

Continuamos con nuestro análisis sobre la evolución de las principales variables monetarias. Una vez conocidos los datos de Julio, estudiamos el comportamiento de la velocidad del dinero.

Resumiendo, las Reservas Internacionales alcanzaron US\$ 51.073 millones al 30-07-2010, aumentando en US\$ 1.833 millones con respecto a fin de Junio. La Base Monetaria, se ubicó en un promedio de AR\$ 133.808 millones en Julio, creciendo de 26,3% YoY. Por otro lado, los Depósitos Totales en Pesos lograron llegar a AR\$ 264.952 millones, al 30-07-2010, registrando un incremento del 25,1% YoY. Mientras tanto, los Préstamos en Pesos al Sector Privado, alcanzaron AR\$ 138.861 millones, a fin de Julio, variando +2,5% MoM. El agregado monetario M2 Total, se ubicó en un promedio de AR\$ 217.790 millones, con un crecimiento de 23,76%.

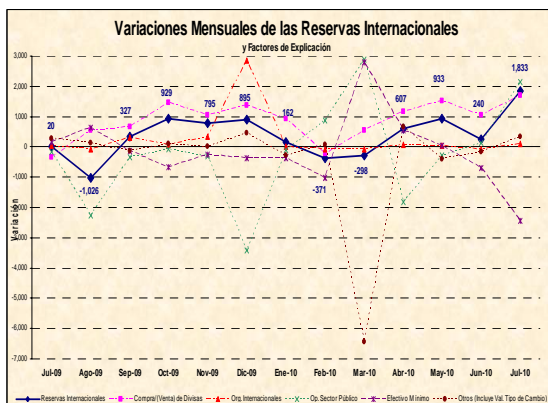
Reservas Internacionales

Las Reservas Internacionales mostraron un crecimiento de US\$ 1.833 millones durante Julio, siendo el máximo crecimiento mensual desde Noviembre de 2007, y alcanzando un nuevo récord de US\$ 51.073 millones. Nuevamente, la principal fuente de explicación fueron las compras netas realizadas por el BCRA por US\$ 1.696 millones en el mercado de cambios, y también constituyendo otro máximo mensual desde Enero de 2008.

Por otro lado, el Efectivo Mínimo y los Operaciones del Sector Público reflejaron el traspaso de cuentas a la vista en Dólares del Tesoro (como contrapartida de una parte del Fondo de Desendeudamiento) para liquidar el pago del cupón de Boden 2012 por US\$ 12,57 a cada 100 nominales.

La excelente performance de los títulos públicos locales ha permitido que la dolarización de portafolios se neutralizara en el mes de Julio. A su vez, las liquidaciones de exportaciones del complejo CIARA-CEC fueron de aproximadamente US\$ 1.875 millones.

De esta manera, la acumulación de reservas en el transcurso de 2010 -US\$ 3.106 millones- casi duplica la suma de los totales de 2008 y 2009. Esto demuestra la relevancia del nivel de precios y cantidades de la temporada agrícola 2010, del contexto internacional de bajas tasas de interés que ha permitido resurgir a la deuda local, y del éxito del último canje de deuda.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Sin embargo, el excedente de divisas ha generado una importante expansión en los agregados monetarios locales, que el Banco Central ha tratado de esterilizar pero que lejos está todavía de evitar el impacto inflacionario, el cual repercute sobre la competitividad de la economía.

Por su parte, el tipo de cambio ha sentido el impacto del influjo de capitales. Si bien el Banco Central informó una devaluación nominal del Peso de 0,20%, alcanzando AR\$ 3,9395, desde nuestra aproximación al tipo de cambio que da cobertura a los pasivos monetarios, la moneda local avanzó casi 5,2%.

Base Monetaria

Durante el mes de Julio, la Base Monetaria aumentó en AR\$ 7.061 millones, duplicando el aumento registrado el mes anterior. De esta manera, considerando promedios, la Base Monetaria finalizó el séptimo mes del año en AR\$ 133.808 millones, lo que equivale a un crecimiento mensual de 5,57%. A su vez, el incremento interanual fue de 26,28% (4 puntos porcentuales por encima del registrado en Junio), lo que da cuenta de la aceleración en el ritmo de expansión de este agregado monetario.

