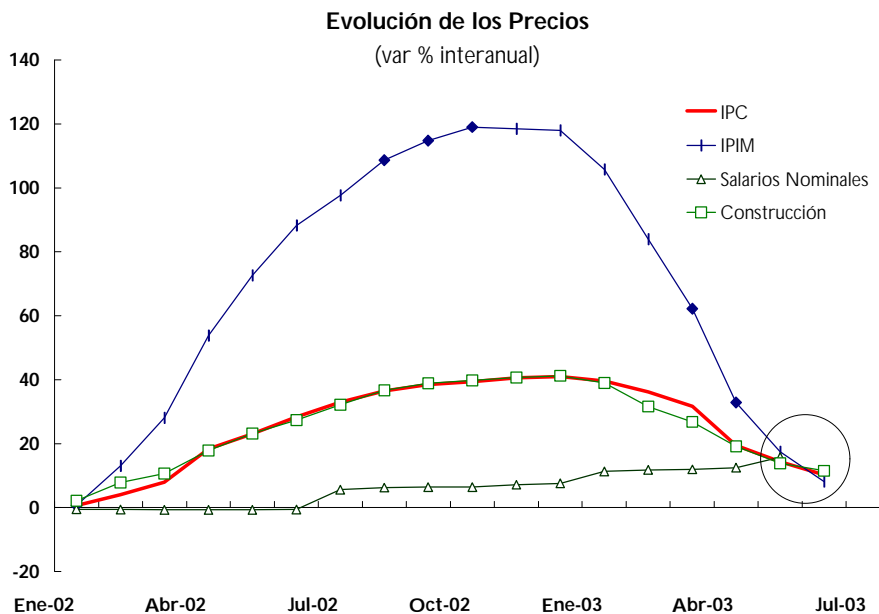
### La economía real: prosigue la realineación de los precios relativos

Durante junio, continuó en el mes el proceso de realineación de precios relativos iniciado en octubre de 2002 cuando el dólar alcanzó su máximo. En particular el IPC mostró en junio, por segundo mes consecutivo, una caída del 0,1% mensual y acumula desde diciembre un aumento de sólo el 2,1%. Adicionalmente los precios mayoristas (IPIM) cayeron en el mes un 0,2% mensual y acumulan una baja del 2,5% respecto a diciembre de 2002 y los precios de la construcción (ICC) aumentaron en el mes un 0,1%, 2,6% respecto a diciembre de 2002. En términos interanuales las variaciones convergen al 10% con aumentos del 10,4%, 8,1% y 12,1% respectivamente (ver gráfico 2).

La caída en los precios minoristas se explica por una reducción en el precio de los bienes, que representan el 63% de la canasta, que alcanzó en el mes al 0,7% mensual y fue impulsada principalmente por la reducción en el costo de los alimentos. Esta caída en el precio de los alimentos se tradujo en una nueva reducción en el costo de la Canasta Básica Alimentaria, utilizada para medir los índices de indigencia, que verificó en el mes una baja del 0,4% mensual y acumula una reducción del 4,4% respecto al máximo alcanzado en marzo.

En contrapartida, los servicios mostraron en el mes un aumento del 0,9% de la mano de incrementos en los precios de algunos servicios regulados que hasta ahora se mantenían fijos. Si bien en los dos últimos meses recobra fuerza el proceso de realineación de precios relativos (bienes/servicios), todavía queda camino por recorrer, teniendo en cuenta que el grueso de los servicios privatizados todavía no han incrementado sus precios.

### Gráfico 2



En efecto, desde la salida de la convertibilidad los precios de los bienes aumentaron un 71% y los precios de los servicios sólo un 14% y desde octubre de 2002 ambos componentes crecieron respectivamente un 2,5% y un 3,2%. Tomando la relación entre IPIM e IPC como proxy de transables y no transables, el realineamiento de los precios relativos es aún más fuerte que cuando se comparan los rubros bienes y servicios del IPC. En efecto desde los máximos alcanzados en octubre de 2002 el cociente entre IPIM e IPC se redujo un 7,1% mientras que en ese período el ratio entre IPC bienes y servicios se redujo sólo un 0,7%. Desde la salida de la convertibilidad el aumento alcanza a 48% y a 43% respectivamente.

Por su parte, los salarios nominales mostraron en mayo un aumento del 2,9% mensual y en términos reales un incremento del 3,3%. Cabe destacar que la dinámica de mayo se explica básicamente por el aumento de \$50 (a \$200) no remunerativo otorgado por el Ministerio de Trabajo que incide directamente sobre los salarios del sector privado “formal”, dado que tanto los salarios de empleados públicos como los de los empleados informales no experimentaron modificaciones en el mes.

En lo que respecta a la situación fiscal, en junio la recaudación tributaria continuó mostrando buenos resultados, con un aumento del 40,4% interanual en los ingresos impositivos que totalizaron \$6.481 millones. Prácticamente un 84% de este incremento se explica por la recaudación del impuesto a las ganancias, que exhibió un aumento del 97,8% i.a. (dada la imposibilidad de ajustar balances por inflación), por la recaudación de IVA con un incremento del 25% i.a. y por las retenciones a las exportaciones con un aumento del 57% i.a. (a pesar de la apreciación del tipo de cambio). Si bien por su magnitud se destaca la dinámica de estos tributos, el resto de los impuestos también mostraron mejoras en el mes.

### Base Monetaria Amplia: fuerte incremento desestacionalizado

Durante junio, la base monetaria amplia (BMA) prosiguió expandiéndose fuertemente, nuevamente de la mano del sector externo. La BMA se incrementó \$2.293 millones (5,7%); en términos desestacionalizados, el crecimiento de la misma fue de 7%, el incremento más alto registrado desde junio del año pasado. Desde el punto de vista de los componentes de la base, tal aumento está compuesto por un crecimiento de aproximadamente \$1.300 millones en el circulante en poder del público, \$175 millones en poder de las entidades financieras, \$2.000 millones de incremento en la cuenta corriente de los bancos en el BCRA, y \$1.200 millones de descenso en el *stock* de cuasimonedas. Nótese que, tal como ocurriera en mayo, el aumento de la tenencia de billetes y monedas por parte del público ha sido en buena medida generado por el rescate de cuasimonedas; se trata, por lo tanto, de un impacto sobre la composición de la BMA, pero no sobre su cantidad. El aumento de la BMA es entonces la contrapartida del aumento en el nivel de depósitos del sistema.

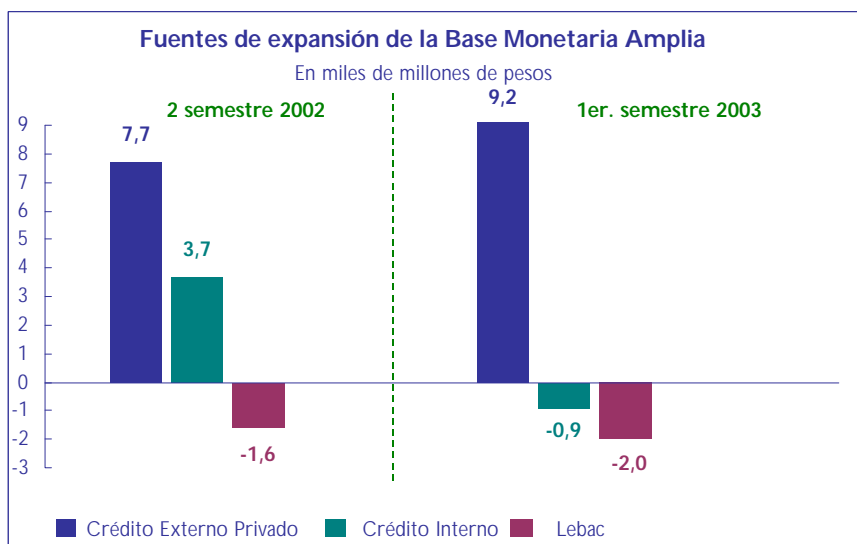
Desde el punto de vista de los factores de expansión de la BMA, nuevamente las operaciones externas del BCRA con el sector privado dan cuenta de la variación observada. Tales operaciones implicaron un efecto monetario expansivo de \$2.803 millones. El resto de los factores de explicación conllevó un efecto contractivo. Las operaciones con el sector público implicaron un efecto contractivo de \$159 millones, ya que los pagos al exterior excedieron en magnitud a los adelantos transitorios otorgados y al uso de la cuenta operativa del gobierno en el BCRA. La emisión de LEBAC conllevó una contracción monetaria de \$385 millones, mientras que las operaciones con el sector financiero también tuvieron un efecto de signo similar, aunque de menor magnitud (\$62 millones, básicamente debidos al pago de intereses sobre redescuentos). El rescate de cuasimonedas, al acarrear el retiro de circulación de bonos a valor nominal y la emisión de dinero por el valor de mercado de los primeros, tuvo un efecto monetario contractivo de \$89 millones. La tabla 1 detalla los diferentes factores de explicación de la BMA y sus efectos.

Asimismo, cuando se compara la evolución de la base durante el primer semestre de este año respecto de lo ocurrido en el segundo del año pasado, se aprecian algunas diferencias (gráfico 3). En 2003, aumentó la cuantía de expansión debida al sector externo privado, y el crédito interno pasó a tener un signo negativo. Mientras que en el segundo semestre de 2002 el otorgamiento de crédito interno conllevó un efecto monetario expansivo (destinado a asistir al Gobierno y al sector financiero), en lo que va de este año dicho factor tiene el efecto contrario. En la primera mitad de este año, no hay expansión monetaria destinada a cubrir necesidades de financiamiento, sino que la emisión de moneda se destina a atender la demanda de dinero de los agentes domésticos.

Tabla 1

Factores de Variación de la Base Monetaria Amplia	Variación Junio
<b>Base monetaria amplia</b>	<b>2.293</b>
Cuasimonedas	-1.232
<b>Base monetaria</b>	<b>3.525</b>
Circulación monetaria	1.519
En poder del público	1.332
En entidades financieras	187
Cuenta corriente en el BCRA	2.006
<b>Factores de variación</b>	
Sector financiero	-62
Sector público	-159
Adelantos transitorios + Transferencias de utilidades	383
Utilización de la cuenta del Gobierno Nacional	0
Crédito externo	-542
Sector privado	2.803
Liquidación de exportaciones	0
Resto	2.803
LEBAC	-385
Rescate de cuasimonedas a valor nominal	1.232
Dif. valor de rescate y valor nominal de cuasimonedas	-89
Otros	185

Gráfico 3



La fuerte expansión de la BMA, sigue conviviendo con precios minoristas en descenso; se trata de un hecho que apunta a una genuina demanda de dinero, dado que la mayor emisión no se vuelca en demanda de activos externos ni de bienes. Como señalamos en otras oportunidades, varios factores confluyen para justificar la mayor demanda de base, todos ellos caracterizando a una economía que es más "intensiva en efectivo": a) el aumento de las actividades informales (que se basan en el uso de efectivo); b) el uso del circulante más allá de su función de medio de pago (p.ej, funciones crediticias: financiación con capital de trabajo); c) la "aversión a los bancos" como resultado de las restricciones financieras (ahora levantadas) y regulaciones como el impuesto al cheque.

