



Informe Monetario Mensual

Julio 2003

Síntesis

- ✓ La Base Monetaria Amplia (BMA) se expandió en promedio en julio por \$961 millones (2%), en línea con la evolución de los últimos meses (*). Ello fue producto de una expansión en el circulante de \$1.985 millones, una reducción de \$168 millones en la cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA (contrapartida de los menores requerimientos de liquidez dispuestos el mes anterior), y una disminución del *stock* de cuasimonedas de \$ 855 millones. De acuerdo al programa monetario vigente para el año 2003, la banda para julio expresada en saldos en millones a fin de mes era de \$44.800-\$41.600, en tanto que la BMA al 31 de julio era de \$42.709 millones, registrando una caída entre puntas de \$120 millones (0,3%), caída que en términos desestacionalizados ascendió a 4%.
- ✓ Los precios al consumidor mostraron un aumento del 0,4% en julio respecto al mes anterior, luego de dos meses de caída. De esta forma, el IPC acumula en lo que va del año un incremento de sólo 2,5%.
- ✓ Los medios de pago privado en pesos (M2, incluyendo cuasimonedas) mostraron una expansión de \$2.900 millones en el mes (6,6%). Tal comportamiento debería atribuirse principalmente a los depósitos a la vista, con el circulante en sentido amplio mostrando un incremento inferior al de dichas colocaciones.
- ✓ Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado aumentaron por aproximadamente \$300 millones (1%). Si se incorpora a los plazos fijos la variación del stock de CEDRO, se encuentra una disminución de \$150 millones (0,4%). Detrás de este comportamiento se hallan al menos tres factores: a) el vencimiento de plazos fijos concertados en abril y mayo, dentro del esquema de "desprogramación" de CEDRO; b) la marcada disminución del rendimiento relativo de los plazos fijos respecto de las colocaciones a la vista; c) la mayor incidencia del impuesto a los débitos y créditos bancarios. La disminución de los plazos fijos fue más que compensada por el aumento de las colocaciones a la vista, por lo que los depósitos totales aumentaron.
- ✓ Las tasas de interés continuaron su tendencia descendente: a pesar de la desaceleración observada en el crecimiento de los agregados monetarios, la liquidez de las entidades financieras se mantuvo lo suficientemente amplia. Así, la tasa de interés por depósitos a plazo fijo en pesos de entre 30 y 44 días pasó de 8,3% a fin de junio a 4,8% a fin de julio.
- ✓ Los préstamos al sector privado en pesos siguieron reduciéndose: el stock de los mismos descendió aproximadamente \$500 millones (2%).
- ✓ Prosiguió el rescate de cuasimonedas para las provincias que ya se habían adherido al mismo (y también para la Nación), y la provincia de Buenos Aires se incorporó al programa. De esta manera, durante el mes en cuestión se rescataron cuasimonedas por un valor nominal de \$1005 millones; la emisión de moneda nacional como contrapartida de dicho retiro ascendió a \$ 989 millones.
- ✓ La cotización del peso respecto del dólar tendió a reducirse durante el mes de julio (al apreciarse un 4% la moneda norteamericana contra la local), interrumpiendo así la tendencia ascendente observada a lo largo del primer semestre del año. El mercado acusó el impacto de la menor liquidación de exportaciones. Respecto del euro, la moneda local se depreció 2%, y no mostró virtualmente cambios contra el real brasileño.
- ✓ El exceso de liquidez predominante entre los bancos que operan en el mercado doméstico favoreció la colocación de deuda del Banco Central e implicó que julio pasara a constituir el mes con mayor contracción monetaria a través de las adjudicaciones de LEBAC desde la implementación de estos instrumentos en marzo del año anterior. Ello ocurrió a pesar de la sostenida disminución de las tasas de interés de corte para todos los plazos licitados.

(*)Excepto donde se indique lo contrario, todas las variaciones consignadas en las variables monetarias están expresadas en términos de promedios mensuales.

La economía real: la industria vuelve a crecer después de 3 meses de caída

Si bien a la fecha no está disponible la mayor parte de los indicadores sobre la evolución de la actividad económica durante el mes de julio, algunos datos adelantados permiten inferir una recuperación respecto a los meses previos. Cabe recordar que en junio, último dato difundido, el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE), *proxy* mensual del PBI, se mantuvo en los niveles de mayo. De todas formas y a pesar de la retracción evidenciada por la industria que hasta entonces venía siendo el motor de la recuperación económica, el EMAE acumula en el segundo trimestre del año un aumento del 1,5% desestacionalizado respecto al primer trimestre. Esta dinámica, si bien muestra una desaceleración respecto al crecimiento observado en los primeros tres meses de 2003 (+2,5% t/t s.a.), evidencia una mejora en relación a lo esperado por el Consenso del Mercado. En términos interanuales el aumento del EMAE alcanza al 6,5% en el trimestre y al 7,4% en el acumulado a junio.

En particular en julio según el Estimador Mensual Industrial (EMI), la industria volvió a crecer, luego de tres meses continuos de caídas, a un ritmo del 1,5% mensual desestacionalizado, revirtiendo totalmente la caída del segundo trimestre y ubicándose un 0,3% s.a. por sobre los niveles del primer trimestre del año. En términos interanuales el aumento alcanza al 16,7%, y acumula en lo que va del año un aumento del 17,3% respecto al mismo período de 2002.

Asimismo la recaudación de impuestos ligados al consumo muestra una nueva recuperación en el mes. En particular la recaudación de IVA DGI mostró en el mes un aumento del 16,9% interanual (8,9% en términos reales) y del 6,4% desestacionalizado respecto a junio. La evolución de los indicadores del nivel de actividad se resume en la tabla 1.

Tabla 1

Indicadores de Actividad (*)	Var %	Var %	Var %
	IVT 02/1T 03	IT 03/2T 03	Jul 03/2T 03
EMAE (**)	2,5%	1,5%	
EMI (**)	8,0%	-0,5%	0,9%
ISAC (**)	15,2%	6,7%	
Servicios Públicos (**)	2,8%	1,8%	
Ventas Supermercados (cantidades) (**)	-2,5%	3,3%	
Ventas Centros de Compras (cantidades) (**)	3,9%	-0,7%	
Ventas de Autos (**)	7,7%	55,8%	25,9%
IVA DGI (**)	1,2%	1,6%	3,5%
Importaciones (**)	19,0%	17,4%	
Nivel de Empleo GBA (**)	0,6%	0,5%	
Confianza del Consumidor Di Tella (***)	40,6	46,9	54,8

(*) Series desestacionalizadas

(**) Tasas de variación trimestral

(***) Nivel promedio de la serie

Por su parte, en julio continuó el proceso de realineación de precios relativos iniciado en octubre del año pasado y actualmente, las variaciones interanuales precios se ubican en un rango de entre 3% (Mayoristas) y 8% (IPC, IPC bienes, IPC servicios y Construcción).

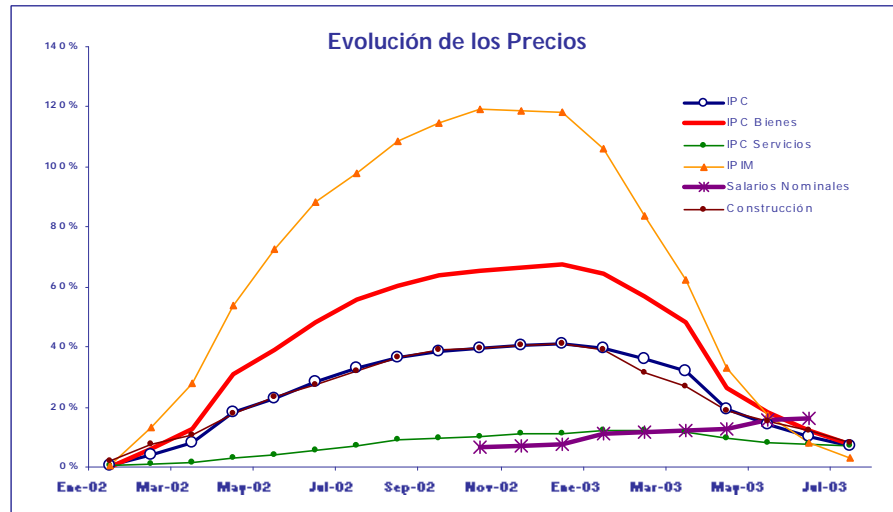
Los precios al consumidor mostraron un aumento del 0,4% en julio respecto al mes anterior, luego de dos meses de caída. De esta forma, el IPC acumula en lo que va del año un incremento de sólo 2,5%; el promedio de los 7 primeros meses del año respecto de los 7 primeros del año pasado arroja un incremento de 21,5%. Adicionalmente los precios mayoristas (IPIM) se estancaron, y acumulan una baja del 2,5% respecto a diciembre de 2002 y los precios de la construcción (ICC) aumentaron en el mes un 0,7% mensual, 3,3% desde diciembre de 2002.

El aumento del IPC se explica principalmente por la dinámica de los servicios que representan un 37% de la canasta y mostraron en el mes un incremento del 1%. En particular, en el último mes el incremento en los precios de los servicios estuvo básicamente explicado por aumentos estacionales en los rubros ligados al turismo y entretenimientos originados en las vacaciones de invierno.

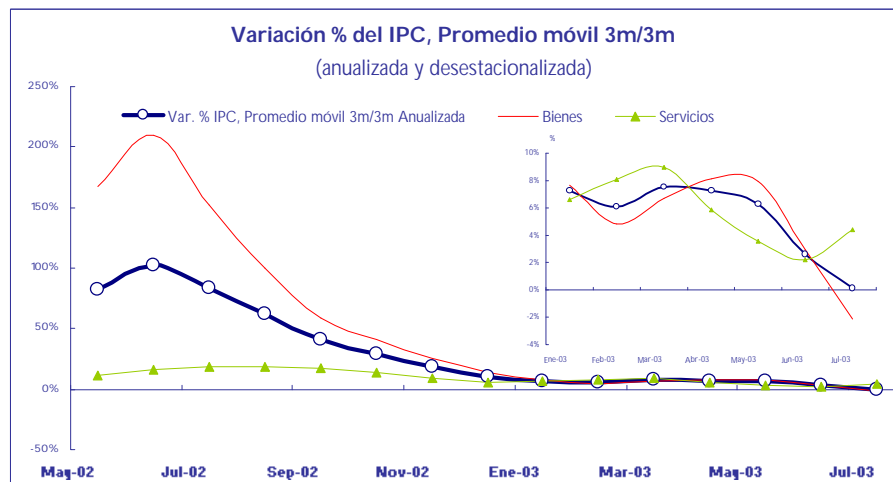
De todos modos y a diferencia del mes pasado los precios de los bienes mostraron una leve suba del 0,1% a pesar de la estacionalidad negativa del rubro indumentaria generada por el inicio de las liquidaciones de invierno. En particular cabe destacar el estancamiento en los precios de los alimentos y bebidas luego de tres meses consecutivos de caídas y el aumento en los precios de los cigarrillos acordado por las principales empresas del sector, que incidió en 0,2 puntos del IPC.

Gráfico 1

(a)



(b)



Tomando la relación entre IPM e IPC como *proxy* de transables y no transables, la realineación de los precios relativos es aún más fuerte que cuando se comparan los bienes y servicios del IPC, aunque en los últimos meses tiende a equipararse. En efecto desde los máximos alcanzados en octubre de 2002 el cociente entre IPM e IPC se redujo un 7,5%, mientras en ese período el ratio entre IPC bienes y servicios se redujo sólo un 2,4%, aunque desde la salida de la Convertibilidad acumulan aumentos del 47,1% y a 46,7% en uno y otro caso.

