

Seguimiento del Programa Monetario

Tercer Trimestre de 2010



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Seguimiento del Programa Monetario

Tercer Trimestre de 2010



BANCO CENTRAL
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

Síntesis

- *El crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales que consideraba el Programa Monetario (PM) 2010 era 2,5% promedio anual, mientras que actualmente se estima en un rango de 8,9%-9,5%. Considerando que un crecimiento de la actividad económica a tasas muy superiores a las originalmente previstas en la confección del PM 2010 implica una mayor demanda de dinero para llevar adelante un mayor volumen de transacciones, el Banco Central actualizó las metas monetarias del segundo semestre de 2010.*
- *El cumplimiento de las metas originales para el resto de 2010 hubiera significado conferirle un carácter contractivo a la política monetaria de tal magnitud que hubiese podido afectar el crecimiento del producto y la creación de empleo. Por ello se actualizaron las metas del PM 2010, incorporando la proyección de crecimiento del PIB de 9,1%, sin modificar los precios originalmente previstos. Como resultado, en el escenario base se proyectó un crecimiento del M2 Total de 24,1% interanual en septiembre y de 24,8% interanual en diciembre.*
- *En septiembre la tasa de crecimiento del M2 estuvo 0,3 p.p. por debajo del escenario base previsto en la actualización del Programa Monetario. En efecto, el saldo promedio del M2 se ubicó en \$221.200 millones, al registrar un crecimiento de 23,8% i.a..*
- *Los principales factores que explicaron el aumento de los medios de pago en el tercer trimestre del año fueron las compras de divisas y los préstamos al sector privado. En lo que se refiere a estos últimos, en el período continuaron acelerando su ritmo de expansión interanual, que en septiembre alcanzó a 26,7% i.a., 6,5 p.p. mayor al que presentaba al término del trimestre anterior y 16,5 p.p. por encima del que exhibía al término de 2009.*
- *También se evidenció un importante aumento de los depósitos a plazo. En particular, el aumento trimestral de los depósitos a plazo en pesos del sector privado fue uno de los más elevados de los últimos años. En el tercer trimestre aumentaron 11% (\$7.800 millones). Este fuerte incremento estuvo impulsado tanto por depósitos minoristas (de hasta \$1 millón) como por imposiciones mayoristas.*
- *El crecimiento de los depósitos en pesos le permitió a las entidades financieras aumentar el crédito al sector privado y mantener niveles de liquidez adecuados. En este escenario, las tasas de interés de corto plazo se mantuvieron relativamente estables.*
- *Con el objetivo de brindar un marco de previsibilidad acerca de las variables monetarias y financieras en donde pueda desenvolverse la actividad económica, el Banco Central informa que estima que la variación interanual del M2 se ubicará en septiembre de 2011 en torno a 25,5% y la del M2 privado en torno a 27,4%.*

I. Programa Monetario 2010¹

En agosto el Banco Central actualizó las metas monetarias del segundo semestre de 2010 considerando que un crecimiento de la actividad económica a tasas muy superiores a las originalmente previstas en la confección del Programa Monetario (PM) 2010 implica mayor demanda de dinero necesaria para llevar adelante un mayor volumen de transacciones². Específicamente, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales que consideraba el PM 2010 era 2,5% promedio anual, mientras que actualmente se estima en un rango de 8,9%-9,5%. Sin embargo, en la elaboración del PM no se utilizan datos anuales sino mensualizados. Dicho detalle es muy relevante para períodos de recuperación aguda donde la pendiente del PIB es muy pronunciada. De este modo, al disponer de los nuevos datos y mejores estimaciones para lo que resta del año, actualmente se proyecta que el PIB crecerá 15% entre junio de 2009 que el PIB crecía 4,2% entre junio de 2009 y diciembre de 2010 (ver Gráfico 1).