Como se puede observar en el siguiente gráfico, la expansión anual alcanzada en Julio de 2010 fue 21 pp. superior a la registrada en Julio de 2009, lo que evidencia el carácter súper expansivo de la política monetaria.

A su vez, considerando los cierres de mes, la Base Monetaria exhibió una variación mensual y anual de 5,43% y 32,10% en cada caso, tras alcanzar la suma de AR\$ 134.066 millones. En términos nominales, esta última cifra representa un incremento de AR\$ 6.904 millones en relación a Junio y se explica principalmente por la compra de divisas en AR\$ 6.672 millones, como consecuencia de la abundante oferta de dólares proveniente de la cosecha de soja y el mayor apetito por el riesgo de los inversores extranjeros, y por el Sector Público en AR\$ 2.658 millones. Por otro lado, las esterilizaciones a través de Lebacs y Nobacs ascendieron a AR\$ 3.277 millones, la mitad de lo inyectado en el mercado vía compra de divisas. Adicionalmente, considerando los

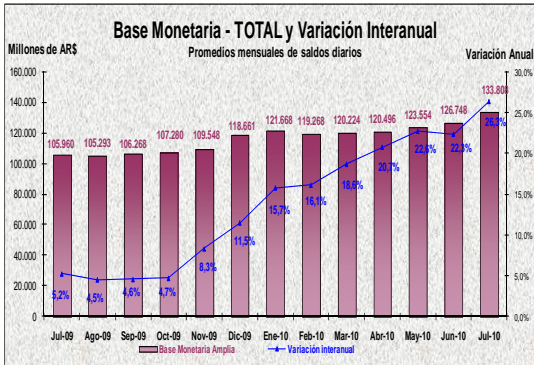
Contexto Monetario

Julio 2010

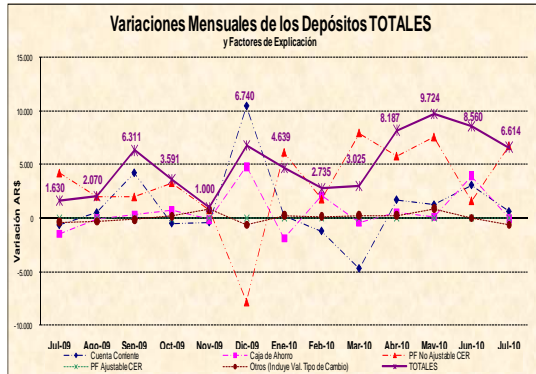
12/08/10

componentes de este agregado monetario, observamos que tanto el Circulante en poder del público como los Depósitos en Cuenta Corriente del BCRA aumentaron respecto a Junio en AR\$ 3.991 millones y AR\$ 2.2918 millones respectivamente, mientras que el Circulante en Entidades Financieras se contrajo AR\$ 5 millones.

continúan mostrando una desaceleración en el ritmo de crecimiento anual (109,93% YoY en Julio frente a 129,39 YoY el mes pasado) y una tasa negativa en la variación mensual (-7,71% MoM).