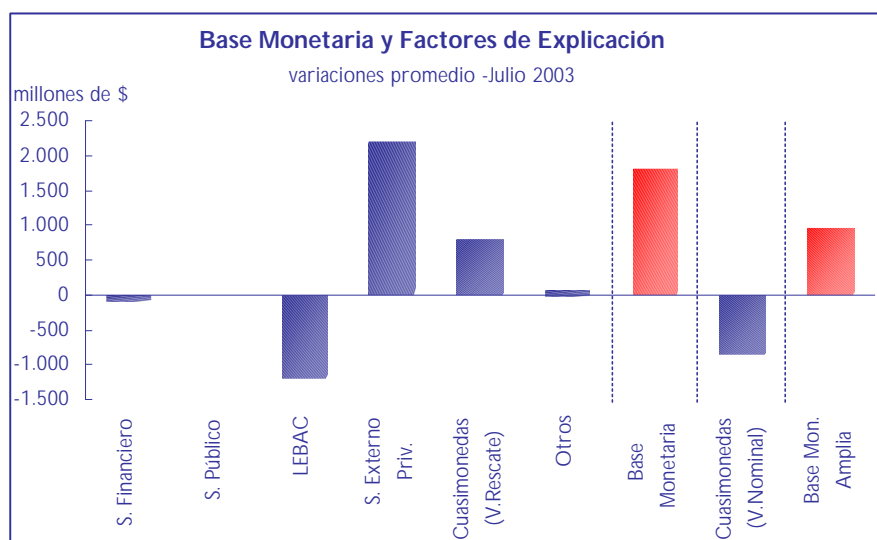
Por su parte en junio, último dato disponible, los salarios nominales aumentaron un 0,5% mensual y acumulan un aumento del 16,4% desde los mínimos alcanzados en abril de 2002. En términos reales se observa una recomposición del salario real que desde el mes de marzo alcanza al 6%, aunque todavía se mantienen casi un 20% por debajo de los niveles previos a la salida de la Convertibilidad. Este aumento estuvo explicado exclusivamente por el sector formal que vio incrementados sus haberes en un 1% mensual

mientras los salarios del sector público se mantuvieron estables y los del sector privado informal se redujeron levemente.

Base monetaria amplia: en línea con el programa monetario

La base monetaria amplia (BMA) se expandió en promedio en julio por \$961 millones (2%), en línea con su comportamiento de los últimos meses¹. Ello fue producto de una expansión en el circulante de \$1.985 millones, una reducción de \$ 168 millones en la cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA, lo que se relaciona con los menores requerimientos de liquidez dispuestos el mes anterior, y una disminución del stock de cuasimonedas de \$855 millones. Los dos primeros elementos determinaron un aumento de la base monetaria de \$ 1.816 millones.

Gráfico 2



Se mencionó anteriormente que la reducción de la cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA fue producto de la disminución de los requerimientos de liquidez. Dicha medida se tomó frente a las mayores necesidades de liquidez que enfrentarían las entidades financieras durante julio, derivadas de tres factores principales:

- El aumento de la exigencia de aplicación mínima de recursos del orden de los \$800 millones, consecuencia de la finalización del cronograma que permitía deducir un porcentaje de la tenencia que hubieran tenido al mes de junio del año pasado del Bono Nacional 9%.
- Los cambios en la estructura de plazos residuales de los depósitos relacionados con la liberación de depósitos reprogramados (CEDRO). En julio los depósitos a plazo fijo que hicieran aquellos titulares con saldos por encima de \$42.000 y hasta \$100.000 –originalmente a 90 días- estarán sujetos a coeficientes de exigencia 1 punto porcentual mayor, y aquellos depósitos con saldos mayores a \$100.000 –efectuados originalmente a 120 días- a coeficientes 13 puntos porcentuales más altos.
- La marcada estacionalidad positiva en la demanda de circulante en julio, fenómeno asociado a las vacaciones de invierno y pago de aguinaldos.

Así, se decidió disminuir la exigencia de liquidez, para permitir acomodar apropiadamente los efectos citados, lo que redundó en la citada disminución de la cuenta corriente de las entidades financieras.

Desde el punto de vista de los factores de explicación de la BMA, el elemento que mostró la expansión individualmente más significativa fue el crédito externo al sector privado (\$2.207 millones). La variación de este factor fue de magnitud comparable a la de los dos meses anteriores. El resto de los factores tuvieron un efecto contractivo. Así, la emisión de LEBAC llevó aparejada una contracción monetaria de \$1.192 millones. En tanto, el sector financiero conllevó un efecto monetario contractivo, del orden de los \$65 millones –ello se debió básicamente a la cancelación de redescuentos (tanto en concepto

¹ Debe consignarse, no obstante, que la variación “entre puntas” desestacionalizada de la BMA fue de -4%.

de capital como de intereses)². Por su parte, las operaciones del BCRA con el sector público implicaron una contracción monetaria de \$12 millones: los efectos de los adelantos transitorios y del crédito externo fueron más que compensados por el descenso de la cuenta operativa del gobierno en el BCRA. La tabla 2 detalla los distintos factores y cuantifica los efectos asociados a los mismos.

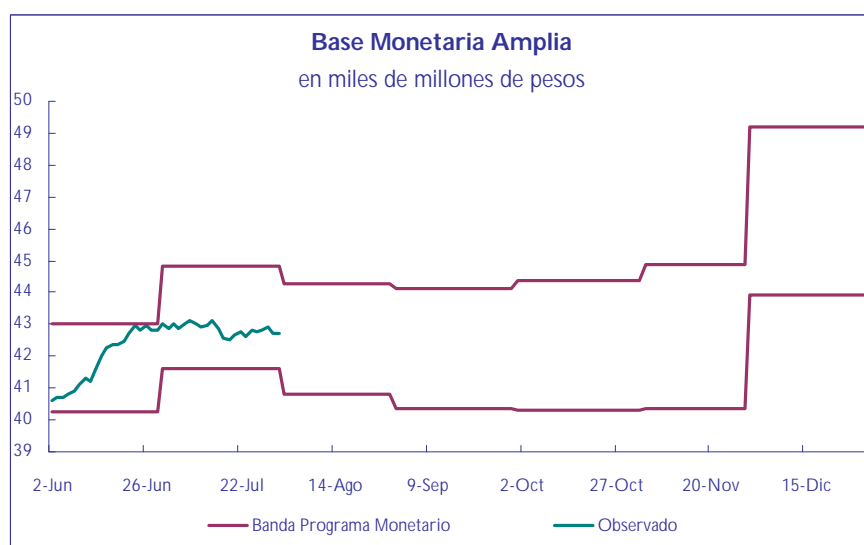
La evolución de la BMA en julio se ubicó completamente en línea con lo previsto en la revisión del programa monetario de 2003. Así, durante el mes la BMA se mantuvo cómodamente dentro del rango determinado en el programa monetario vigente para el año 2003 (ver gráfico 3). De acuerdo al mismo, la banda para julio expresada en saldos en millones a fin de mes era de \$44.800-\$41.600, en tanto que la BMA al 31 de julio era de \$42.709 millones, registrando una caída entre puntas de \$120 millones (0,3%), caída que en términos desestacionalizados ascendió a 4%, en consonancia con el objetivo del Banco Central de asegurar la estabilidad de precios (ver gráfico 4).

Tabla 2

Variaciones respecto del mes anterior, en millones de pesos - julio 2003	En promedio	"Entre puntas"
Base Monetaria Amplia	961	-120
Cuasimonedas (*)	-855	-1.019
Base Monetaria	1.816	899
Circulación Monetaria	1.985	1.766
En poder del Público	1.829	1.657
En Entidades Financieras	155	109
Cuenta Corriente en el BCRA	-168	-868
Factores de Variación de la Base Monetaria Amplia		
Sector Financiero	-65	-288
Sector Público	-12	-92
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	207	180
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	-461	669
Crédito Externo	242	-941
Sector Externo Privado	2.207	1.613
LEBAC	-1.192	-1.352
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	-46	-16
Otros	70	15

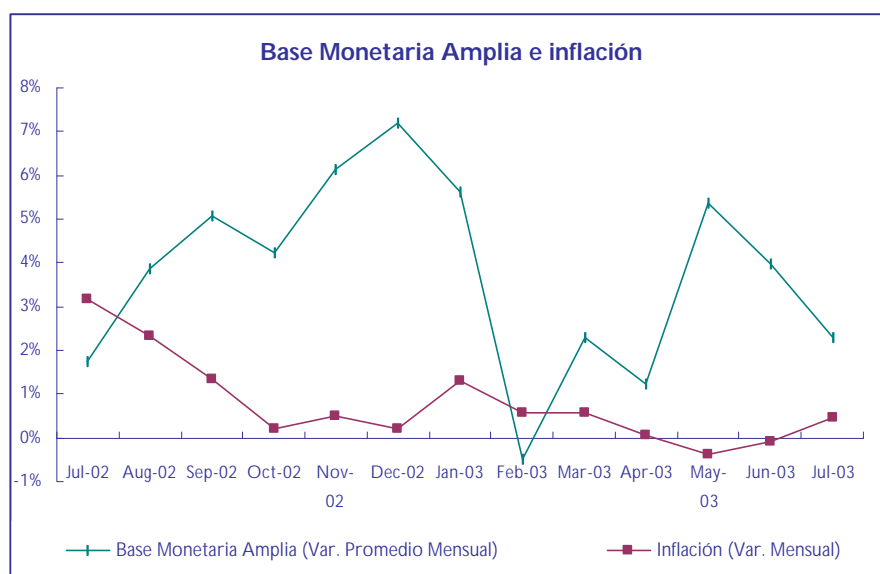
(*) Incluye la caída de cuasimonedas no rescatas pendientes de canje por títulos escriturales sin poder cancelatorio.

Gráfico 3



² Observando la variación mensual "entre puntas", este factor presenta una disminución significativa debido a la cancelación total de redescuentos de una entidad pública.

Gráfico 4



Medios de pago: expansión por encima del patrón estacional

Los medios de pago privados en pesos (M2, incluyendo cuasimonedas) mostraron una expansión de \$2.900 millones en el mes (6,6%); la variación desestacionalizada calculada “entre puntas”³ fue de 4%. Así, si bien los medios de pago tienden a incrementarse en esta época del año, en julio lo hicieron por encima de la variación esperable. Tal comportamiento debería atribuirse en primer lugar a los depósitos a la vista, que mostraron una variación notablemente más marcada que el circulante en sentido amplio. Fue así como las cuentas corrientes se incrementaron por más de \$500 millones (5%), las cajas de ahorro por casi \$1.400 millones (16%), mientras que el circulante en poder del público aumentó aproximadamente \$1.800 millones (9,6%), frente a un descenso del *stock* de cuasimonedas de \$855 millones (18%) –por lo que el circulante amplio aumentó por más de \$900 millones.

La evolución del circulante amplio en julio resulta también llamativa: en términos desestacionalizados implicó una caída del 2% (evaluada “entre puntas”). Asimismo, y como ya señalábamos en nuestro informe anterior, dentro de dicha variable ganan participación creciente los billetes y monedas en detrimento de las cuasimonedas, a medida que se desarrolla el rescate de estas últimas. La divergencia entre el patrón estacional y el comportamiento observado apuntaría a la existencia de una fracción significativa de cuasimonedas que no constituyen circulante propiamente dicho –ello explicaría porqué el circulante amplio no aumenta: una vez deducidas del mismo las cuasimonedas que no constituirían circulación, se podría observar un incremento.