## Medios de pago privados

Durante junio, los medios de pago privados en pesos incluyendo cuasimonedas (M2) se incrementaron \$1.503 millones (3%). Dicha variación obedece tanto a un aumento de las cuentas corrientes (aproximadamente \$600 millones, 6%) como de las cajas de ahorro (cerca de \$800 millones, 9%). Estas últimas mostraron un marcado incremento, luego del descenso del mes anterior. En tanto, el circulante en sentido amplio aumentó apenas \$100 millones.

Una parte significativa del aumento del M2, no obstante, se debe a motivos estacionales –básicamente, el pago del aguinaldo a partir de fines de junio. Así, en términos desestacionalizados, el M2 se incrementó \$583 millones (1%). Es importante destacar este incremento, ya que indica que persiste el comportamiento positivo en los agregados más relacionados con las transacciones económicas: si se exceptúa el mes de mayo –cuando la caída en los medios de pago privados tuvo como contrapartida el aumento de los depósitos a la vista del sector público, al registrarse una recaudación récord- durante 2003 el M2 desestacionalizado viene exhibiendo crecimiento, hecho consistente con el escenario de reactivación económica.

Respecto de la composición de los medios de pago, es relevante destacar que el circulante amplio muestra un cambio importante, al incluir menos cuasimonedas y más billetes y monedas de circulación nacional: el total de este agregado, no obstante, no muestra un aumento muy significativo. Esto es llamativo, ya que junio es un mes de aumento estacional del circulante. Este hecho, confirma de alguna forma el supuesto del Programa Monetario de considerar un porcentaje de las cuasimonedas y no su totalidad como circulante. El reducido aumento del circulante amplio sugiere que una porción significativa del *stock* de cuasimonedas rescatado se está traduciendo en mayores depósitos y no en circulante (dicha porción figuraba en cuentas de orden de las entidades; al respecto, véase la sección dedicada al rescate de cuasimonedas en este mismo informe)

## Los depósitos a plazo retoman su recorrido ascendente

Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado –mejor reflejo de las decisiones de inversión- aumentaron durante el mes alrededor de \$1.104 millones (3,5%). El incremento es significativo si se tiene en cuenta que ya no fueron “alimentados” por la desprogramación de CEDRO (la misma finalizó en mayo). El incremento de estas colocaciones, neto de la variación de CEDRO (que fue de aproximadamente –500 millones, incluyendo ajuste por CER), fue levemente superior a \$600 millones.

Observando la evolución de los últimos meses (ver gráfico 4), a partir de junio se advierte cómo el agregado de depósitos a plazo más CEDRO retoma un ritmo de crecimiento significativo, luego de cierto “amesetamiento” registrado desde mediados de febrero en adelante (dado que en el gráfico se suman los stocks de plazo fijo y CEDRO, los aumentos en los primeros generados por caídas en los segundos se compensan). En la medida en que se trata de colocaciones realizadas en un contexto plenamente libre de restricciones y de tasas de interés en baja<sup>1</sup>, constituyen una incipiente señal de confianza en el sistema financiero.

Como ya hemos apuntado en otras oportunidades, el crecimiento observado de las colocaciones a plazo no se distribuye de manera uniforme en el sistema financiero: algo más de una docena de entidades concentran la mayor parte del aumento de los plazos fijos privados en pesos (“netos” de CEDRO), como se advierte en el gráfico 5 (a). A la hora de explicar el comportamiento diferencial observado, la tasa de interés es un factor significativo, aunque no el único: hay evidencias de segmentación en el mercado, debido a otras variables. En el gráfico 5 (b) se muestra la relación entre la tasa de plazo fijo por depósitos mayores a \$ 1 millón y la variación de plazos fijos privados en pesos. Se está lejos de advertir una relación ni siquiera aproximadamente directa entre tasas de interés y depósitos a plazo: hay entidades que pagan tasas mayores que otras, pero captan menos depósitos; entidades que pagan niveles de tasas similares, pero cuyos

<sup>1</sup> En términos reales, por supuesto, las tasas de interés permanecen en niveles relativamente altos, especialmente cuando se las considera en un contexto internacional de tasas en baja.



depósitos varían en sentidos opuestos. Existen evidencias de segmentación por tamaño: las entidades que pagan tasas mayores a la que capta más depósitos, son de menor tamaño y/o bancos provinciales. Aún si se forma un subgrupo con los bancos cuyas tasas son iguales o inferiores a la de la entidad que captó más depósitos, también debe concluirse que existe cierto grado de segmentación (aunque en este caso puede deberse más a estrategias propias de cada entidad).

Gráfico 4

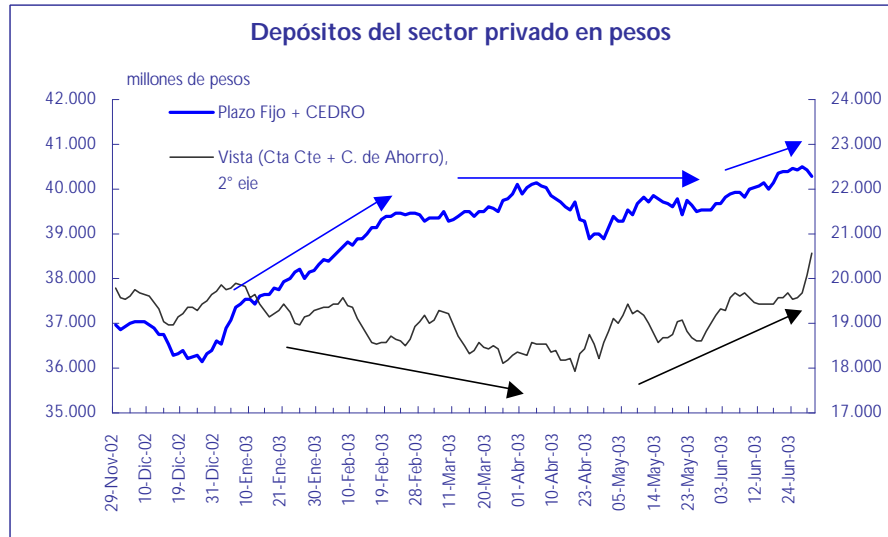
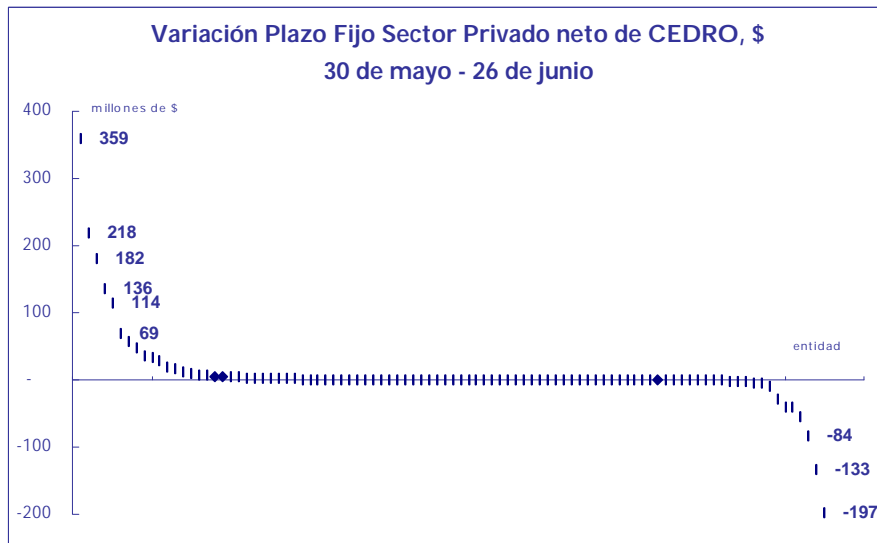
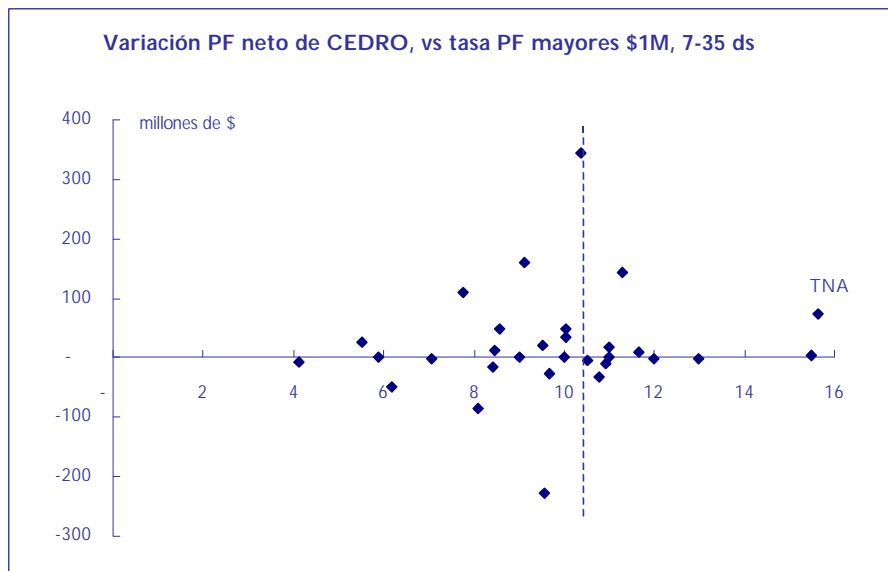


Gráfico 5

(a)



(b)





Cuando se agrega el total de depósitos del sector privado en pesos, la variación registrada en junio asciende a \$2.254 millones. En la tabla 2 se detallan los incrementos de los distintos rubros de depósitos totales del sistema financiero, la variación total y el efecto sobre la liquidez del sistema financiero.