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

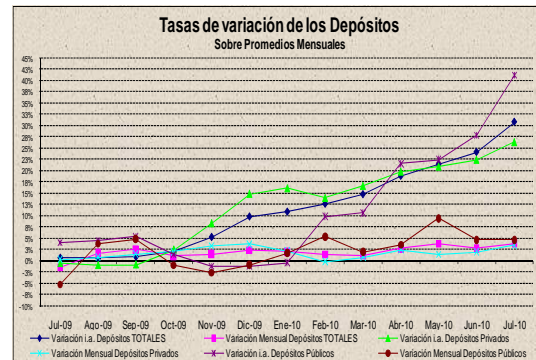
Depósitos y Préstamos

En Julio, los Depósitos en Pesos ascendieron a AR\$ 258.588 millones, lo que significó un incremento mensual de 3,9% considerando el promedio del mes. En términos interanuales, la variación fue de 30,75%, un salto de 6,65 puntos porcentuales frente al crecimiento anual de Junio pasado. A su vez, al 30-07-2010, los Depósitos en Pesos alcanzaron los AR\$ 264.952 millones, un aumento nominal de AR\$ 6.614 millones. De esta cifra, AR\$ 2.953 correspondieron al Sector Privado, mientras que AR\$ 3.661 fueron explicados por el Sector Público. Esto da cuenta del fuerte crecimiento del manejo de fondos de los organismos públicos los cuales, en promedio aumentaron sus depósitos un 41,2% en Julio de 2010 frente a igual mes del año anterior. Por su parte, los Depósitos Privados, también en promedio, exhibieron una expansión 26,34% YoY, tras registrar un saldo de AR\$ 175.610 millones.

Entre los principales factores que impulsaron el crecimiento de los Depósitos en Julio, se destacó en ambos casos el aumento en los Plazo Fijos, con variaciones de 8,4% MoM y 76,4% YoY en el caso del Sector Público, mientras que en el caso del Sector Privado, los incrementos fueron de 3,8% MoM y 25,6% YoY respectivamente.

Por otro lado, los Depósitos en Dólares ascendieron en Julio a US\$ 15.438 millones, lo que significó una caída mensual de 1,6% y un avance de 31% en términos interanuales. A su vez, considerando promedios, los Depósitos en Dólares del Sector Privado continuaron registrando tasas de variaciones positivas (13,30% YoY y 1,2%), mientras que los del Sector Público

En lo que respecta a las variaciones de los Depósitos Totales, se observa cómo el crecimiento de los Públicos viene impulsando, desde Abril, el crecimiento de los Depósitos del Sistema Financiero.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Por su parte, los Préstamos en Pesos al Sector Privado, alcanzaron en Julio la suma de AR\$ 136.760 millones, o sea un incremento de 2,52% MoM y 21,50% YoY. Por otro lado, considerando los cierres de cada mes, el saldo fue de AR\$ 138.861 millones, es decir un incremento de 1,6% y 21% en términos mensuales y anuales respectivamente.

Como viene sucediendo en los últimos meses, los principales aumentos se registraron en los préstamos vinculados al consumo, el cual se ve favorecido en el presente contexto de tasas de interés reales negativas.

El avance de mayor magnitud se reflejó en Documentos, con un aumento promedio de AR\$ 1.428 millones (una variación de 5,63% MoM y 32,5% YoY), seguido de Otros con una expansión promedio de AR\$ 568 millones (6,90% MoM y 48,2% YoY). En tercer lugar, Personales avanzaron AR\$ 493 millones (1,49% MoM y

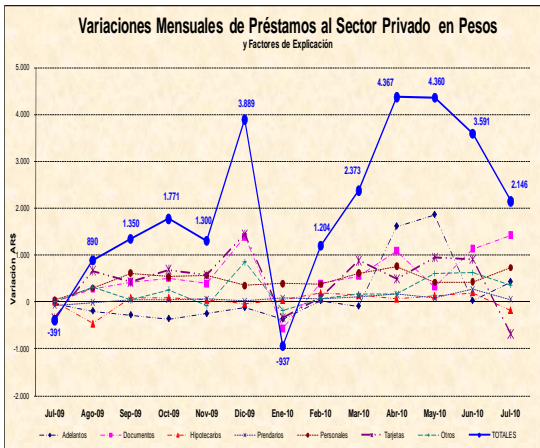
Contexto Monetario

Julio 2010

12/08/10

20,7% YoY). Por último, Tarjetas exhibió un aumento nominal de AR\$ 308 millones (1,48% MoM y 38,9% YoY).