Si, junto con lo mencionado en el párrafo anterior, se tiene en cuenta que los depósitos a la vista crecieron por encima de lo que haría esperar el patrón estacional, podría concluirse que una fracción importante de las cuasimonedas rescatadas se está volcando en mayores depósitos. Este, por supuesto, no es el único factor a la hora de explicar el crecimiento de las cuentas corrientes y las cajas de ahorro: el vencimiento de plazos fijos, cuyos saldos se volcaron a posiciones más líquidas, también estaría “alimentando” los saldos a la vista⁴.

En resumen, los medios de pago privados mostraron en julio un incremento superior al esperable por motivos estacionales. No puede descartarse que parte significativa del mismo se deba a los vencimientos de

³Variación entre el 31 de julio y el 30 de junio.

⁴ Es claro que el efecto del rescate de cuasimonedas es “interno” al agregado M2 (implica una reasignación entre sus componentes y no un cambio en su magnitud), mientras que los depósitos a plazo fijo que vencen y son volcados a colocaciones a la vista constituyen un efecto “externo”.

plazos fijos “desprogramados”; adicionalmente, y teniendo en cuenta el comportamiento del consumo evidenciado por la recaudación del IVA, dicho incremento obedecería a factores más típicamente asociados a la conducta de los medios de pago –las necesidades transaccionales.

Depósitos a plazo: el efecto de la desprogramación y los menores rendimientos

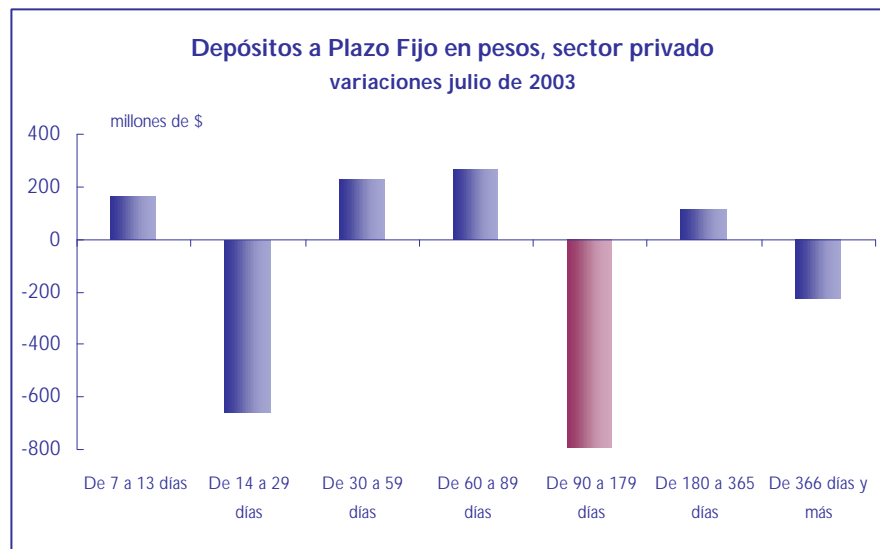
Durante julio, los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado se incrementaron en aproximadamente \$300 millones (1%). Si se incorpora a los plazos fijos la variación del *stock* de CEDRO, se halla una disminución superior a \$150 millones: se trata de la variación promedio negativa mensual de mayor magnitud en lo que va del año (si bien en mayo también se había observado una disminución, ella había sido de menor cuantía).

Dentro de los factores que se encuentran detrás de este comportamiento se pueden mencionar al menos tres, los cuales se encuentran relacionados entre sí:

- el vencimiento de plazos fijos concertados en abril y mayo, dentro del esquema de “desprogramación” de CEDRO (y de levantamiento definitivo de las restricciones financieras);
- la marcada disminución del rendimiento relativo de los plazos fijos respecto de las colocaciones a la vista;
- la mayor incidencia del impuesto a los débitos y créditos bancarios (sobre este punto se volverá en la sección dedicada a tasas de interés).

Para analizar lo ocurrido en este tipo de colocaciones, resulta relevante computar la variación “entre puntas”, que fue negativa. Los vencimientos de plazos fijos concertados dentro del esquema de levantamiento de restricciones financieras se revelan como un elemento importante a la hora de explicar la disminución de las colocaciones a plazo. Entre abril y mayo últimos, los depositantes con saldos de CEDRO superiores a \$42.000 podían ejercer la opción de realizar colocaciones a plazo de 90 o 120 días (según el monto de su CEDRO): ello hace relevante mirar la baja en el *stock* de colocaciones a plazo de 90 días a partir de julio como un indicador acerca de lo que hicieron tales depositantes con sus inversiones. Como se observa en el gráfico 5, la mayor caída en los plazos fijos en pesos del sector privado (evaluada entre puntas) se observó en los plazos entre 90 y 179 días, lo que apunta a una salida de fondos asociada a la “desprogramación” –salida que no se volcó en nuevos depósitos a plazo dados los marcadamente menores rendimientos de estos depósitos.

Gráfico 5



Una pregunta pertinente es hacia dónde se orientaron los fondos que no se reinvertieron en colocaciones a plazo. La variación de los depósitos a la vista durante julio, mayor que la esperable por motivos estacionales, sugiere de manera firme que una fracción significativa de vencimientos de plazo fijo se volcaron en tales colocaciones –idea que se refuerza al considerar que el rendimiento relativo entre

depósitos a la vista y a plazo se redujo notoriamente. Tampoco puede descartarse que una parte se haya traducido simplemente en mayor circulante –en particular, si se toma la definición de circulante amplio “corregido” por la fracción de cuasimonedas en custodia. En ese último caso, como ya se mencionó en la sección anterior, se obtendría una variación desestacionalizada positiva del circulante: ella podría obedecer, por ejemplo, a la intención de eludir el impuesto a los débitos y créditos bancarios. Adicionalmente, se ha sugerido que los fondos vencidos también se habrían dirigido a la compra de moneda extranjera. No obstante, como se señala en la sección dedicada al mercado de divisas, el comportamiento de la demanda de dólares durante julio no parece corroborar esa idea.

Los fondos no reinvertidos en plazos fijos no necesariamente se volcaron directamente a colocaciones a la vista, sino que hay buenos motivos para pensar que parte de ellos se destinaron a fondos comunes de inversión (FCI). Observando las variaciones de los FCI de *money market*, se advierte una importante suba de su patrimonio en julio (gráfico 6, donde las variaciones están expresadas entre puntas): ella completa la idea de una reasignación de la cartera de los ahorristas desde posiciones ilíquidas hacia otras más líquidas. Dicha reasignación, cuando ocurre a través de los mencionados FCI, implica que parte de los fondos provenientes de colocaciones a plazo “vuelven” a dichos depósitos, ya que la cartera de los FCI de *money market* contiene tanto depósitos a la vista como plazos fijos.

Lo anotado hasta aquí no debe hacer perder de vista, sin embargo, que la evolución de los depósitos totales fue positiva en un contexto que puede caracterizarse como crecientemente libre de restricciones financieras (a medida que los plazos fijos concertados al desprogramarse los CEDRO van venciendo). En efecto, los depósitos totales en pesos se incrementaron en unos \$1.800 millones (2%), correspondiendo todo el aumento a los depósitos privados (que se incrementaron en 3%). La tabla 3 resume las variaciones en los distintos rubros de depósitos totales.

Gráfico 6

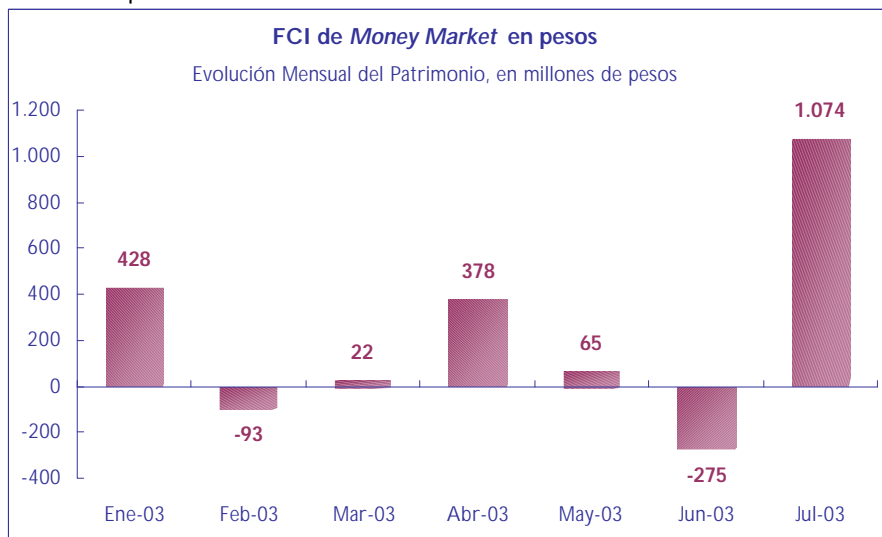


Tabla 3

Variaciones respecto del mes anterior en millones de pesos - julio	En promedio	"Entre puntas"
2003		
1. Depósitos totales en pesos	2.225	1.424
Caja de ahorro	1.371	1.401
Cuenta Corriente	292	523
Otros	99	4
Plazo Fijo	462	-504
2. CEDRO	-460	-343
Amparos ⁽¹⁾	-248	-216
Stock (a 1.4\$/USD)	-175	-153
Ajuste CER	-73	-63
Otras desafectaciones ⁽²⁾	-213	-127
Stock (a 1.4\$/USD)	-131	-78
Ajuste CER	-82	-49
3. Variación de depósitos totales en \$ (1+2)	1.765	1.081
4. Diferencia por pago de amparos a tipo de cambio libre	-92	-81
5. Efecto sobre la liquidez del sistema (3+4)	1.673	1.000
6. Depósitos en dólares (en US\$)	79	94

(1) Cifra estimada.

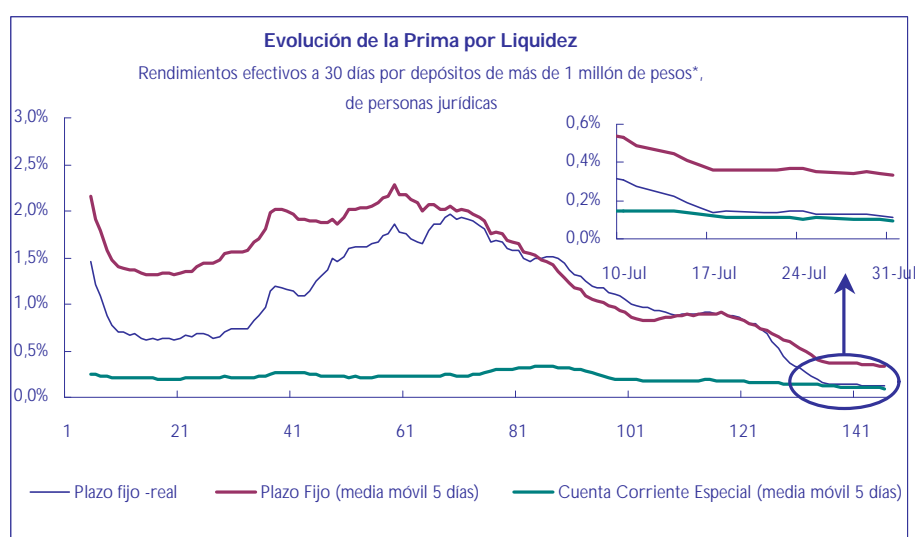
(2) Incluye desprogramación de CEDRO.