A su vez, en los últimos meses, una vez disipada la incertidumbre asociada con el contexto internacional y tras el cierre del proceso de canje de deuda, también se evidenció un fortalecimiento de la demanda de dinero más amplia, que incluye aquellos componentes no directamente relacionados con los motivos transaccionales, como los depósitos a plazo y, asimismo, un mayor dinamismo del crédito.

Si bien hasta junio de 2010 no ocurrieron desvíos en los valores observados de M2 respecto a las metas fijadas, mantener vigente un Programa Monetario basado en un nivel de actividad económica significativamente subestimado hubiera implicado conferirle un carácter contractivo a la política monetaria que podría afectar el crecimiento del producto, reduciendo la oferta de crédito y la creación de empleo.

En la Tabla 1 se presenta la actualización de las metas del Programa Monetario 2010. Para ello, considerando que la mayor diferencia respecto de lo previsto procede del aumento en la demanda de dinero transaccional se procedió a calcular una nueva proyección de la misma. En una primera etapa, se realizó una estimación del M2 Privado en pesos, mediante el mismo modelo que fuera utilizado en ocasión del Programa Monetario 2010. En esta proyección se mantuvieron todos los coeficientes y argumentos originalmente empleados, con excepción del PIB real,

Gráfico 1

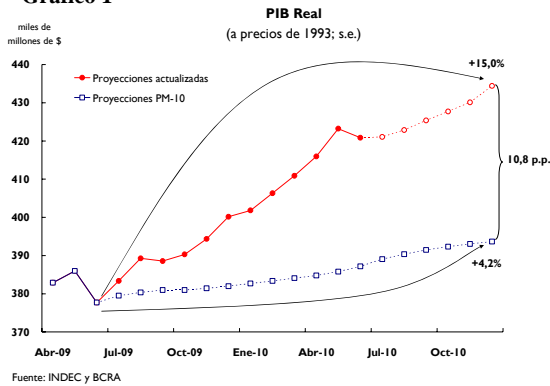


Tabla 1

Programa Monetario 2010 - Metas Actualizadas

var i.a., en %		Sep-10	Dic-10
M2 total	Superior	28,8	29,4
	Base	24,1	24,8
	Inferior	21,8	22,4
M2 privado	Superior		29,9
	Base		23,2
	Inferior		21,1
saldos, en millones		Sep-10	Dic-10
M2 total	Superior	230.173	254.706
	Base	221.696	245.643
	Inferior	217.666	240.930
M2 privado	Superior		215.200
	Base		204.023
	Inferior		200.598

¹ El presente informe fue elaborado con la información estadística disponible el 6 de octubre de 2010. Por su naturaleza, dicha información es provisoria y está sujeta a rectificaciones por parte de las entidades financieras. Excepto que se especifique lo contrario, se analiza el comportamiento de las variables considerando los promedios mensuales de saldos diarios, atento a que con esta metodología se elabora el Programa Monetario.

² En junio de 2003 se efectuó una revisión del Programa Monetario 2003. Para mayores detalles ver Informe de Seguimiento del Programa Monetario de Junio 2003 en <http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/BMA0603.pdf>

que fue sustituido por uno que combina el crecimiento real ya observado y la mejor estimación disponible para lo que queda del año.

Por último, en el caso de los depósitos a la vista en pesos del sector público, se mantuvieron las relaciones en términos del PIB previstas en el Programa Monetario 2010 para el escenario base. Finalmente se calculó el M2 Total sumando las proyecciones de M2 Privado actualizadas en base al modelo, con los depósitos a la vista del sector público recalculados. Para la determinación del rango de las metas de M2, se mantuvo la amplitud y asimetría de las bandas originalmente previstas. Como resultado, en el escenario base se proyectó un crecimiento del M2 Total de 24,1% interanual en septiembre y de 24,8% interanual en diciembre.

En este marco, en septiembre la tasa de crecimiento del M2 estuvo levemente (0,3 p.p.) por debajo del escenario base previsto en la actualización del Programa Monetario. En efecto, el saldo promedio del M2 se ubicó en \$221.200 millones, al registrar un crecimiento de 23,8% i.a. (ver Gráfico 2).