**Tabla 2**

Flujos Mensuales en millones de pesos	Junio
<b>1. Depósitos totales en pesos</b>	<b>3.018</b>
Caja de ahorro	778
Cuenta Corriente	651
Otros	329
Plazo Fijo	1.260
<b>2. CEDRO</b>	<b>-466</b>
<b>Amparos <sup>(1)</sup></b>	<b>-224</b>
Stock (a 1.4\$/USD)	-156
Ajuste CER	-68
<b>Otras desafectaciones <sup>(2)</sup></b>	<b>-242</b>
Stock (a 1.4\$/USD)	-151
Ajuste CER	-91
<b>3. Variación de depósitos totales en \$ (1+2)</b>	<b>2.552</b>
4. Diferencia por pago de amparos a tipo de cambio libre	-86
<b>5. Efecto sobre la liquidez del sistema (3+4)</b>	<b>2.466</b>
<b>6. Depósitos en dólares (en US\$)</b>	<b>78</b>

(1) Cifra estimada.

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

### Regulación prudencial: buscando asegurar solvencia y liquidez

Las medidas tomadas han atendido tres necesidades principales: reinstalar reglas para generar un grado adecuado de solvencia del sistema financiero; brindar un nivel de liquidez consistente con las necesidades de fondos a ser enfrentadas por las entidades; y contemplar la situación de los damnificados comprendidos en las "zonas de desastre" declaradas por la Ley 25.735.

En cuanto al primer objetivo, se dictó una nueva normativa de capitales mínimos para las entidades financieras (comunicación "A" 3559). Se establece una exigencia del 8% sobre los activos de riesgo del sector privado, y otra de igual porcentaje para las tenencias de activos del sector público (títulos y préstamos). Se suspendió la aplicación del factor de ajuste de la exigencia de capitales en función de la tasa de interés de los préstamos (denominado "Indicador de Riesgo"). De esta manera, las financiaciones serán ponderadas temporariamente según su garantía y no en función de la tasa de interés. Se estableció una exigencia adicional por el riesgo de descalce entre la inflación y la tasa de interés del mercado y se incorporó al dólar dentro de las exigencias por riesgo de mercado. Se suspendió hasta junio de 2004 la aplicación del factor correctivo CAMEL (la calificación que la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias asigna a las entidades financieras) y se realizó un ajuste en los ponderadores de riesgo, consistente con las modificaciones efectuadas en marzo 2003 en materia de garantías y el tratamiento dado a los activos del sector público. Se definirán coeficientes de atenuación (inferiores a la unidad) para las distintas exigencias de capital, que se aplicarán igualmente a todas las entidades del sistema financiero, y se establecerá un cronograma de convergencia a la unidad, a efectos de facilitar el encuadramiento por parte de las entidades financieras.

En cuanto a la liquidez del sistema financiero, se tuvo en cuenta que desde julio las entidades enfrentarán una serie de factores que podrían llegar a afectar su posición (entre ellos: la mayor demanda de circulante propia de esa época del año, el cambio en la estructura de plazos generada por el levantamiento del “corralón”, aumento de la aplicación mínima de recursos debido a la finalización del cronograma que les permitía deducir un porcentaje de la tenencia que hubieran tenido del Bono del Gobierno Nacional 2002). Se decidió entonces una baja en las exigencias de reservas legales, a los efectos de adecuarse a las necesidades de liquidez del mercado (comunicación “A” 3967). Las modificaciones introducidas se detallan en la tabla 3.

**Tabla 3**

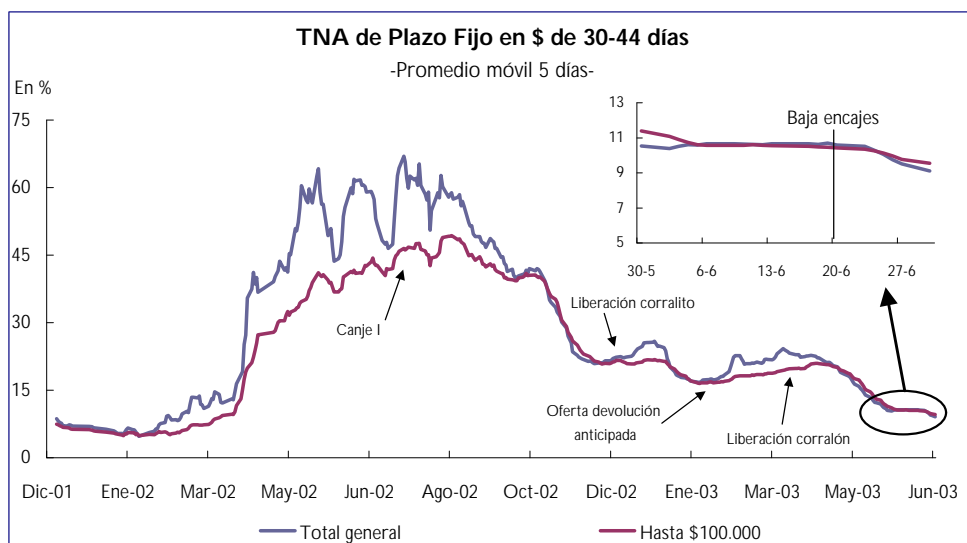
Exigencias de Efectivo Mínimo y Aplicación Mínima de Recursos para Depósitos a la Vista y Colocaciones a Plazo en Pesos																
Partidas Comprendidas	Depósitos a la Vista	Depósitos a Plazo (incluye CEDRO)						Títulos Valores de Deuda (incluye ON)							Depósitos Judiciales	Colocaciones a la 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			
Antes	35%	22%	19%	18%	5%	3%	0%	22%	19%	18%	5%	3%	0%	0%	10%	100%
Junio	25%	18%	14%	10%	5%	3%	0%	18%	14%	10%	5%	3%	0%	0%	10%	80%

Finalmente, se adoptaron medidas para contemplar la situación de los damnificados por las inundaciones: los cheques emitidos con anterioridad al 28.4.03, que sean rechazados por falta de fondos o por defectos formales, no serán incorporados a la Central de Cheques Rechazados; a los fines de la clasificación de los deudores, no se tendrán en cuenta los atrasos en que incurran los damnificados respecto de las deudas que registren.

**Tasas de interés: prosigue la baja, de la mano de mayor liquidez**

Las tasas de interés proseguieron la tendencia bajista iniciada desde fines de abril que se aceleró después del anuncio de la baja de encajes con efecto a partir de julio. La tasa de plazo fijo de entre 30 y 44 días en pesos descendió prácticamente dos puntos porcentuales, desde 10,2% a fines de mayo hasta 8,3% al terminar junio. La baja se vió más acentuada en el segmento de operaciones de más de \$1 millón, a la vez que tendió a reducirse la diferencia entre las tasas de interés de dicho segmento y aquellas por colocaciones de hasta \$100.000 –un comportamiento relativamente “anómalo”, debido (como señalábamos en el informe anterior) a la intención de retener depositantes que, por su relativamente bajo nivel de sofisticación, tienden a ser más difíciles de volver a captar.

**Gráfico 6**

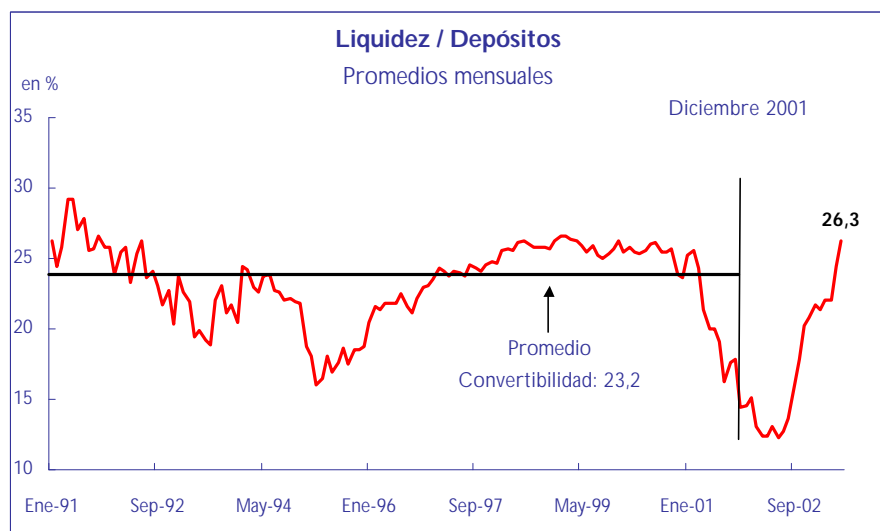


A pesar de la caída de las tasas de interés nominales, las reales podrían considerarse altas a la luz de la evolución del IPC en los últimos meses (y, si se toman en cuenta las expectativas de inflación, están todavía

lejos de ser negativas). Asimismo, en un contexto internacional de tasas de interés bajas, las locales lucen atractivas. Por caso, la tasa de referencia de la *eurozona* se ubica actualmente en 2%, la del Reino Unido en 3,25%, y la tasas de fondos federales de EE.UU. fue reducida hasta 1%.

La persistente tendencia a la baja de las tasas de interés se encuentra en consonancia con la coyuntura monetaria: la combinación de crecimiento generalizado de los agregados monetarios y rebaja en los encajes de las entidades redundó en un mayor nivel de liquidez del sistema. La liquidez (definida como cuenta corriente de las entidades en el BCRA, más tenencias de efectivo en bancos, tanto en pesos como en dólares) se encuentra actualmente en niveles históricamente altos, tal como se aprecia en el gráfico 7. La comparación con momentos anteriores del tiempo no debe ocultar, sin embargo, que los *ratios* se interpretan de maneras distintas. Si el nivel actual es comparable al observado entre mediados de 1996 y principios de 2001 -y mayor al registrado en promedio durante la vigencia del régimen de Convertibilidad-, en el caso del contexto posterior al efecto Tequila se trató de una política deliberada de fortalecimiento de la liquidez sistémica, como salvaguarda del sector financiero en un régimen con ausencia de prestamista de última instancia; en contraste, la situación actual luce como producto del comportamiento de las entidades financieras, que han tendido a acumular liquidez a la salida de una crisis, tanto ante la perspectiva de medidas que puedan afectar sus fondos (como los amparos) como a consecuencia de la falta de reactivación del crédito.

**Gráfico 7**



### Crédito: la reducción continúa a tasas decrecientes

En junio, los créditos al sector privado en pesos se redujeron por alrededor de \$180 millones (0,7%), la menor caída mensual en lo que va del año. Tal variación fue aproximadamente la mitad de la del mes anterior, y fue debida básicamente a la caída de los préstamos al consumo, ya que los comerciales no mostraron virtualmente cambios<sup>2</sup>. Luego de que en mayo se observara una disminución de los créditos algo más acentuada que en abril, el comportamiento observado en junio luce favorable, y sigue corroborando la noción de que varias líneas crediticias se estabilizan luego del desplome asociado a la recesión iniciada en 1999.