Tasas de interés: prosigue el descenso

Las tasas de interés continuaron su tendencia descendente: a pesar de la desaceleración observada en el crecimiento de los agregados monetarios, la liquidez de las entidades financieras se mantuvo lo suficientemente amplia. Así, la tasa por depósitos a plazo fijo en pesos de entre 30 y 44 días pasó de 8,3% a fin de junio a 4,8% a fin de julio.

La baja de tasas de interés se tradujo en menores incentivos para mantener colocaciones a plazo, dada la marcada disminución de la “prima por liquidez”. Si ya desde principios de abril último dicha reducción es notable, durante el último mes se acentuó hasta disminuir acentuadamente la prima en cuestión. Para ilustrar los incentivos que enfrentaría una empresa, puede calcularse el rendimiento efectivo a 30 días de un plazo fijo de más de \$1 millón *vis-à-vis* una cuenta corriente especial⁵ (ambos en pesos). Como se advierte en el gráfico 7, desde mediados de julio hay escasa diferencia entre el rendimiento efectivo resultante de una colocación a plazo y otra a la vista; asimismo, debe notarse cómo las bajas tasas de inflación resultan en la persistencia de tasas reales positivas.

Gráfico 7



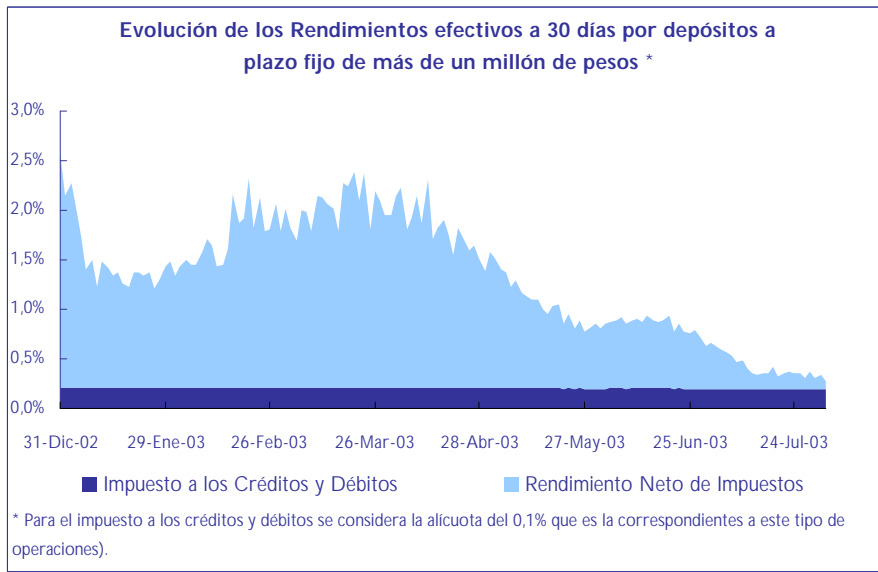
Tanto la baja en las tasas de interés –asociada a los altos niveles de liquidez prevaletientes⁶– como la incidencia del impuesto a los débitos y créditos bancarios se combinan para explicar la ausencia de incentivos que tendría un inversor institucional para mantener posiciones menos líquidas. El gráfico 8 permite ilustrar la creciente incidencia del impuesto mencionado sobre los rendimientos de los plazos fijos: nótese cómo, a lo largo del último mes, el primero incide en una cuantía superior al 50% de los segundos. Ante la mayor incidencia impositiva, es lógico que se “demande” menos del bien cuyo precio es afectado por el impuesto⁷. Entonces, a falta de una remuneración diferencial por la iliquidez, resulta sólo natural que el inversor se mantenga “líquido”, resultando la evolución de los depósitos a plazo mencionada en la sección anterior.

⁵ Se trata de un tipo de colocación remunerada exclusivamente para personas jurídicas, de características similares a una caja de ahorro.

⁶ Al respecto, véase el Informe Monetario Mensual de Junio 2003.

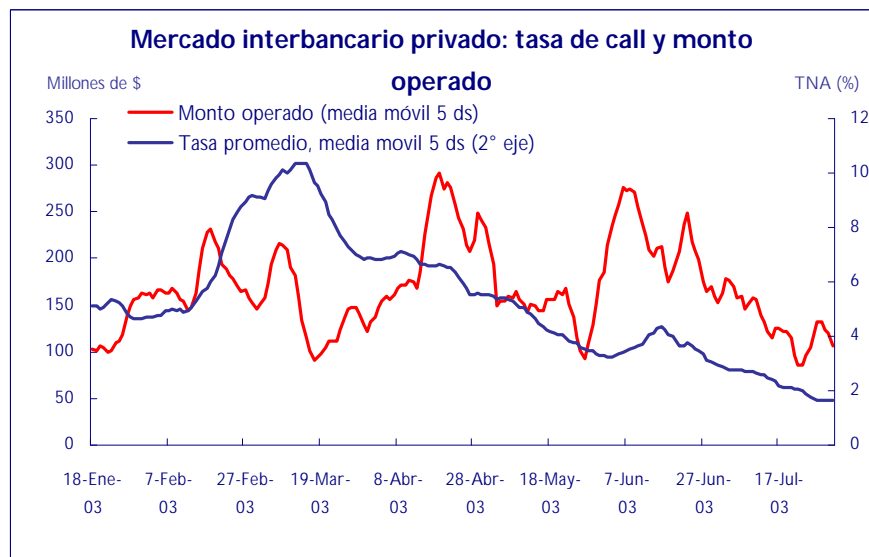
⁷ Aún bajo la posibilidad de computar tal impuesto como pago a cuenta de otros (que actualmente no está vigente), la distorsión económica no se elimina.

Gráfico 8



La tasa interbancaria también siguió descendiendo, al pasar de 3% a 2% hacia fin de mes. El volumen operado en el mercado de *call* privado también descendió marcadamente: como se observa en el gráfico 9, éste regresó a montos comparables a los observados a comienzos de este año. El efecto de la reducción de encajes dispuesta por el BCRA para el mes de julio sin duda se hizo notar en el mercado interbancario (ya mencionamos cómo se advirtió una reducción en la cuenta corriente de las entidades); el menor movimiento en el mercado de fondos entre los bancos denota una menor necesidad de financiarse con recursos “externos” para mantener el nivel de liquidez requerido por la normativa vigente.

Gráfico 9



Créditos: continúa la tendencia descendente

Durante julio, los préstamos al sector privado en pesos siguieron reduciéndose: el stock de los mismos descendió aproximadamente \$540 millones (2%), lo que se compara con una disminución de aproximadamente \$ 200 millones en junio. Las líneas de consumo registraron las mayores reducciones observadas, mientras que las comerciales mostraron variaciones negativas de mayor magnitud que en meses anteriores (durante los que habían exhibido una notable estabilización). Debe puntualizarse, no obstante, que los datos con los que se cuenta tienden a sobreestimar la caída de los préstamos: una fracción significativa de la caída en el *stock* de crédito corresponde a préstamos que son dados de baja del activo de

las entidades financieras, y ya habían sido provisionados como incobrables⁸; por lo tanto, la verdadera cancelación neta de créditos es menor que la registrada.

Los préstamos comerciales disminuyeron unos \$180 millones (1,7%), debiéndose la variación negativa principalmente a los adelantos, ya que los documentos mostraron cambios levemente positivos. A pesar de la disminución observada, es importante puntualizar que estas líneas siguen siendo las más estables dentro del conjunto de préstamos, lo que es consistente con la coyuntura de la economía real.

Los préstamos al consumo se redujeron por aproximadamente \$360 millones (2%). La mayor reducción se registró en los créditos hipotecarios (que mostraron una disminución superior a la del mes anterior), seguidos por las financiaciones con tarjeta de crédito. En tanto, los préstamos personales exhibieron una disminución similar a la del mes anterior, mientras que los créditos prendarios acentuaron levemente su variación negativa en relación con junio.

La reactivación del mercado crediticio tiene como uno de sus prerequisites la reducción del costo del crédito. Para ello, disminuir la incertidumbre acerca de las condiciones financieras a las que estarán sujetas los fondos prestados constituye un aspecto esencial. En este sentido, el BCRA ha autorizado a las entidades financieras a otorgar financiaciones que se puedan actualizar de acuerdo a la evolución del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)⁹. De acuerdo al nuevo régimen, se permite a las entidades financieras otorgar créditos en pesos a personas físicas, jurídicas y otras entidades, cuyas tasas de interés se aplicarán sobre el capital ajustado sobre el mencionado índice.

Una inquietud natural es el efecto del ajuste previsto sobre prestatarios cuyos ingresos puedan eventualmente quedar rezagados respecto del CER. A este respecto, se prevé un mecanismo tal que las cuotas de financiaciones de personas físicas (por cualquier importe prestado) y de actividades comerciales (por hasta \$250.000 de capital) no puedan ajustarse más de un 1% por encima de la cuota anterior. Esta será una opción a la que los deudores podrán adherir al concertarse el préstamo, y se concretará a través de la extensión del plazo originalmente pactado: en caso de que, con la cuota determinada según el plazo original, ésta supere a la anterior en más de 1%, se extenderá el período de vencimiento de forma de bajar el valor de cada cuota. Para créditos de hasta 5 años de plazo, se establece que la extensión del plazo podrá ser de hasta el 25% de lo convenido inicialmente, mientras que para plazos mayores, tal extensión podrá ascender hasta el 50%.

La introducción de estos instrumentos complementa, del lado del activo de la hoja de balance de los bancos, la posibilidad de introducir mecanismos de actualización libremente pactados entre las partes (dicha posibilidad ya estaba abierta del lado del pasivo a través de los depósitos ajustables por CER). De esta manera, se incorpora un mayor grado de cobertura de potenciales riesgos financieros a deudores y acreedores; adicionalmente, respecto de un sistema con tasas fijas, elimina el componente de riesgo inflacionario. Por ello, en un escenario de estabilidad de precios como el actual, este sistema contribuye a sentar las bases para el retorno del crédito. Ello es así en tanto las expectativas de bancos y consumidores acerca de la inflación tienden a ser asimétricas: mientras los prestamistas esperarían una inflación positiva, los consumidores tenderían a prever una variación de precios nula: entonces, un sistema que prevea un mecanismo de actualización debería resultar beneficioso para ambas partes.

Rescate de Cuasimonedas

Durante julio, prosiguió el rescate de cuasimonedas para las provincias que ya se habían adherido al mismo (y también para la nación), y la provincia de Buenos Aires se incorporó al programa. De esta manera, durante el mes en cuestión se rescataron cuasimonedas por un valor nominal de \$1005 millones¹⁰; la emisión de moneda nacional como contrapartida de dicho retiro ascendió a \$989 millones (por la

⁸ Durante el primer semestre de 2002, los préstamos dados de baja del activo representaron al menos el 20% de la caída en el *stock* de préstamos.

⁹ A través de la comunicación "A" 3987.

¹⁰ Si bien se retiraron de circulación cuasimonedas por un valor nominal de \$1019 millones, \$14 millones correspondieron a cuasimonedas no rescatadas pendientes de canje por títulos escriturales sin poder cancelatorio.

divergencia entre el valor de mercado y el valor nominal). El detalle de las especies rescatadas y los montos de cada una, así como los montos cuyo canje está autorizado pero se encuentran pendientes de rescate, figuran en la tabla 4.