Por su parte, el M2 privado³ promedió \$195.000 millones en septiembre, al registrar una expansión de 31,1% respecto a igual mes de 2009. De este modo, desde el inicio de la recuperación, el M2 privado mostró altas tasas de crecimiento, por encima del 20% i.a. Este comportamiento no es inusual, ya que en 2006 su saldo promedio anual creció 23% i.a., y en 2007, 27% i.a., aunque en algunos meses rondó el 29% i.a.. Las actuales tasas de crecimiento no sólo se justifican en el alto nivel del PIB sino también en la prociclicidad que muestra este agregado. Así ante una desaceleración económica dicha tasa pasó de un pico de casi 30% en agosto de 2007, a un piso de 1,6% en abril de 2009.

Los principales factores que explicaron el aumento de los medios de pago en el tercer trimestre del año fueron las compras de divisas y los préstamos al sector privado (ver Gráfico 3). En lo que respecta a las operaciones de divisas del Banco Central, en el período persistió el escenario prevaeciente a partir de abril, con mayores excedentes de moneda extranjera respecto a lo observado en el primer trimestre del año, producto de una mejora en la liquidación de exportaciones y una reducción de la salida de capitales. En el tercer trimestre las compras de divisas del Banco Central implicaron una expansión de \$14.800 millones. No obstante, debe mencionarse que el Banco Central continuó llevando adelante una política de intervención parcialmente esterilizada, al absorber,

Gráfico 2

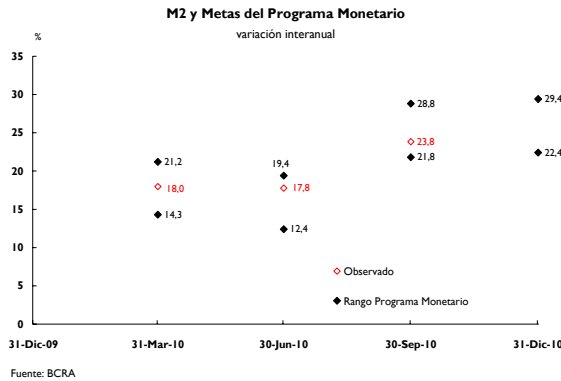
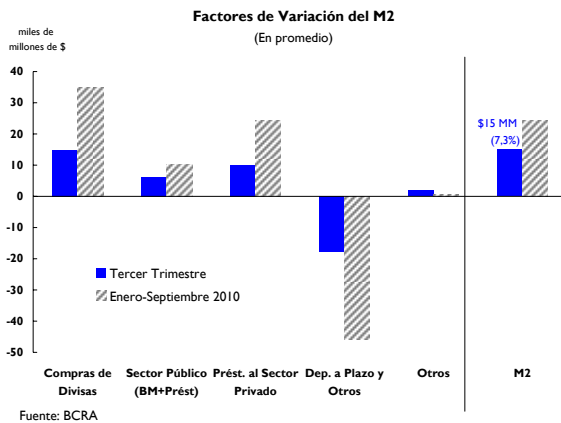


Gráfico 3



³ El agregado monetario M2 privado se define como la sumatoria del circulante en poder del público y los depósitos en caja de ahorros y en cuenta corriente en pesos del sector privado no financiero.

principalmente mediante la colocación de LEBAC y NOBAC, el 60% de la expansión generada por la compra de divisas en el trimestre bajo análisis.

En lo que se refiere a los préstamos al sector privado, continuó verificándose una aceleración en su ritmo de expansión. En particular, en septiembre acumularon un crecimiento de 26,5% i.a., 6,5 p.p. mayor al que presentaban al término del trimestre anterior y 16,5 p.p. por encima del que exhibían al término de 2009. En el tercer trimestre las financiaciones al sector privado aumentaron \$10.000 millones (7,5%), lideradas por los préstamos comerciales y de consumo. A su vez, los créditos con garantía real también subieron, aunque en menor magnitud (ver Gráfico 4).