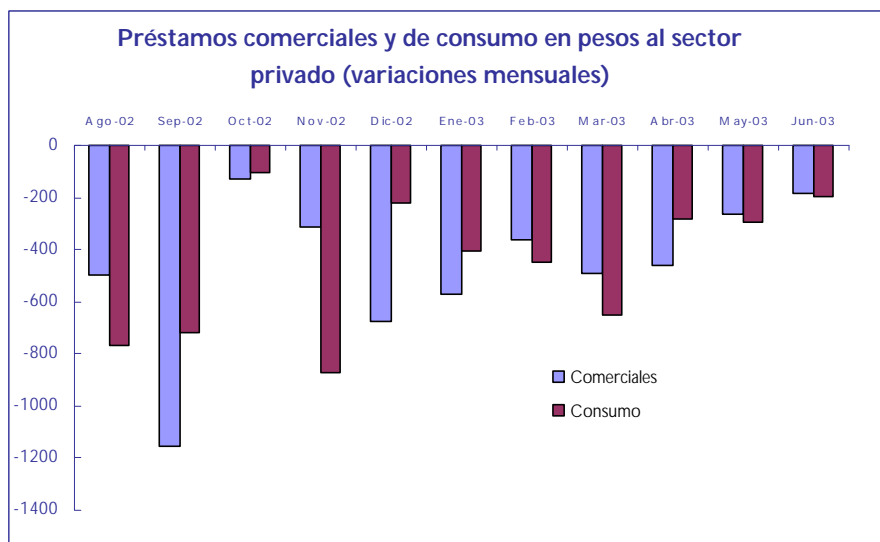
Los créditos comerciales prácticamente no registraron cambios (aumentaron \$10 millones). Dentro de este grupo, fueron los adelantos en cuenta corriente los que exhibieron el incremento más significativo (\$100 millones), cuya magnitud es levemente inferior a la verificada en abril. Los documentos descontados y

<sup>2</sup> Se definen los préstamos de consumo como la suma de hipotecarios, prendarios, personales y financiaciones con tarjeta de crédito; y los préstamos comerciales, como la suma de adelantos en cuenta corriente, otros adelantos, documentos a sola firma, documentos comprados y descontados, y otros préstamos, netos de intereses documentados.

comprados también aumentaron (\$20 millones cada línea), mientras que los documentos a sola firma y otros adelantos disminuyeron.

Los créditos al consumo se redujeron en casi \$200 millones (frente a casi \$300 millones de variación negativa el mes anterior), con la mayoría de sus líneas mostrando variaciones menores a las registradas en mayo. Se trata de la menor disminución verificada en este grupo de préstamos desde diciembre del año último.

### Gráfico 8



### Política monetaria: de credibilidad a flexibilidad

La política monetaria llevada a cabo en este período por el BCRA avanzó hacia mayor flexibilidad, en la medida en que el objetivo principal del último año y medio –establecer un marco de credibilidad luego de la devaluación- se va cumpliendo con creces. Tanto el cumplimiento de las metas exigibles contenidas en el acuerdo con el FMI, como la creciente estabilidad observada en el mercado cambiario (con cotizaciones que están muy por debajo de los pronósticos pesimistas de menos de un año atrás) y la tasa de inflación menor a la esperada (que, como ya mencionamos, tomó la forma de deflación en mayo y junio) han contribuido a afianzar la credibilidad de la autoridad monetaria, afianzamiento que no ha resultado costoso en términos de nivel de actividad. Una vez que se dieron tales pasos, la política monetaria ha ido ganando una dosis importante de flexibilidad, acomodándose a las necesidades de la economía real. Cruciales en este sentido han sido las operaciones del BCRA en el mercado de cambios, y la emisión de Letras del Banco Central (LEBAC). Durante junio, como en los últimos meses, las operaciones cambiarias del BCRA han cumplido un objetivo doble: reducir sustancialmente la volatilidad del tipo de cambio; y proveer a la economía de los medios de pago necesarios en un contexto de recuperación como el actual. La emisión respaldada plenamente con reservas (derivada de las citadas operaciones cambiarias), no dirigida como en el pasado a financiar las necesidades de agentes como el gobierno o el sector financiero, constituye la forma más razonable de atender la demanda de dinero actual. En tanto, la emisión de LEBAC marcha de acuerdo a la estrategia de reducir las tasas de interés, un requisito para el retorno del crédito y la consolidación de la recuperación económica. En las próximas secciones se repasan los puntos aquí mencionados.

### Metas con el FMI: revisión en junio

Como se indicaba en el párrafo anterior, el amplio sobrecumplimiento de las metas monetarias exigibles pactadas con el FMI fue uno de los factores que contribuyó a consolidar la credibilidad de la autoridad monetaria. Tanto la meta de Activos Internos Netos (AIN) como de Reservas Internacionales Netas (RIN) fueron cumplidas en exceso de lo acordado de manera sistemática durante los primeros seis meses del año (aunque originalmente se acordó un seguimiento bimestral de las metas, el BCRA lo realiza

de manera mensual). Durante junio concluyó el período de medición de las metas de mayo: el nivel de RIN fue entonces US\$ 2.961 millones superior a la meta, mientras que el de AIN se ubicó \$ 7.967 millones por encima del objetivo (una sobrecumplimiento de 13%).

En contraste con lo anterior, la meta indicativa de Base Monetaria Amplia (BMA) establecida en el acuerdo de enero de 2003 no viene siendo cumplida desde marzo. Hemos señalado en informes anteriores la racionalidad económica de tal incumplimiento: resultaría demasiado costoso en términos de actividad económica limitar la expansión monetaria en un contexto de recuperación sin presiones inflacionarias, ni presión sobre el tipo de cambio –y en el que se manifiestan evidencias de una demanda “genuina” de dinero.

La necesidad de dar un marco adecuado a la mayor flexibilidad de la política monetaria llevó a la revisión de las metas monetarias del mes de junio. Así, dado el amplio sobrecumplimiento de las metas exigibles se pudieron plantear objetivos más estrictos, en tanto se relajó la meta original de BMA por \$4.000 millones. Las nuevas metas y el desempeño observado en junio se detallan en la tabla 4.

**Tabla 4**

<b>Junio (medición entre 13-jun y 15-jul)</b>	<b>Al 10-jul</b>	<b>Meta 30-jun</b>	<b>Desvío *</b>
Activos internos netos (AIN)	49.805	56.525	-6.720
Reservas internacionales netas (RIN)	-1.821	-4.188	2.367
Base Monetaria amplia (BMA) (indicativa)	42.794	40.400	2.394

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

## Programa Monetario

A lo largo de los últimos meses, se fue manifestando de manera cada vez más evidente la necesidad de efectuar una revisión del programa monetario de 2003 para adecuarlo al nuevo contexto económico. Dicho contexto está caracterizado por positivos cambios macroeconómicos, así como por importantes medidas tendientes a normalizar el sistema financiero y liberalizar los controles en los mercados de capitales y cambiario –elementos que se han venido detallando en éste y anteriores informes. Para asegurar que el programa siga cumpliendo su rol de guía de la política monetaria en la presente etapa de transición hacia un esquema de metas de inflación, se efectuó una revisión del mismo en el mes de junio<sup>3</sup>.

A la hora de revisar el programa, la dificultad de hacer pronósticos eficaces de los agregados monetarios torna problemático y hasta inconveniente aferrarse a cualquier “meta” monetaria. Por ello, las proyecciones deben tomarse como indicativas y sujetas a un margen de error razonable. Más aún, los cambios generados por la crisis hacen que los mecanismos de transmisión usuales de la política monetaria estén operando de manera limitada. En particular, el canal del crédito, que suele ser muy potente para transmitir las decisiones sobre la tasa de interés al nivel de actividad, está muy afectado por el reducido otorgamiento de crédito. La dificultad de hacer pronósticos no se circunscribe a los agregados monetarios, sino que se extiende a diversas variables macroeconómicas clave, como el nivel de actividad, los precios relativos y la inflación. El hecho de que los mecanismos de transmisión de la política monetaria no operen con normalidad por los efectos de la crisis bancaria hace que sea más difícil pronosticar el nivel de actividad, la inversión real y las importaciones. La magnitud de los cambios en los precios relativos generados por la salida de la Convertibilidad y el fuerte *overshooting* del tipo de cambio, hace difícil distinguir las variaciones en los precios relativos de las observadas en el nivel general de precios.

Por las razones mencionadas en el párrafo anterior, en general se ha preferido proyectar intervalos dentro de los cuales se considera probable que las diversas variables se encuentren en el presente año, con

<sup>3</sup> El programa monetario está disponible en el sitio web del BCRA, <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/ProgMonRevision.pdf>

cierto sesgo conservador. Dicho sesgo está basado en que se consideran más tolerables desvíos que impliquen un mayor nivel de actividad o un menor nivel de inflación que los desvíos en la dirección opuesta. La tabla 5 resume las proyecciones del programa monetario revisado, para base monetaria amplia y los agregados M2 y M3.

**Tabla 5**

Base Monetaria Amplia		I Sem	III Trim	IV Trim	II Sem
Total	Banda superior	43.026	44.100	49.215	49.215
	Banda Inferior	40.254	40.348	43.909	43.909
B y M		21.254	22.465	26.623	26.623
		18.750	20.039	23.860	23.860
Reservas		17.307	19.984	22.196	22.196
Bancarias		17.039	18.659	19.653	19.653
Cuasimonedas		4.465	1.650	395	395
		4.465	1.650	395	395

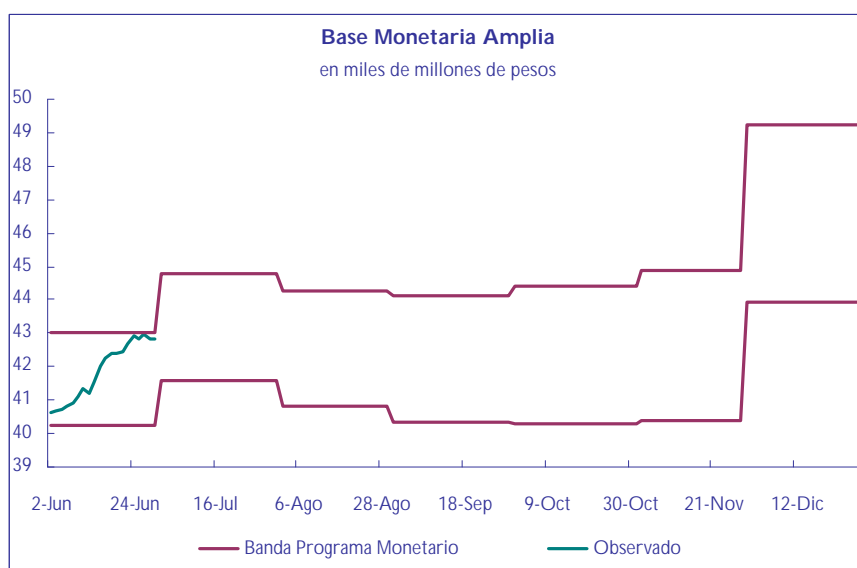
M2		I Sem	III Trim	IV Trim	II Sem	Año
Nivel	Banda superior	53.195	55.132	60.838	60.838	60.838
	Banda Inferior	50.217	50.572	54.152	54.152	54.152
Variación nominal		11%	4%	10%	14%	27%
		5%	1%	7%	8%	13%
Variación en términos del PIB (pp)		0,3	0,8	0,5	1,3	1,6
		-0,5	-0,1	-0,7	-0,8	-1,3