Tabla 4
Cifras en millones de pesos

Cuasimonedas	May-03		Jun-03		Jul-03	
	VN	VR	VN	VR	VN	VR
LECOP	666	666	515	515	360	360
LECOR	306	293	316	302	28	26
FEDERALES			235	178	20	15
BOCANFOR			58	47	26	22
BOCADE			108	102	59	53
PATACON					512	512
TOTAL	973	959	1.232	1.144	1.005	989

VN Valor Nominal VR Valor de Rescate

Cuasimonedas	Total Rescatado		Con canje autorizado, pendiente de rescate
	VN	VR	VN
LECOP	1.542	1.542	1.730
LECOR	650	621	
FEDERALES	255	193	2.191
BOCANFOR	85	70	
BOCADE	167	155	
PATACON	512	512	
TOTAL	3.210	3.092	3.921

El rescate de cuasimonedas por parte de la provincia de Buenos Aires abarcará bonos por un total de \$2.700 millones (en valor nominal), y será completado en diciembre de este año. El canje de las cuasimonedas será llevado a cabo a través del cobro de impuestos (provinciales y nacionales) o de manera directa en la ventanilla del Banco de la Provincia de Buenos Aires: en ambos casos se reconoce el total del valor nominal del título. En tanto, los sueldos de empleados públicos bonaerenses comienzan a ser abonados, en proporción creciente, en moneda nacional. De esta forma, al eliminarse una de las cuasimonedas de circulación más amplia, el programa de rescate entra en su fase más relevante.

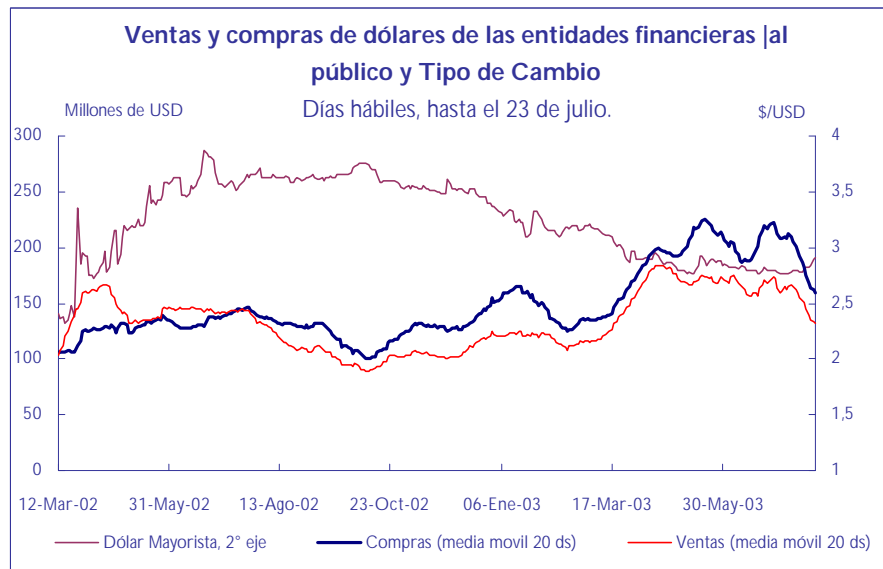
Ya se mencionó en una sección anterior que el aumento de depósitos a la vista puede ser parcialmente explicado a través del rescate de cuasimonedas. Un monto significativo de las cuasimonedas rescatadas permanece en el sistema financiero como colocaciones a la vista.

Mercado cambiario: se consolida el escenario de flotación

La cotización del dólar tendió a repuntar durante el mes de julio (al apreciarse un 4% respecto del peso), interrumpiendo así la tendencia descendente observada a lo largo del primer semestre del año. Fue así como el tipo de cambio de referencia publicado por BCRA cerró el mes a 2,93 pesos por dólar, lo que se compara con 2,81 a fin del mes anterior. Ello estuvo relacionado con la menor liquidación de exportaciones.

Uno de los argumentos señalados para explicar la baja en las colocaciones a plazo fue que parte de los fondos se destinó a la compra de moneda extranjera. Una mirada al monto de dólares vendido por las entidades financieras al público durante julio (gráfico 11 a), que puede interpretarse como una estimación de la cantidad demandada de dólares, no parece apoyar esa idea: aquel tendió a descender levemente, pero la cantidad "ofrecida" (estimada a través del monto de dólares comprado por las entidades) descendió en mayor cuantía. Por lo tanto, el comportamiento del dólar durante el mes se habría apoyado en razones de oferta, como las señaladas anteriormente.

Respecto del euro, la moneda local se depreció un 2%, cerrando el mes a 3,28 pesos por unidad. El euro detuvo su carrera ascendente contra el dólar y tendió a revertir (aunque muy parcialmente) las ganancias que había obtenido antes. Al conocerse los datos del PBI del segundo trimestre del año en EE.UU. –mayores a lo esperado– y comenzarse a despejar riesgos deflacionarios –sobre todo a partir de las declaraciones de Alan Greenspan–, los rendimientos de los bonos del Tesoro comenzaron a incrementarse, y el dólar ganó impulso respecto de la moneda europea. Contra el real brasileño, el peso cerró el mes virtualmente sin cambios.

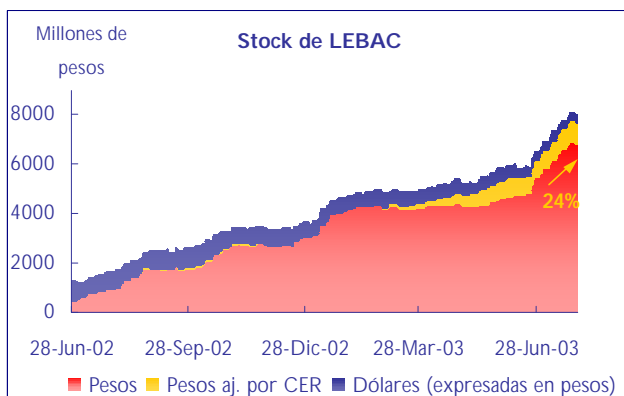
Gráfico 11

LEBAC: la mayor emisión desde la introducción de estos instrumentos

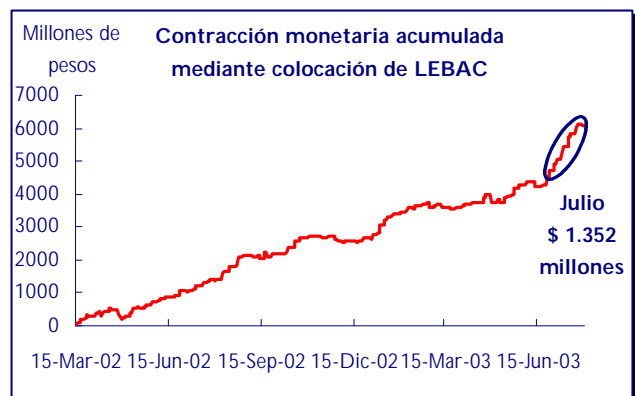
Al término de julio el stock de LEBAC denominadas en moneda nacional (incluyendo aquellas que se actualizan de acuerdo al CER) alcanzó VN \$7.668 millones en tanto que el correspondiente a LEBAC emitidas en dólares era de VN US\$121 millones. A la fecha, el monto total en circulación de LEBAC estaba compuesto por un 85% de instrumentos en pesos, un 11% por letras en pesos ajustables por CER y un 4% de títulos en dólares. Estas cifras equivalen a incrementos del 24% y del 22% mensual para el segmento en pesos y para las que se indexan por el CER respectivamente, mientras que se produjo una leve disminución del 3% para la parte en circulación en moneda extranjera (gráfico 12 a). El exceso de liquidez predominante entre los bancos que operan en el mercado doméstico favoreció la colocación de deuda del Banco Central e implicó que julio pasara a constituir el mes con mayor contracción monetaria a través de las adjudicaciones de LEBAC desde la implementación de estos instrumentos en marzo del año anterior (gráfico 12 b).

Gráfico 12

a)

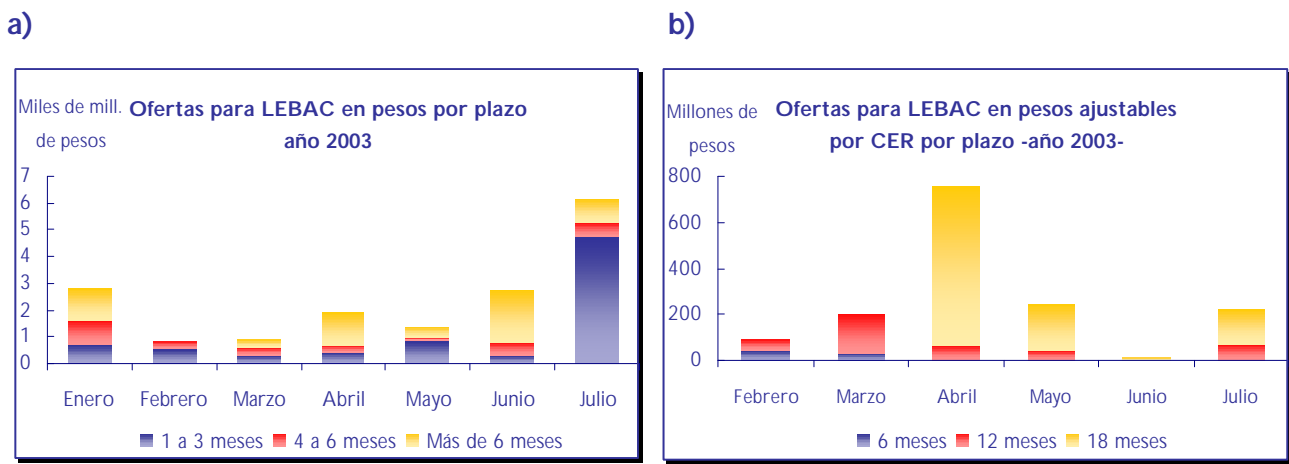


b)



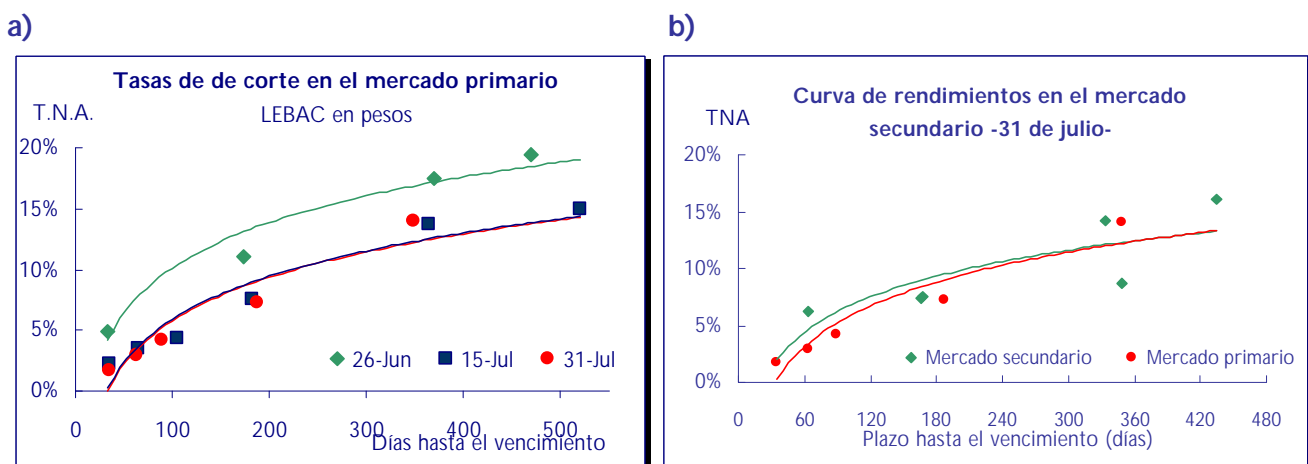
A diferencia de lo ocurrido el mes anterior, la mayor parte de las ofertas recibidas para adquirir LEBAC en pesos estuvo dirigida a los plazos más cortos (gráfico 13 a). Si bien el monto ofrecido fue significativamente superior al de los recibidos en los meses anteriores, incluso duplicando a los que le siguen en magnitud, el 53% del monto estuvo concentrado en las LEBAC de alrededor de un mes de vida promedio, mientras que hasta 3 meses se ubicaron el 77% de las ofertas. Tal comportamiento podría obedecer por un lado a falta de alternativas de inversión actuales y por el otro, a la especulación en torno a la posible aparición de algunas diferentes en el mediano plazo que podrían no hacer tan atractivas las LEBAC de mayor plazo a las tasas vigentes. Por otra parte, se observó una recuperación en las demanda de LEBAC en pesos indexadas por el Coeficiente de Estabilización de Referencia que durante el mes de junio prácticamente se había extinguido (gráfico 13 b).