Una elevada proporción de la expansión generada por los factores mencionados y las operaciones del sector público fue dirigida a incrementar los depósitos a plazo que, de esta forma, fueron un factor importante de contracción del M2. En efecto, el aumento trimestral de las colocaciones a plazo del sector privado fue uno de los más altos de los últimos años, mientras que el sector público continuó canalizando parte de sus recursos excedentes hacia este tipo de depósitos.

Con el objetivo de brindar un marco de previsibilidad acerca de las variables monetarias y financieras en donde pueda desenvolverse la actividad económica, el Banco Central informa que estima que la variación interanual del M2 se ubicará en septiembre de 2011 en torno a 25,5% y la del M2 Privado en torno a 27,4%.

2. Agregados Monetarios más amplios

El M3 en pesos, que incluye el circulante en poder del público y el total de depósitos en pesos, acumuló un crecimiento trimestral de 9,8% (\$32.800 millones) y un aumento de 31,8% i.a.. El total de depósitos en pesos creció \$24.700 millones (9,9%), impulsados principalmente por las colocaciones del sector privado, que acumularon un crecimiento de \$15.500 millones (9%).

Como fuera mencionado, los depósitos a plazo continuaron teniendo una participación destacada en el incremento de las colocaciones en pesos. En particular, el aumento trimestral de los depósitos a plazo en pesos del sector privado fue uno de los más elevados de los últimos años. En el tercer trimestre aumentaron 11,3% (\$7.800 millones), suba que no se registraba desde la primera parte de 2008, cuando las colocaciones a plazo de este sector habían sido impul-

Gráfico 4

Préstamos en Pesos al Sector Privado No Financiero

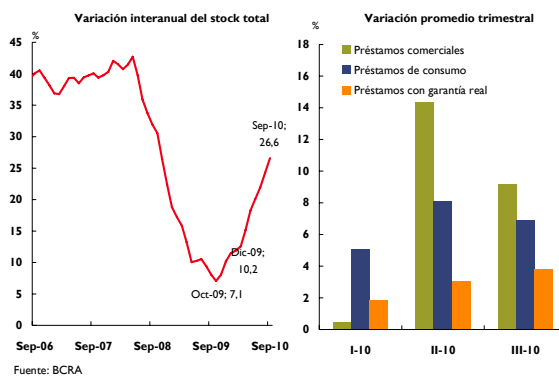
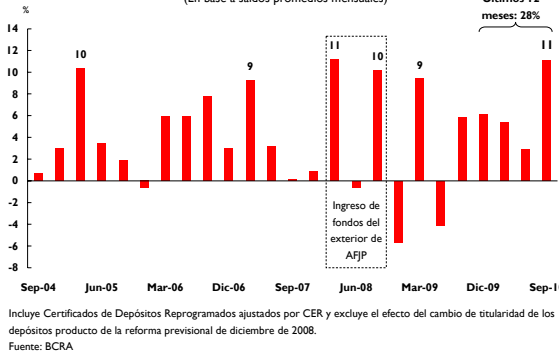


Gráfico 5

Variación Trimestral de los Depósitos a Plazo en Pesos Privados
(En base a saldos promedios mensuales)



sadas por un cambio normativo⁴. En septiembre, los plazos fijos del sector privado crecían a una tasa del 28,1% interanual (ver Gráfico 5).