M3		I Sem	III Trim	IV Trim	II Sem	Año
Nivel	Banda superior	107.936	112.819	121.711	121.711	121.711
	Banda Inferior	104.655	106.983	112.610	112.610	112.610
Variación nominal		11%	5%	8%	13%	25%
		8%	2%	5%	8%	16%
Variación en términos del PIB (pp)		0,6	1,9	0,3	2,2	2,8
		-0,3	0,3	-1,9	-1,6	-2,0

Se advierte así que la BMA (cuyo comportamiento durante el mes se detalló antes en este informe) evoluciona de acuerdo a lo consignado en el programa monetario, manteniéndose dentro del rango allí especificado (tal como se observa en el gráfico 9).

**Gráfico 9**

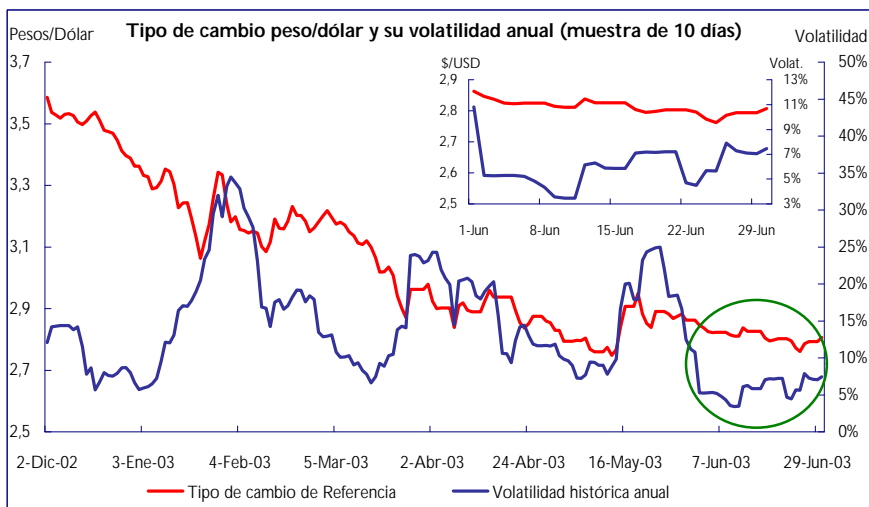


**Mercado cambiario: menor volatilidad y leve apreciación del peso**

Durante junio, el peso se apreció 2% respecto de la moneda estadounidense. Si bien la moneda local llegó a cotizar a 2,76 unidades por dólar, cerró el mes a 2,8075. La tendencia a la apreciación del peso,

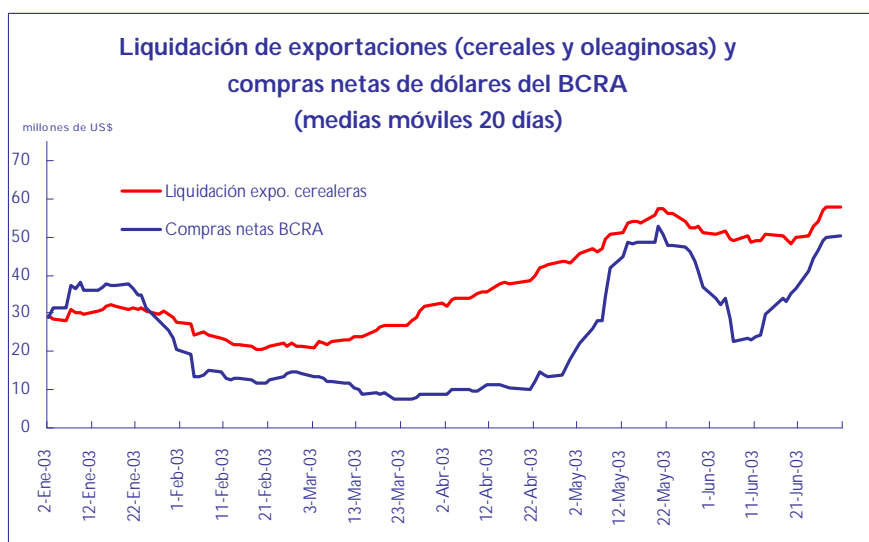
aunque moderada, continúa. Asimismo, también la volatilidad del tipo de cambio ha disminuido sensiblemente: ella se ubicó en sus mínimos desde diciembre del año último, como se observa en el gráfico 10.

Gráfico 10



La intervención del BCRA en el mercado cambiario se reanudó durante junio, luego del *impasse* que tuviera lugar en la segunda quincena de mayo. Cuando se comparan las compras netas de dólares realizadas por el BCRA con la liquidación de exportaciones (en particular, las provenientes de cereales y oleaginosas), se advierte la estrecha relación entre ambas operatorias, aún cuando ya en mayo se eliminó la obligación de los exportadores de liquidar sus divisas en el Banco Central (ver gráfico 11). Debe tenerse en cuenta que, aunque los exportadores liquiden sus divisas en el mercado, en la medida en que la demanda de moneda extranjera no se incremente, el BCRA termina absorbiendo la oferta excedente de la misma.

Gráfico 11



La moneda local se apreció también contra el euro durante el mes, cotizando a fin de junio un 4% por encima del cierre del mes anterior. No fue ajeno a este movimiento el retroceso que experimentó el euro respecto del dólar luego de alcanzar sus máximos en mayo. El diferencial de tasas entre la zona del euro y EE.UU. disminuyó durante junio, luego del recorte de tasas dispuesto por el Banco Central Europeo. Aún así, los problemas de “déficit gemelos” en EE.UU. (déficit fiscal y comercial) y las dudas sobre el retorno a



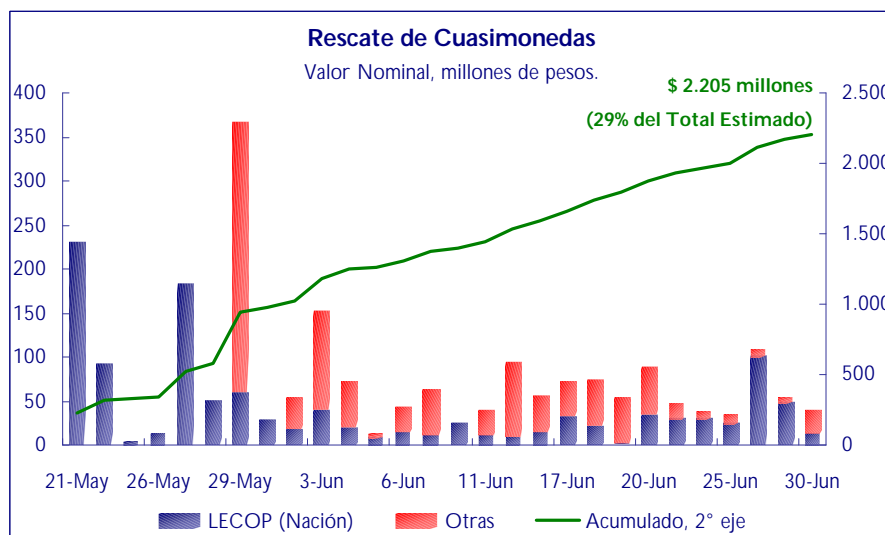
un ritmo de crecimiento sostenido hacen que las perspectivas de mediano plazo sigan luciendo favorables a la moneda europea.

El peso se depreció contra el real brasileño un 2,5%, finalizando junio en 0,98 unidades por real. El Banco Central de Brasil decidió recortar la tasa Selic en 50 puntos básicos. La medida lució como una “solución de compromiso” entre las necesidades de la economía real (que está experimentando una marcada desaceleración) y la cautela ante una inflación que se encuentra fuera de la meta establecida por la autoridad monetaria, y convergiendo muy lentamente a ella.

### El Programa de Rescate de Cuasimonedas: avance y efectos

Durante junio prosiguió el programa de rescate de cuasimonedas: se retiraron de circulación bonos por valor nominal de \$1.232 millones; la expansión de base monetaria correspondiente a tal rescate fue de \$1.143 millones (ya que en varios casos el rescate se realizó a valor de mercado). Las cuasimonedas ahora fuera de circulación correspondieron a emisiones de las provincias de Córdoba (Lecor), Entre Ríos (Federales), Formosa (Bocade), Tucumán (Bocanfor), y a la Nación (Lecop). El detalle del rescate durante junio se observa en el gráfico 12.

Gráfico 12



Al 30 de junio, se habían rescatado bonos que representaban un 29% del valor nominal total de cuasimonedas al inicio del programa. Además de los montos restantes de las especies que ya fueron licitadas y comenzaron a ser rescatadas, está pendiente la salida de circulación de bonos de Buenos Aires, Catamarca, Corrientes, Chaco, La Rioja y Mendoza.

Los efectos del rescate de cuasimonedas son tanto cualitativos como cuantitativos. Entre los primeros, ya señalábamos en nuestro informe anterior que el rescate de cuasimonedas es un significativo avance hacia la normalización de las condiciones en que se desenvuelve el sistema financiero, en cuanto implica el regreso a la existencia de una moneda nacional única controlada por la autoridad monetaria. Entre los segundos, pueden identificarse al menos tres: a) disminución en la BMA por realizarse parte del rescate a valor de mercado (este efecto asciende a \$ 110 millones desde el inicio del programa); b) aumento de los pasivos bancarios, debido a que parte del *stock* de cuasimonedas se vuelcan en depósitos; c) aumento de la liquidez bancaria, en función del incremento consignado en b). Dentro de los nuevos depósitos mencionados en el punto b), debe tenerse en cuenta que una parte proviene de cuasimonedas que figuraban en cuentas de orden de las entidades financieras, y que no constituían circulación.