Gráfico 13



La elevada demanda de LEBAC que se mencionó tuvo su correlato en la disminución de las tasas de interés de corte para todos los plazos licitados. Como ya se señaló, las que despertaron mayor interés fueron las letras de alrededor de 1 mes de vida promedio, cuyas tasas de corte evidenciaron una caída de 3,2 puntos porcentuales respecto a las tasas de interés pagadas a fines de junio, brindando un rendimiento del 1,7% (T.N.A.) a finales de julio. Sin embargo, también fue posible disminuir el costo de colocación para los instrumentos con vencimientos más lejanos, lo cual repercutió en una caída del costo medio de la cartera en circulación de LEBAC en pesos, que se ubicaba al 31 de julio en 18% (6 puntos porcentuales menos que un mes atrás). Por otro lado, el predominio de las colocaciones a menor plazo se reflejó en una leve disminución de la vida promedio de la cartera denominada en pesos que pasó en el transcurso del mes de 223 a 210 días. En cuanto a la vida promedio de las LEBAC en dólares, cayó de 21 a 15 días en el mismo período.

Gráfico 14

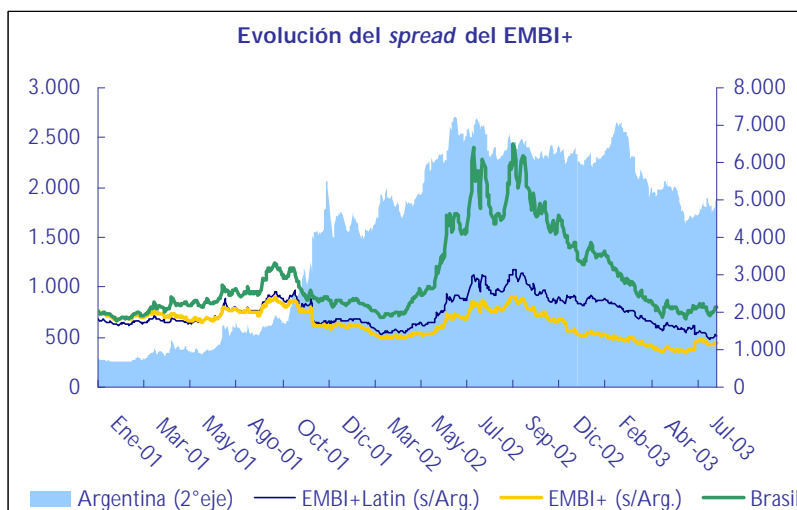


Como se observa en el gráfico 14, los rendimientos involucrados en las operaciones realizadas en el Mercado Abierto Electrónico están bastante alineados con los resultados de las licitaciones. En el mencionado diagrama se compara la última licitación del mes con las negociaciones realizadas ese mismo día y se observa que el spread entre las tasas de interés pagadas es particularmente pequeño para los instrumentos de seis y doce meses. En lo que respecta al volumen operado en el mercado secundario, fue levemente superior al del mes anterior alcanzando los \$748 millones y un promedio diario de \$37 millones (en junio había sido \$38 millones el promedio diario operado). Cabe destacar que la mayor parte de lo negociado durante el mes estuvo vinculado a instrumentos de plazos superiores a cinco meses, tramo en el cual se concentró el 88% del monto total operado.

Títulos públicos: entre las perspectivas de renegociación y el aumento de los rendimientos en Estados Unidos

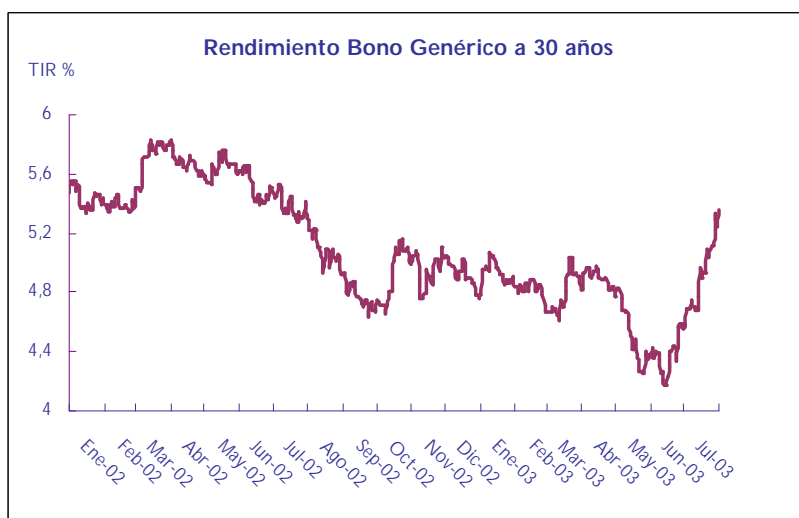
Durante el séptimo mes de 2003, y a diferencia de los meses precedentes, el riesgo país de los mercados emergentes comenzó a evolucionar en forma levemente ascendente. Con un comportamiento más errático que el que venía mostrando hasta entonces, el promedio para julio del *spread* del EMBI+ Latinoamericano –sin incluir a Argentina- resultó de aproximadamente 525 puntos base, casi 10 puntos por encima del promedio del mes anterior.

Gráfico 15



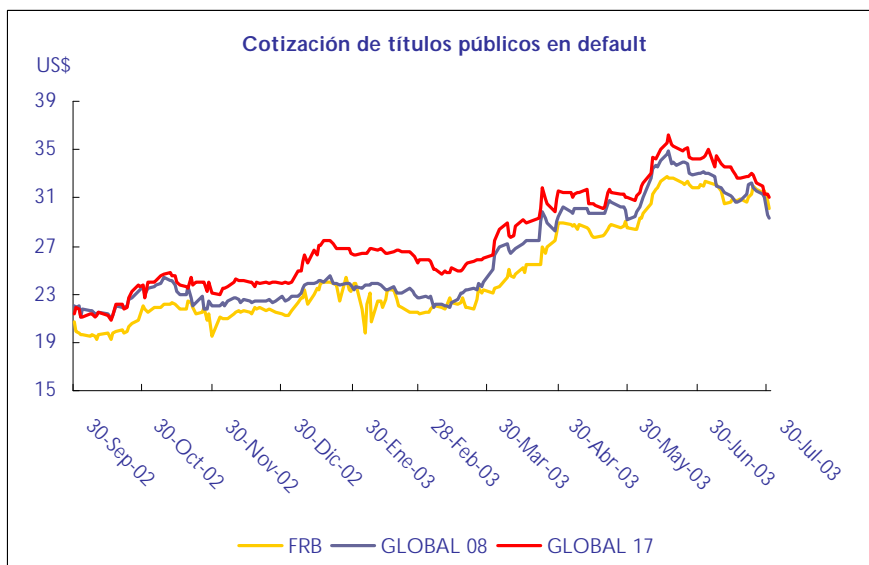
Este cambio en la tendencia recoge la influencia de la evolución del *spread* brasileño, que tras decrecer en forma notoria desde octubre de 2002 hasta mayo de 2003, entró posteriormente en una fase caracterizada por un comportamiento menos definido. Por su parte, esta evolución estuvo signada por la entrada de capitales a la región durante el primer semestre del año, movimiento que fue perdiendo fuerza en la medida en que los activos se fueron apreciando y su perfil de rendimiento / riesgo se volvió menos atractivo, mientras que comenzaban a repuntar los retornos en las plazas de los países desarrollados. Con respecto a este último punto, entre fines del mes de junio y fines del mes siguiente los rendimientos de los bonos del Tesoro a 5, 10 y 30 años aumentaron –desde niveles muy bajos- aproximadamente 0,8 puntos porcentuales, registrándose un cambio con respecto a la tendencia observada durante los meses precedentes.

Gráfico 16



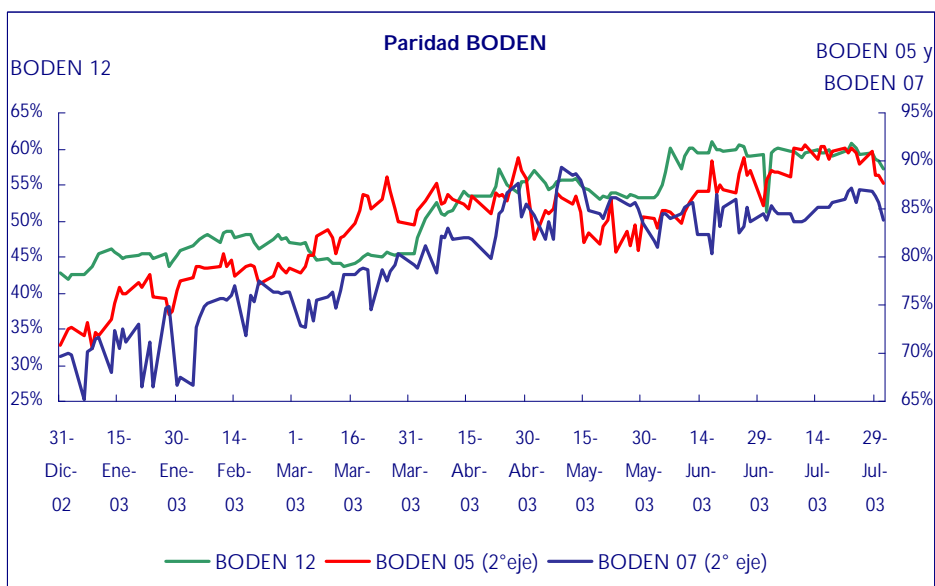
En el caso argentino, el *spread* del EMBI+ finalizó el mes de julio en torno a los 5.050 puntos, casi 500 puntos por encima del nivel registrado a fines del primer semestre del año, si bien el aumento en el promedio mensual de este indicador fue de tan sólo 70 puntos entre junio y julio, dado el alto nivel registrado por el *spread* durante la primer semana de junio. Como contrapartida, la cotización de los bonos internacionales de mayor relevancia que hoy se encuentran en *default* mostró una caída. Efectivamente, bonos como el Global 2008 o el FRB, que habían visto incrementar sus cotizaciones en forma marcada entre mediados de marzo y mediados de junio del corriente año –cuando se corrigieron a la baja las quitas esperadas en la futura renegociación de la deuda-, registraron entre fines del mes de junio y fines del mes siguiente una caída en sus cotizaciones de entre 5 y 11%.