Al observar la trayectoria de las colocaciones a plazo fijo del sector privado en el transcurso del trimestre se verifica que aumentaron notablemente su tasa de crecimiento desde mediados de julio. A partir de entonces este tipo de colocaciones crecieron a un ritmo promedio mensual de 4%, muy por encima de la tasa de expansión que habían mostrado en la primera parte del año. En efecto, con anterioridad al período en que disminuye la tasa de renovación de las colocaciones mayoristas producto del vencimiento del impuesto a las ganancias (a mediados de mayo) los depósitos a plazo fijo privados habían crecido, en promedio a un ritmo cercano al 2% mensual y entre fines de mayo y mediados de julio habían retomado una tendencia ascendente aunque menos pronunciada que la observada en las últimas semanas. Este fuerte incremento estuvo impulsado tanto por depósitos mayoristas (de más de \$1 millón) como por imposiciones del segmento de menos de \$1 millón (ver Gráfico 6).

3. Tasas de interés de referencia

En el tercer trimestre persistió el contexto de los meses previos, caracterizado por un crecimiento de depósitos que posibilitó el incremento de la financiación al sector privado y, simultáneamente, preservar adecuadas condiciones de liquidez bancaria. En este marco, las tasas de interés de corto plazo se mantuvieron relativamente estables, con subas acotadas.

El Banco Central mantuvo las tasas de interés de pases en los mismos niveles que en el primer trimestre, mientras que la tasa de préstamos interbancarios (call) promedió septiembre 9,3%, nivel 0,4 p.p. superior al promedio de junio.

La tasa de interés cobrada por los préstamos otorgados bajo la forma de adelantos en cuenta corriente a empresas, por más de \$10 millones, a un plazo de entre 1 y 7 días aumentó levemente en la primera quincena del trimestre y luego se mantuvo en torno a 10,6%. De este modo, aumentó 0,5 p.p. respecto al promedio de junio.

Gráfico 6

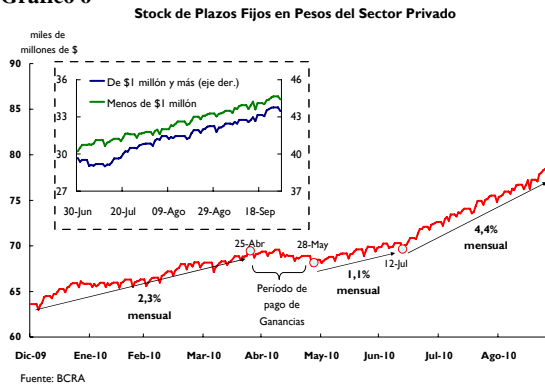
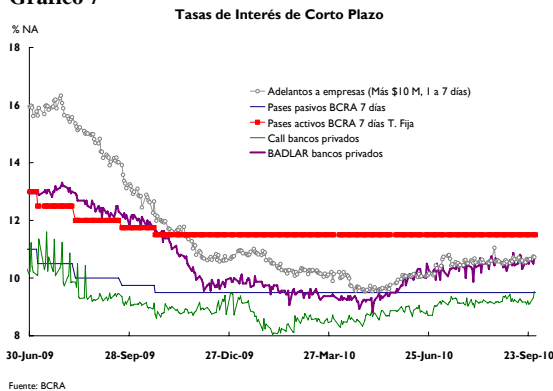


Gráfico 7



⁴ A fines de 2007, mediante la Resolución Conjunta de la SAFJP 10/2007, del BCRA 209 y de la CNV 517, e Instrucción de la SAFJP 18/2007, se modificó la normativa de inversiones de las AFJP, determinándose que las colocaciones de las administradoras en Fondos Comunes de Inversión con patrimonio integrado por activos de emisores del MERCOSUR o títulos representativos de estos, no deberían formar parte del Fondo de Jubilaciones y Pensiones a fines de 2008, estableciéndose un cronograma de convergencia gradual a dicho objetivo.

Por otra parte, la tasa de interés BADLAR⁵ de bancos privados había aumentado en el transcurso de junio, lo que explica aproximadamente la mitad del aumento promedio que experimentó en el trimestre. Luego, en agosto tuvo un leve aumento adicional y finalmente, en septiembre promedió 10,6%, nivel 0,4 p.p. por encima de su valor en junio (ver Gráfico 7).

⁵ Tasa de interés por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos a 30-35 días de plazo.