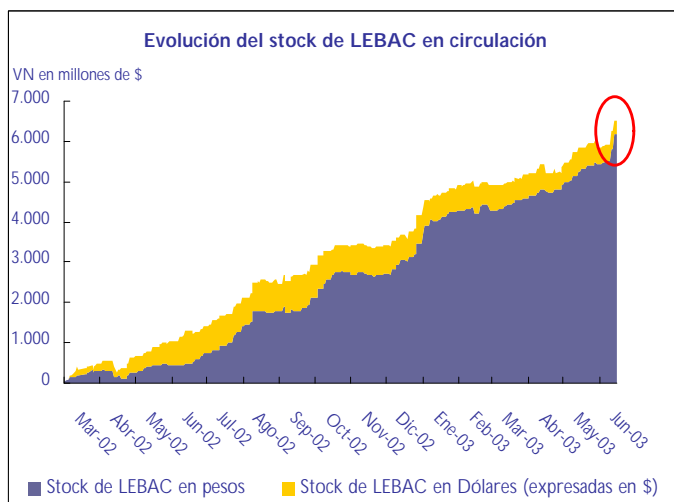
### LEBAC: con tasas en declive, mayor interés en plazos más largos

Hacia fines del mes de junio el valor nominal del stock de letras del Banco Central en circulación ascendía a \$6.176 millones para aquellos instrumentos denominados en moneda doméstica y US\$125 millones para aquellos en moneda extranjera. Esto implica un incremento del 16% y una caída del 34% en los respectivos stocks con relación a aquellos de fines del mes anterior (ver gráfico 12a). De esta manera, se registra por segundo mes consecutivo un aumento porcentual de dos dígitos en el stock de LEBAC en pesos, de cara a las mayores necesidades de absorción monetaria en un contexto de importantes ingresos de divisas. Cabe aclarar que, del incremento mensual de las letras en pesos (\$855 millones), buena parte se concentró en la última semana del mes, cuando se dio un aumento récord de casi 680 millones de pesos en el stock de estos instrumentos. Asimismo, en referencia a las letras en moneda doméstica, se registra una leve merma en el porcentaje del stock ajustable por CER; en un contexto de revisión a la baja de las expectativas inflacionarias, el stock de LEBAC ajustables por CER se incrementó en sólo un 2%, cayendo entonces su participación en la cartera total de letras en pesos de 13,4% a 11,8%. Por otro lado, en lo que respecta a las letras en dólares –letras ajustables de acuerdo con la evolución de la cotización de la moneda extranjera-, la caída en su stock es consistente con un escenario de estabilidad en el tipo de cambio, en el que pierden su atractivo como cobertura frente al riesgo de moneda<sup>4</sup>.

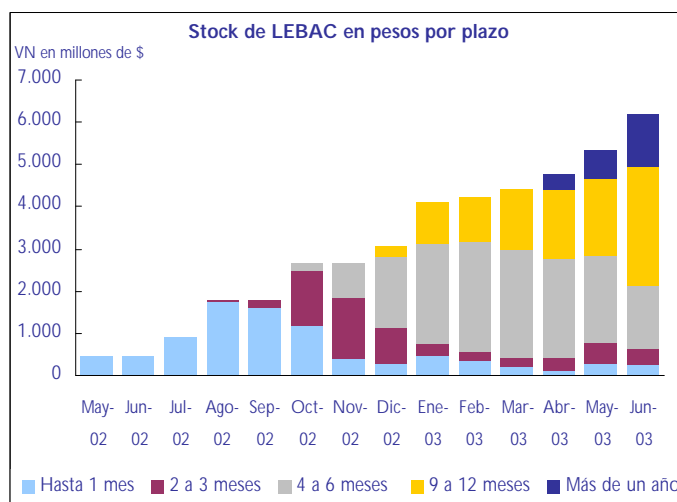
Uno de los rasgos más notables de las licitaciones de letras denominadas en pesos durante el mes analizado fue el fuerte interés que despertaron las letras por plazos más prolongados (ver gráfico 13b). En este sentido, la continua caída de tasas estaría obligando a los inversores a posicionarse en instrumentos de mayor plazo a fin de mantener cierto nivel de rendimiento, aprovechando así el nivel actual de tasas de cara a las expectativas de mayores recortes en las mismas. En los hechos, mientras que en el mes de mayo las letras por plazos de hasta tres meses acaparaban el 51% del total de montos ofrecidos, en junio la porción correspondiente bajó hasta el 10%, concentrándose un 72% de las ofertas en instrumentos a más de seis meses. Esto repercutió claramente sobre la vida promedio de la cartera en circulación de letras en pesos, que pasó de 161 días a fines de mayo a 223 días al finalizar el período bajo estudio. De esta manera, a fines del mes analizado cerca del 55% del stock total en pesos en circulación vencía durante el año 2004. Cabe aclarar que para el mes de julio de 2003 están programados vencimientos por un monto considerable - cerca de 1600 millones de pesos en total-, que representa aproximadamente el 25% del stock en circulación a comienzos de dicho mes.

**Gráfico 13**

a)



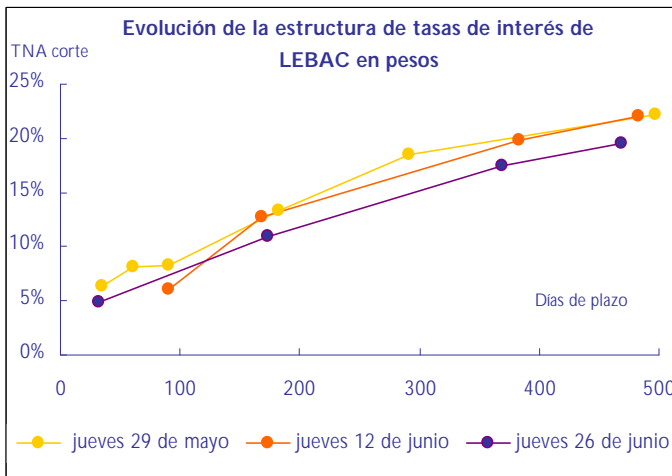
b)



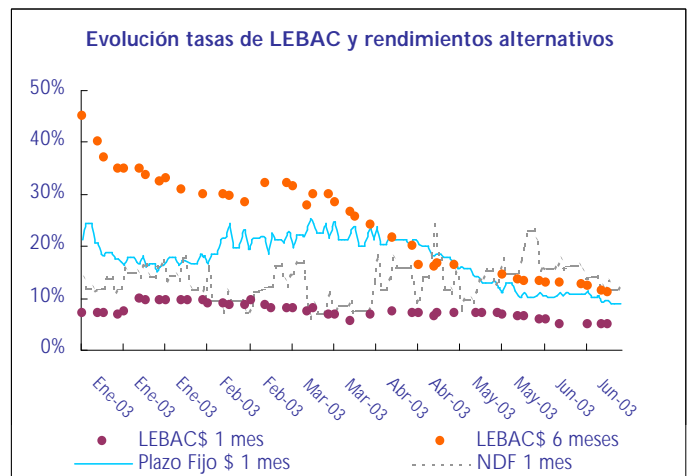
Dado el contexto de alta liquidez y acotadas alternativas de inversión con perfil rendimiento – riesgo atractivo en la plaza doméstica, el aumento en el stock no impidió que se registrase una caída en las tasas de corte aceptadas por la autoridad monetaria (ver gráfico 14). Efectivamente, se dieron entre puntas –fines de los meses de mayo y junio- caídas en las tasas de entre 1,5 y 2,75 puntos porcentuales. Así, mientras que por las letras en pesos a aproximadamente un mes a fines de mayo se aceptaba una TNA de 6,4%, en la última licitación del mes de junio un instrumento equivalente recibía una tasa de 4,9%. Igual tendencia se evidenció en los instrumentos a 6 meses, cuya TNA pasó de 13,25% a 11% entre puntas. Por último, mientras que a fines de junio una letra a 497 días tenía una tasa de 22,25%, un mes más tarde un instrumento similar (469 días) se licitaba a una tasa de 19,5%. Estas caídas en las tasas se tradujeron en un menor costo promedio para la cartera en circulación de LEBAC, que cayó 3,6 puntos porcentuales durante el mes de junio al finalizar en un nivel de 22,4% (medido como TNA a 30 días)(ver gráfico 15).

**Gráfico 14**

a)

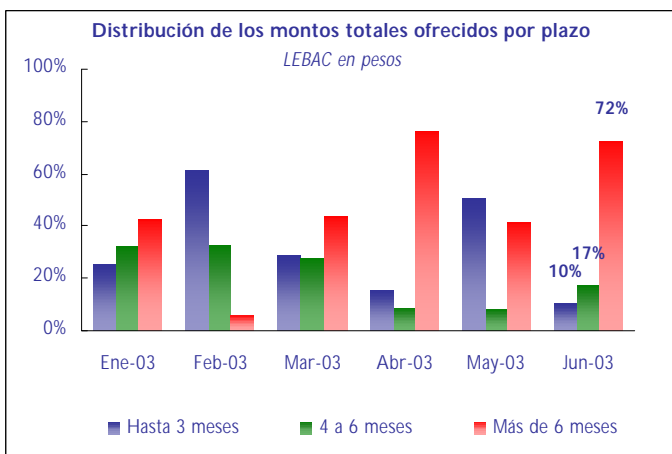


b)

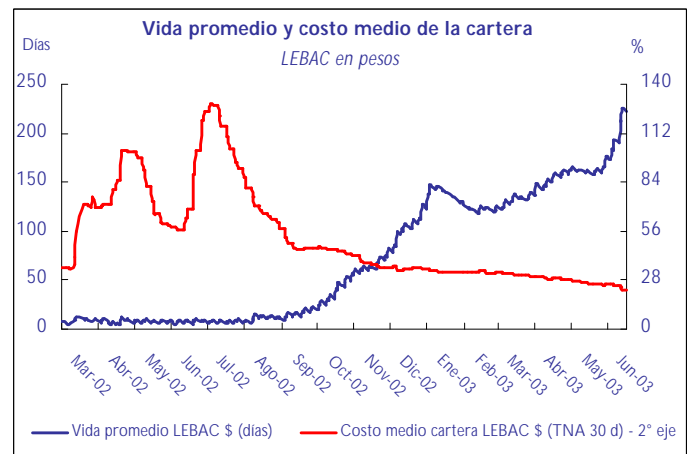


**Gráfico 15**

a)