Gráfico 17



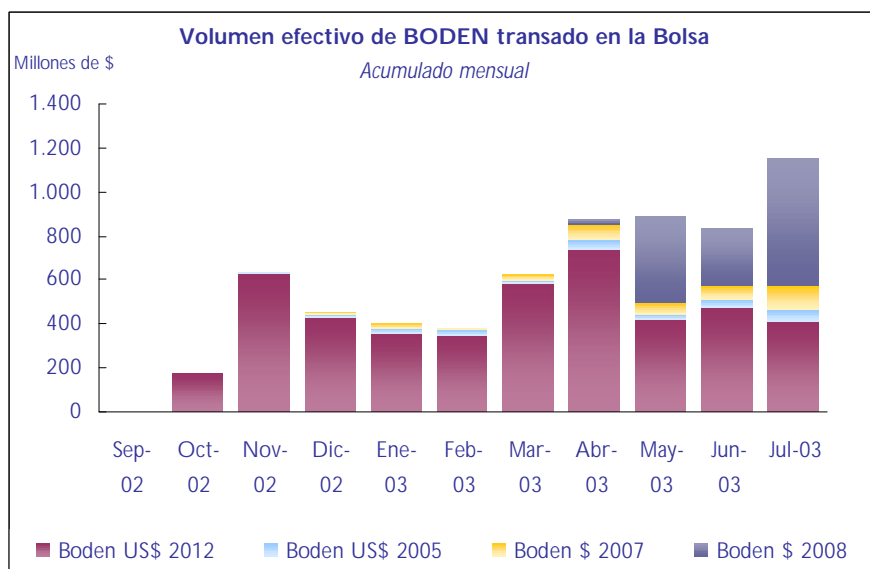
Por su parte, los BODEN –títulos de reciente emisión cuyos pagos se están honrando- registraron comportamientos dispares. En el caso de los bonos en dólares, mientras que el BODEN 2012 vio decrecer su cotización un 3,2% en moneda original entre fines de junio y fines del mes analizado, el BODEN 2005 registró una apreciación de 2,8%. En lo que respecta a los nuevos títulos en pesos, mientras el BODEN 2008 mantenía su precio entre puntas del mes, con una leve apreciación cercana al 1%, el BODEN 2007 registraba un incremento de cerca del 3% en su paridad. Cabe señalar que aún queda por efectivizarse la entrega de los BODEN 2013, producto del segundo canje de depósitos reprogramados llevado a cabo durante el año 2002 y de la liberación del “corralón” en el corriente año.

Gráfico 18



Finalmente, en lo que respecta a los volúmenes transados de títulos públicos, el promedio diario de transacciones en la Bolsa de Comercio ascendió a casi 124 millones de pesos. Si bien este guarismo se encuentra por debajo de los 131 millones transados diariamente en el mismo ámbito durante el mes anterior, se encuentra dentro del rango de los promedios mensuales registrados durante los meses recientes. Por otra parte, en lo que respecta específicamente a los nuevos bonos del Gobierno Nacional (BODEN), los mismos presentan para el agregado del mes de julio un aumento en su volumen efectivo operado en la Bolsa de Comercio, pasando de casi 840 millones de pesos en junio a poco más de 1.150 millones en el mes analizado¹¹.

Gráfico 19



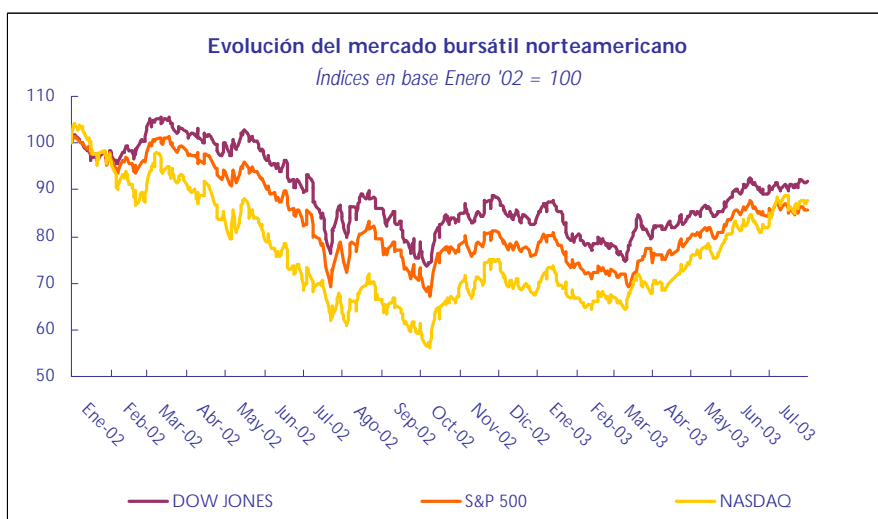
Acciones: mayor cautela, menor crecimiento

En un entorno de rendimientos aún bajos aunque crecientes en los mercados globales de renta fija, durante el mes de julio las principales bolsas del mundo continuaron registrando desarrollos positivos. De la mano de la presentación de diversos indicadores cuya *performance* superó a la prevista, el fortalecimiento de las expectativas con respecto a la evolución futura de la economía norteamericana se evidenció en los diferentes indicadores bursátiles de ese país, cuyos incrementos más notorios se dieron en las ramas tecnológicas –las más perjudicadas por el descenso registrado a lo largo de los años precedentes–.

¹¹ Total transado en el mes (volúmenes efectivos acumulados).

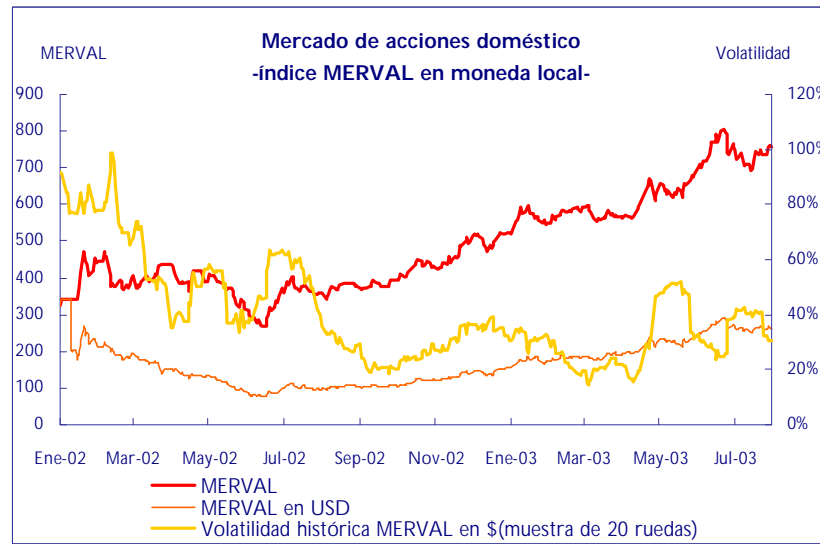
Variaciones de los índices bursátiles				
	En moneda local		En dólares	
	Julio	Acumulado año 2003	Julio	Acumulado año 2003
MERVAL	-1,3%	43,9%	-5,5%	65,1%
BOVESPA	4,6%	20,4%	0,3%	43,7%
S&P 500	1,6%	12,6%	1,6%	12,6%
DOW JONES	2,8%	10,7%	2,8%	10,7%
NASDAQ	6,9%	29,9%	6,9%	29,9%
FTSE 100	3,1%	5,5%	0,4%	5,5%
NIKKEI 225	5,3%	11,5%	4,6%	9,8%

Gráfico 20



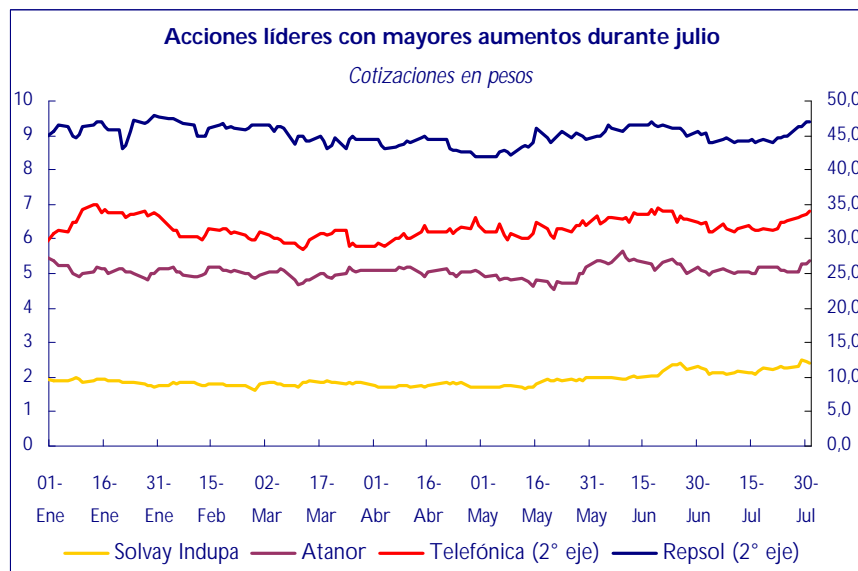
Por su parte, luego de registrar significativas tasas de crecimiento durante tres meses consecutivos, las cotizaciones de las empresas líderes en la plaza bursátil doméstica mostraron un comportamiento más aplacado. Así, el índice Merval finalizó el mes de julio en torno a los 755 puntos, 50 puntos por debajo del máximo alcanzado en el año, registrado el día 23 de junio. En términos mensuales y considerando los valores entre puntas esto implica una caída durante el mes de julio de 1,3% si se lo mide en pesos y un 5,5% si se lo mide en dólares, dado el aumento en la cotización del dólar en términos de la moneda doméstica durante la segunda quincena -y en particular, durante la última semana- del mes de referencia. Esta evolución tuvo lugar luego de las importantes correcciones que los precios de los activos registraron durante los meses previos, induciendo a la toma de ganancias y acotando el margen de suba potencial para las diferentes especies en el corto plazo. No debe perderse de vista, sin embargo, que este índice lleva acumulado en lo que va del año 2003 un crecimiento del 44% en pesos y del 65% si se lo mide en dólares.

Gráfico 21



A pesar de la importante liquidez existente en la plaza financiera y la continuidad registrada en la merma de los rendimientos de inversiones alternativas liderada por la caída en las tasas de corte de las licitaciones de LEBAC, la cautela de los inversores -a la espera de mayores definiciones en el ámbito de la política económica y de avances en la negociación de un acuerdo de mediano plazo con el FMI- se reflejó en una merma de los montos operados, que pasaron de casi 1.000 millones en el mes de junio a cerca de 680 millones un mes después. En términos de promedios diarios, los mismos se redujeron, al pasar de 48 millones de pesos operados diariamente en el mes de junio a 30 millones en promedio durante el mes posterior. En este sentido, es preciso tener en cuenta que este último mes estuvo signado por una alta volatilidad en términos de volúmenes, mientras que el promedio diario final resulta similar al de los meses de abril y mayo.

Gráfico 22



Finalmente, las acciones líderes con mejor *performance* durante el mes de referencia –Telefónica (5,3%), las petroquímicas Solvay Indupa (5,2%) y Atanor (3,1%) y la petrolera Repsol (3,1%)- resultaron beneficiadas por los movimientos registrados en sus cotizaciones durante la segunda quincena del mes. Nótese que no se registraron cambios en las cotizaciones líderes mayores al 10% como los registrados en la etapa anterior de corrección de precios.



Indicadores Monetarios

Cifras en millones, expresadas en la moneda de origen.

Principales Variables Monetarias y del Sistema Financiero	Promedios Mensuales				Variaciones Porcentuales Promedio			
	Jul-03	Jun-03	Dic-02	Jul-02	Mensual		Año 2003	
					Nominal	Real	Nominal	Real
Base Monetaria Amplia	42.840	41.879	35.117	27.129	2,3%	1,8%	22,0%	19,0%
Cuasimonedas ⁽¹⁾	4.863	5.718	7.448	6.806	-15,0%	-15,3%	-34,7%	-36,3%
Base Monetaria	37.977	36.160	27.669	20.323	5,0%	4,6%	37,3%	33,9%
Circulación Monetaria	23.656	21.671	17.766	15.280	9,2%	8,7%	33,2%	29,9%
En poder del Público	20.922	19.092	15.439	13.630	9,6%	9,1%	35,5%	32,2%
En Entidades Financieras	2.734	2.579	2.327	1.649	6,0%	5,5%	17,5%	14,6%
Cuenta Corriente en el BCRA	14.321	14.489	9.904	5.043	-1,2%	-1,6%	44,6%	41,1%
Reservas Internacionales del BCRA	12.774	11.763	10.265	9.224	8,6%		24,4%	
Depósitos Totales en Pesos ⁽²⁾	79.038	77.276	71.478	65.050	2,3%	1,8%	10,6%	7,9%
<u>Depósitos Privados</u>	<u>67.441</u>	<u>65.616</u>	<u>63.784</u>	<u>58.178</u>	<u>2,8%</u>	<u>2,3%</u>	<u>5,7%</u>	<u>3,1%</u>
Cuenta Corriente	11.710	11.145	11.177	9.557	5,1%	4,6%	4,8%	2,2%
Caja de Ahorros	9.815	8.436	8.243	9.181	16,3%	15,8%	19,1%	16,1%
Plazo Fijo	32.769	32.472	16.919	3.747	0,9%	0,5%	93,7%	88,9%
Otros Depósitos	4.313	4.268	3.972	3.374	1,1%	0,6%	8,6%	5,9%
Canjeados por BODEN (contabilizado)	1.749	1.757	3.784	2.634	-0,5%	-0,9%	-53,8%	-54,9%
CEDRO incluyendo CER	7.086	7.538	19.689	13.919	-6,0%	-6,4%	-64,0%	-64,9%
<u>Depósitos del Sector Público</u>	<u>10.954</u>	<u>11.074</u>	<u>7.158</u>	<u>5.973</u>	<u>-1,1%</u>	<u>-1,5%</u>	<u>53,0%</u>	<u>49,3%</u>
Depósitos Totales en Dólares ⁽²⁾	1.384	1.305	834	658	6,1%	5,6%	66,0%	61,9%
Préstamos al Sector no Financiero en Pesos ⁽²⁾	58.709	59.158	61.923	57.089	-0,8%	-1,2%	-5,2%	-7,5%
<u>Al Sector Privado</u>	<u>26.546</u>	<u>27.090</u>	<u>30.700</u>	<u>33.669</u>	<u>-2,0%</u>	<u>-2,4%</u>	<u>-13,5%</u>	<u>-15,7%</u>
Adelantos	3.743	3.892	4.376	4.754	-3,8%	-4,2%	-14,5%	-16,6%
Documentos	4.689	4.654	5.392	5.924	0,7%	0,3%	-13,0%	-15,2%
Hipotecarios	9.968	10.136	11.310	11.944	-1,7%	-2,1%	-11,9%	-14,0%
Prendarios	1.535	1.599	2.118	2.532	-4,0%	-4,4%	-27,5%	-29,3%
Personales	2.024	2.081	2.662	3.331	-2,7%	-3,2%	-24,0%	-25,8%
Tarjetas de Crédito	1.959	2.026	2.047	2.409	-3,3%	-3,7%	-4,3%	-6,6%
Otros	2.627	2.702	2.794	2.775	-2,8%	-3,2%	-6,0%	-8,3%
<u>Al Sector Público</u>	<u>32.163</u>	<u>32.069</u>	<u>31.223</u>	<u>23.421</u>	<u>0,3%</u>	<u>-0,2%</u>	<u>3,0%</u>	<u>0,5%</u>
Préstamos al Sector no Financiero en Dólares ⁽²⁾	1.365	1.385	1.543	9.561	-1,5%	-1,9%	-11,6%	-13,7%
Agregados Monetarios Totales								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. en Pesos y Dólares)	42.219	40.929	36.910	32.437	3,2%	2,7%	14,4%	11,6%
M2 (M1 + Caja de Ahorros en Pesos y Dólares)	54.082	51.315	46.339	42.772	5,4%	4,9%	16,7%	13,8%
M3 (M2 + Depósitos a plazo en Pesos y Dólares + CEDRO con CER)	106.943	103.998	93.490	85.224	2,8%	2,4%	14,4%	11,6%
Agregados Monetarios Privados en Pesos								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. S. Privado)	37.494	35.955	34.063	29.994	4,3%	3,8%	10,1%	7,4%
M2 (M1 + Caja de Ahorros S. Privado)	47.309	44.392	42.307	39.175	6,6%	6,1%	11,8%	9,1%
M3 (M2 + Depósitos a plazo S. Privado + CEDRO con CER S. Privado)	69.662	67.272	73.127	62.441	3,6%	3,1%	-4,7%	-7,1%

(1) Cifras estimadas.

(2) Cifras provisionales, sujetas a revisión.

Fuentes: Contabilidad del Banco Central de la República Argentina y Régimen Informativo SISCEN.



Cifras en millones, expresadas en la moneda de origen.

Factores de Variación	Variaciones promedio							
	Mensual		Trimestral		Acumulado 2003		Últimos 12 meses	
	Nominal	Contribución ⁽¹⁾	Nominal	Contribución ⁽¹⁾	Nominal	Contribución ⁽¹⁾	Nominal	Contribución ⁽¹⁾
Base Monetaria Amplia	961	2,3%	4.609	12,1%	7.722	22,0%	15.711	57,9%
Sector Financiero	-65	-0,2%	-536	-1,4%	-994	-2,8%	-348	-1,3%
Sector Público	-12	0,0%	-95	-0,2%	77	0,2%	1.179	4,3%
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	207		2.487		6.509		9.631	
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	-461		-878		-1.534		4.819	
Crédito Externo	242		-1.704		-4.898		-9.451	
Sector Externo Privado	2.207	5,3%	6.631	17,3%	11.122	31,7%	17.603	64,9%
Liquidación de Exportaciones	794		2.345		3.747		5.794	
Resto	1.412		4.286		7.374		11.809	
LEBAC	-1.192	-2,8%	-1.774	-4,6%	-2.946	-8,4%	-4.325	-15,9%
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	-46	-0,1%	-112	-0,3%	-112	-0,3%	-112	-0,4%
Otros	70	0,2%	496	1,3%	576	1,6%	1.714	6,3%
Reservas Internacionales	1.011	8,6%	2.186	20,6%	2.509	24,4%	3.550	38,5%
Intervención en el Mercado Cambiario	788	6,7%	2.363	22,3%	3.771	36,7%	5.611	60,8%
Sector Público	138	1,2%	-792	-7,5%	-2.068	-20,1%	-3.413	-37,0%
Pago a Organismos Internacionales	115		-553		-1.513		-2.866	
Otras operaciones del Gobierno Nacional	24		-240		-555		-547	
Otros	84	0,7%	616	5,8%	806	7,8%	1.352	14,7%

(1) El campo "Contribución" se refiere al porcentaje de la variación de cada factor sobre la variable principal correspondiente al mes respecto al cual se está realizando la variación.

Fuentes: Contabilidad del Banco Central de la República Argentina y Régimen Informativo SISCEN.



Tasas en porcentaje nominal anual y volúmenes en millones. Promedios mensuales.

Tasas Pasivas	Jul-03	Jun-03	May-03	Dic-02	Jul-02
Call entre Bancos Privados en pesos					
Tasa	2,2	3,6	4,2	6,5	66,2
Monto	131	211	153	87	305
Plazo Fijo					
<u>En pesos</u>					
14-29 días	3,2	7,2	8,7	15,5	90,7
30 días	6,1	10,3	13,5	22,8	55,8
30-44 días, más de 1 millón	5,1	10,1	12,6	25,1	66,3
<u>En dólares</u>					
14-29 días	0,5	0,5	0,6	1,3	2,5
30 días	0,8	0,9	0,9	1,8	4,6
30-44 días, más de 1 millón	0,5	0,3	0,5	0,9	3,2
Tasas Activas	Jul-03	Jun-03	May-03	Dic-02	Jul-02
Prime en pesos a 30 días	16,6	20,3	24,5	33,5	n/d
Cauciones en pesos					
Tasa de interés bruta a 30 días	4,5	8,8	11,3	14,8	51,0
Volumen operado (total de plazos)	217	248	236	130	100
Préstamos en pesos					
Adelantos en Cuenta Corriente		45,2	47,8	50,8	82,7
Documentos a sólo firma		24,3	26,9	27,3	44,6
Hipotecarios		19,0	19,4	22,1	50,8
Prendarios		17,3	18,6	21,7	17,9
Personales		51,1	53,3	53,3	34,8
Tarjetas de Crédito		62,1	64,3	64,1	57,1
Tasas de Referencia	Jul-03	Jun-03	May-03	Dic-02	Jul-02
LIBOR					
1 mes	1,11	1,16	1,32	1,42	1,83
6 meses	1,12	1,09	1,23	1,42	1,90
US Treasury Bond					
2 años	1,46	1,21	1,38	1,82	2,53
10 años	3,95	3,33	3,53	4,02	4,61
FED Funds Rate	1,00	1,20	1,25	1,25	1,75
SELIC (a 1 año)	25,52	26,28	26,50	23,43	18,25



Tasas en porcentaje nominal anual y volúmenes en millones. Promedios mensuales.

Tasas de LEBAC	Jul-03	Jun-03	May-03	Dic-02	Jul-02
En pesos					
1 mes	2,7	5,3	6,8	6,8	n/d
2 meses	3,7	5,9	8,6	7,5	n/d
3 meses	4,5	6,8	10,9	10,8	n/d
6 meses	7,8	12,4	14,6	50,3	n/d
12 meses	14,6	18,8	19,1	n/d	n/d
18 meses	17,0	21,4	23,3	n/d	n/d
En pesos ajustables por CER					
12 meses	8,7	n/d	8,3	n/d	n/d
18 meses	9,3	9,4	10,0	n/d	n/d
En dólares					
14 días	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9
1 mes	0,0	0,0	0,0	0,0	n/d
Mercado Cambiario	Jul-03	Jun-03	May-03	Dic-02	Jul-02
Dólar Spot					
Mayorista	2,80	2,81	2,84	3,48	3,61
Casas de cambio	2,80	2,81	2,84	3,50	3,63
Referencia del BCRA	2,80	2,81	2,84	3,49	3,61
Dólar Futuro					
NDF 1 mes	2,82	2,84	2,87	3,52	3,95
INDOL 1 mes	2,81	2,83	2,85	3,54	n/d
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	3	1	5	1	n/d
ROFEX 1 mes	2,81	2,82	2,85	3,35	3,75
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	27	27	28	12	n/d
Peso / Real	0,97	0,97	0,96	0,96	1,23
Peso / Euro	3,19	3,28	3,30	3,55	3,59
Mercado de Capitales	Jul-03	Jun-03	May-03	Dic-02	Jul-02
MERVAL					
Índice	732	751	645	506	371
Volumen Operado	37	59	43	42	39
Bonos del Gobierno					
BODEN 2012 (US\$) ⁽¹⁾	59,0	58,7	51,7	46,0	n/d
BODEN 08 (\$)	77,2	76,4	77,5	n/d	n/d
Riesgo País					
EMBI+ Argentina	4805	4746	5320	6258	6854
EMBI+ Latinoamérica (sin Argentina)	523	518	536	842	937

(1) La cotización está expresada en dólares estadounidenses.