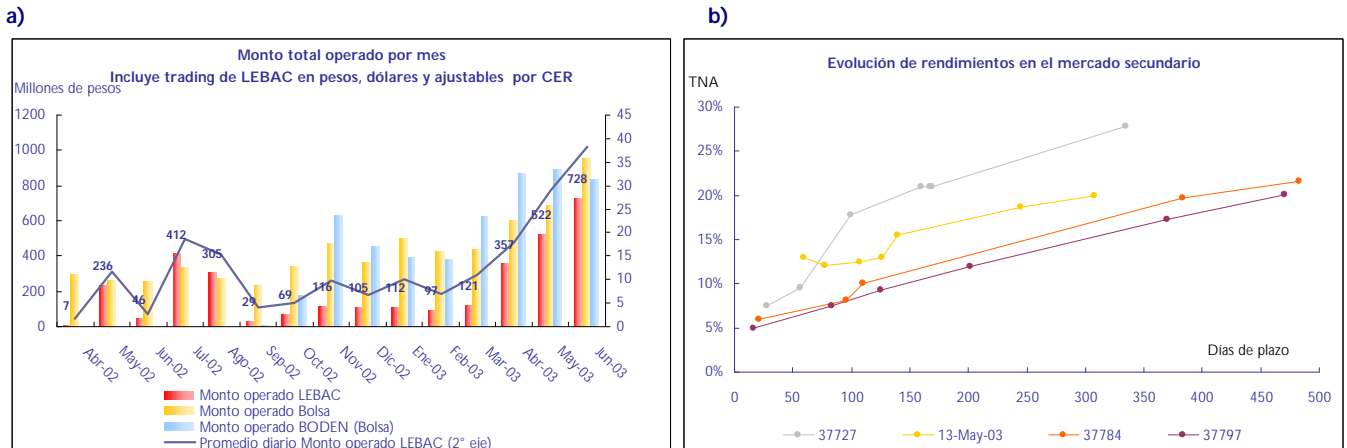
b)



<sup>4</sup> Nótese que se trata de instrumentos por un plazo máximo de un mes que se licitan a tasa cero.

Como contrapartida del progresivo aumento en el stock y la vida promedio de las letras en circulación, el mercado secundario para estos instrumentos continuó acrecentando su nivel de actividad (ver gráfico 16). Así, durante el mes de junio se transó un monto diario promedio cercano a los \$40 millones, cuando el mes anterior el monto promedio era de casi \$30 millones, mientras que en abril era de aproximadamente \$20 millones y durante los meses inmediatamente anteriores de entre \$10 y \$5 millones. Consecuentemente, el monto total operado por mes mostró un incremento de casi \$200 millones entre mayo y junio, al acumular durante este último mes transacciones por casi \$730 millones. En lo que respecta a los rendimientos en este mercado, los mismos se encuentran en general alineados con los del mercado primario, por lo que registran en los últimos meses una tendencia declinante.

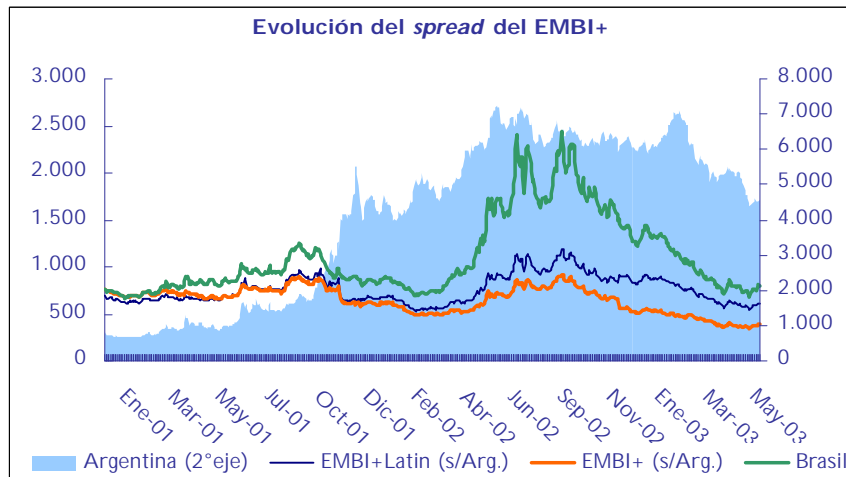
**Gráfico 16**



**Títulos públicos: a la espera de novedades**

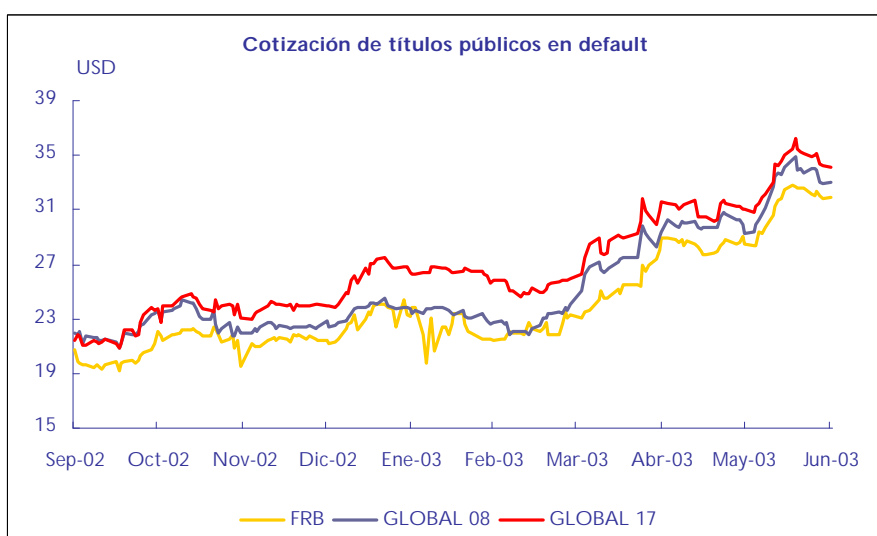
A lo largo del mes de junio el contexto global de liquidez continuó sosteniendo la demanda por activos de renta fija de los países emergentes, lo que se tradujo en la persistencia de la tendencia descendente en los respectivos indicadores de riesgo país, aunque la misma muestre cierta desaceleración (ver gráfico 17). Así por ejemplo, el *spread* del EMBI Latinoamericano sin Argentina, que durante el primer trimestre del año promedió cerca de 840 puntos, en abril registró un promedio de aproximadamente 680 puntos, mientras que en mayo descendió hasta 610, promediando cerca de 585 puntos base en el mes de junio. Un sendero similar siguió el *spread* brasileño, al pasar de niveles por encima de los 1.000 puntos base en el primer trimestre a promediar casi 750 puntos durante el mes de junio, si bien comenzó a ascender en los últimos días del mes –finalizando junio en 800 puntos, nivel similar al del cierre del mes anterior-. Por su parte, el *spread* del EMBI argentino, habiendo comenzado el año por encima de los 6000 puntos base, promedió durante el mes de mayo cerca de 5.300 puntos, para registrar finalmente en junio un valor promedio de aproximadamente 4.700 puntos, reflejando así el continuo incremento –partiendo de precios sumamente deprimidos- en las cotizaciones de los bonos soberanos en moneda extranjera considerados por JPMorgan para la construcción del indicador. Así, el *spread* para Argentina a fines de junio fue de 4.550 puntos, casi 800 puntos por debajo de aquel de fines del mes anterior.

**Gráfico 17**



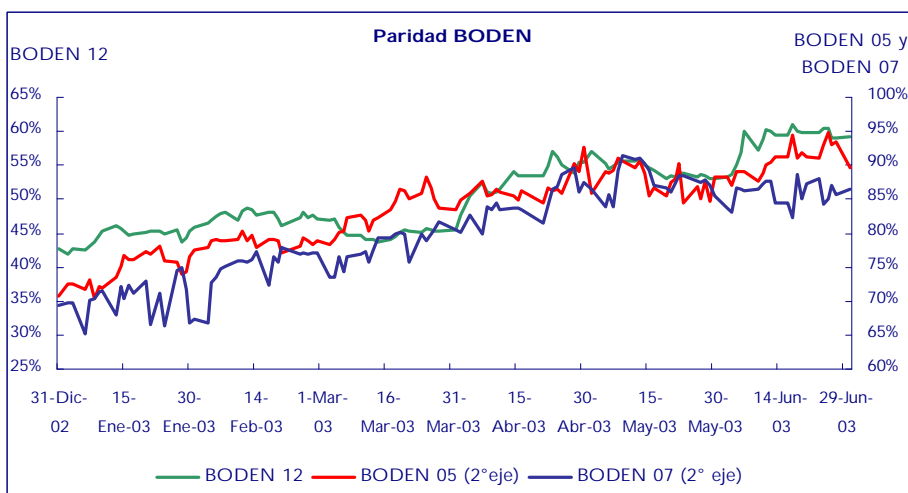
En el caso particular de los títulos de deuda argentinos, durante el mes de junio los bonos internacionales en *default* de mayor liquidez mostraron un nuevo avance en sus cotizaciones, en tanto la caída en las tasas internacionales de interés y el diálogo con el FMI permitían presagiar un contexto de reestructuración más amigable al inicialmente esperado. Así, por ejemplo, bonos como el FRB y los Globales'08 y '17 registraron entre puntas apreciaciones de entre 10 y 13% (ver gráfico 18). Los títulos en *default* de menor liquidez, como los BOCONES y los BONTES mostraron avances en sus cotizaciones, llegando determinados bonos (como el PRE5 y el PRO5) a registrar incrementos del orden del 20% durante el mes. En lo referente a la deuda en *default*, cabe aclarar que a inicios del mes analizado se anunció como fecha tentativa para la presentación de una propuesta concreta de reestructuración los últimos días del mes de septiembre del corriente año. Por otra parte, es preciso tener en cuenta que hacia fines del mes comenzaron a difundirse en los medios versiones según las cuales la deuda ya *pesificada* también podría llegar a ser incluida en la reestructuración de la deuda soberana, generándose así cierta incertidumbre adicional en los mercados con respecto al futuro de la deuda emitida *post-default*.

Gráfico 18



A pesar de estos rumores las cotizaciones de los BODEN no registraron un comportamiento particularmente negativo (ver gráfico 19). Así, entre los bonos emitidos con posterioridad a la cesación de pagos, se destacó la *performance* del BODEN USD 2012 –uno de los más líquidos, junto con el BODEN \$ 2008- con una apreciación entre puntas de aproximadamente 11% en dólares. El resto de los BODEN, sin embargo, no mostraron variaciones de relevancia en sus cotizaciones.

Gráfico 19



En términos de los volúmenes, aquellos transados en la Bolsa de Comercio registraron un aumento de casi \$100 millones, al totalizar en el mes un monto de operaciones por aproximadamente \$2.600 millones sosteniéndose entonces el incipiente aumento en los volúmenes con respecto a los meses inmediatamente precedentes. Cabe recalcar sin embargo, que el monto aludido representa poco más de la mitad de aquel transado durante el mismo mes un año atrás, cuando la posibilidad real -o la especulación acerca de la posibilidad eventual- del uso de bonos para diferentes fines (pago de impuestos, cancelación de préstamos) motivaba una considerable actividad en este mercado.

### Acciones: corrección de precios y toma de ganancias

Sosteniendo la tendencia registrada en los últimos meses, la *performance* durante el mes de junio resultó positiva para las principales bolsas mundiales. El escenario global de liquidez elevada y caída en las tasas de interés<sup>5</sup> -sumado a cierto optimismo con respecto a la evolución futura de la economía norteamericana y las mejores perspectivas en relación con los *fundamentals* de las economías emergentes- continúa entonces motivando ajustes en las carteras de los inversores con el objetivo de mantener su rentabilidad, acrecentando el flujo de fondos que ingresa en los mercados de renta variable e impulsando así las cotizaciones, permitiendo entonces la recuperación generalizada de las diferentes bolsas (ver tabla 6).

Tabla 6

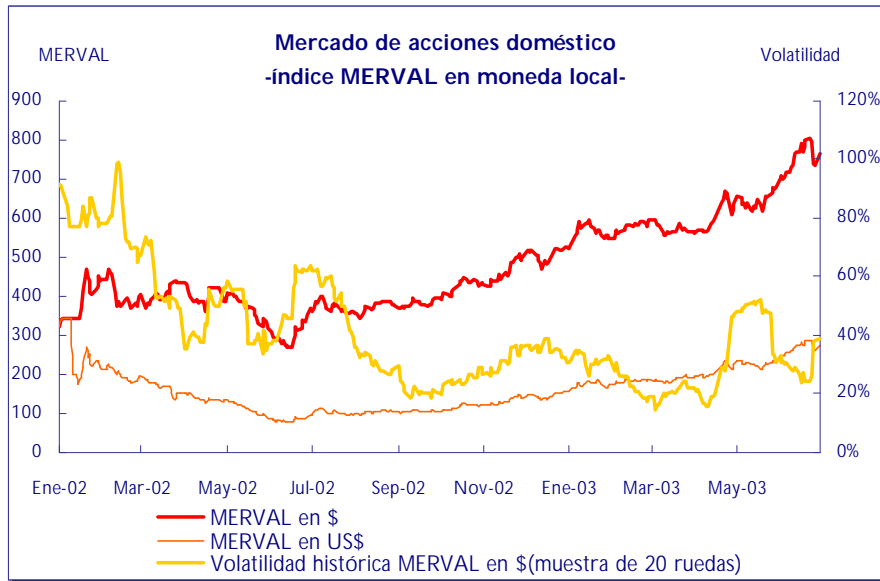
	Variaciones de los índices bursátiles			
	En moneda local		En dólares	
	Junio	Acumulado año 2003	Junio	Acumulado año 2003
<b>MERVAL</b>	<b>12,9%</b>	<b>45,8%</b>	<b>15,1%</b>	<b>74,7%</b>
NIKKEI 225	7,8%	5,9%	7,4%	5,0%
NASDAQ	1,7%	21,5%	1,7%	21,5%
S&P 500	1,1%	10,8%	1,1%	10,8%
FTSE 100	-0,4%	2,3%	0,7%	5,1%
DOW JONES	1,5%	7,7%	1,5%	7,7%
BOVESPA	-3,3%	15,1%	0,9%	43,3%

La bolsa doméstica no fue ajena a estas tendencias, reforzadas a su vez por las singularidades locales de los factores aludidos; por un lado, debe tenerse en cuenta el peculiar nivel de liquidez de la economía, que ha presionado a la baja a los rendimientos de los activos de menor riesgo. Asimismo, debe considerarse la cautela de los inversores menos sofisticados para entrar al mercado de renta fija, en tanto persista la incertidumbre acerca de la futura renegociación de la deuda. Por otra parte, una vez superado el proceso electoral, dada la estabilidad del tipo de cambio en un nivel que resulta favorable para la recuperación de ciertos sectores de la economía real y en tanto se registra un aumento en el nivel de confianza de los consumidores, se mantienen las expectativas positivas acerca del nivel de actividad futuro. De esta manera, la tendencia positiva del mercado bursátil local (ver gráfico 20) permite que se avance en la corrección de los precios de ciertos papeles particularmente afectados por la recesión de los últimos años y la crisis desatada a fines de 2001. Este último punto resulta evidente en el mes bajo análisis para el caso de las acciones de empresas pertenecientes al sector financiero, que mostraron importantes avances en sus cotizaciones. Por ejemplo, las acciones del Grupo Galicia –con una ponderación de casi el 15% en la

<sup>5</sup> A fines del mes de junio y con el fin de sostener el nivel de actividad económica las autoridades monetarias de los Estados Unidos decidieron bajar en 25 puntos básicos su *target* para la tasa de fondos federales, estipulando de esta manera un nivel de 1% para esta tasa de referencia. Cabe aclarar que este nivel de tasas para los *Fed funds* no se registra en forma efectiva desde 1965.

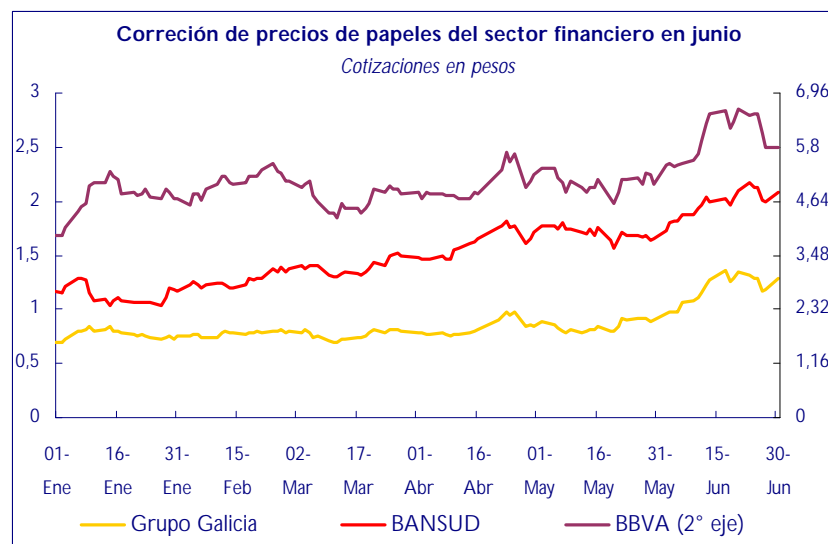
construcción del Merval- se revalorizaron entre puntas del mes un 43%, siendo el papel con mayor incremento en su valor durante el mes en cuestión (ver gráfico 20).

**Gráfico 20**



El comportamiento del mercado bursátil durante el mes de junio resultó entonces consistente con el entorno favorable: el índice Merval en pesos creció cerca de un 13% durante el mes, incremento que alcanza un 15% si se considera al mismo índice en dólares, dado el fortalecimiento de la moneda doméstica. De esta manera, el índice de acciones líderes terminó acumulando durante el primer semestre del año un crecimiento de 45,8% en pesos y 74,7% en dólares.

**Gráfico 21**



Cabe aclarar que el 20 de junio el Merval logró superar los 800 puntos, nivel que no alcanzaba desde octubre de 1997; posteriormente, hacia fin de mes el mismo índice mostraría una abrupta caída en forma contemporánea al anuncio de la introducción de controles a la entrada de capitales de corto plazo<sup>6</sup>. Al darse luego de un período previo de significativas apreciaciones, estos anuncios podrían haber acelerado la toma de ganancias de diversos operadores, deprimiendo temporalmente al índice. Por efecto de esta

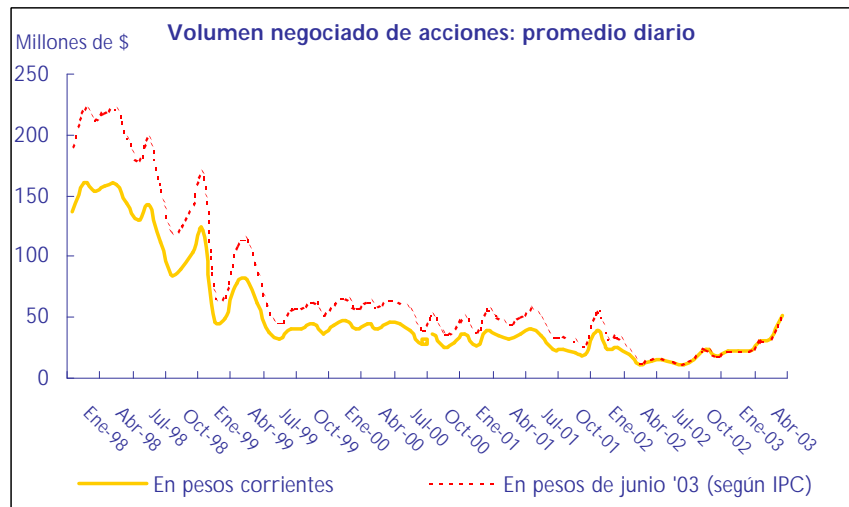
<sup>6</sup> Decreto 285/03, reglamentado por Com. "A" 3.972. Según este decreto, las divisas que ingresen al mercado local podrán ser transferidas fuera de dicho mercado sólo al vencimiento de un plazo de 180 días corridos, con excepción de las que correspondan a operaciones de comercio exterior y a inversiones extranjeras directas.



caída final en las cotizaciones, la volatilidad histórica del Merval se incrementó: tras caer progresivamente luego del ruido introducido durante el período electoral, llegando hasta un nivel de 25% a mediados del mes de junio<sup>7</sup>, hacia los últimos días del período volvió a incrementarse hasta representar aproximadamente 40%.

El interés de los inversores en el mercado bursátil fue convalidado por un aumento en los volúmenes transados (ver gráfico 22). Así, durante el mes de junio el volumen operado de acciones ascendió a casi 1.000 millones de pesos, frente a los aproximadamente 700 millones de pesos transados durante el mes anterior. Cabe remarcar que en el último mes se tranzó un promedio diario de 51 millones de pesos, el más alto en moneda corriente desde junio de 1999 –aunque si se mide en moneda homogénea de cierre de acuerdo con el IPC el promedio resulta similar al de enero de 2002–.

Gráfico 22



<sup>7</sup> Volatilidad histórica (anualizada) calculada sobre la base de una muestra de 20 ruedas.