En el caso de los Préstamos en Dólares al Sector Privado, el saldo promedio de Julio fue de US\$ 5.772 millones, es decir una variación mensual de 1,3%, mientras que en términos anuales permanecieron prácticamente estancados con un tasa de 0,2%. Al igual, que en el caso de los préstamos en Pesos, Documentos y Otros experimentaron las principales variaciones, en magnitud, durante Julio. Mientras que el primero aumentó en US\$ 257 millones en promedio (6,1% MoM y 0,5% YoY), el segundo cayó US\$ 148 millones (-23,9% MoM y -26,1% YoY).



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

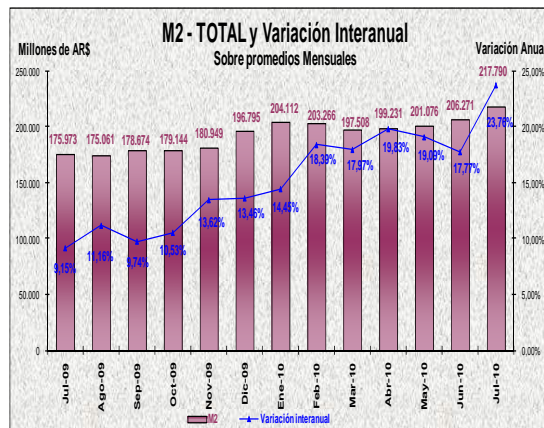
M2 y Tasas

En línea con el incremento observado en la Base Monetaria, el agregado monetario M2 Total registró en Julio un aumento anual de 23,76%, tras alcanzar un saldo promedio de AR\$ 217.790 millones. De mantenerse esta tendencia de mayor ingreso de dólares por la liquidación de exportaciones y mayor apetito por el riesgo de los inversores globales, el cumplimiento de la meta del programa monetario en el tercer trimestre (20% según el límite superior) podría verse comprometido. De todos modos es probable que, para alcanzar el objetivo, se recurra una vez más al traspaso desde depósitos a la vista a plazo fijo por parte de organismos oficiales. Incluso, como comentáramos anteriormente, se observa que los Depósitos del Sector Público están siendo impulsados por los Plazos Fijos, lo que hace pensar que para Septiembre, el crecimiento anual de este componente pueda llegar a ser ampliamente superior.

En cuanto al M2 privado, al cierre de Julio alcanzó los AR\$ 188.691 millones, en promedio, un avance mensual de 5,32%, mientras que en términos

anuales la variación fue de 26,44%, muy por encima del objetivo de 19,1% impuesto para Diciembre de este año.

Teniendo en cuenta los depósitos en todas las monedas, el M2 Total alcanzó los AR\$ 246.675 millones, una variación de 26,44% YoY, mientras que el M2 Privado finalizó Julio en AR\$ 208.082 millones, un avance de 28,3% en términos anuales.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

A pesar de la cómoda situación de liquidez en la que se encuentra el mercado, la Tasa Badlar Bancos Privados continuó con su trayectoria ascendente, tras ubicarse en Julio en 10,31% en promedio, es decir un aumento de 16 bps en relación al mes anterior.

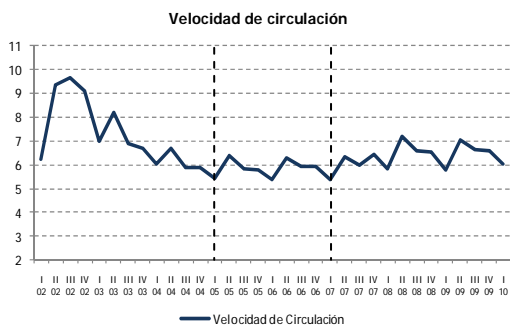
Como comentáramos en nuestro último reporte semanal de Renta Fija, nuestra visión sobre la trayectoria futura de la tasa de interés se basa en el crecimiento relativo de la demanda por instrumentos indexados. Por otro lado, la mayor necesidad de esterilización en el futuro por parte del BCRA podría impactar en las tasas de las Lebacs.

	BBP		Mercado		
	Promedio	Última	Lebac 30 días	Futuro Dólar	Futuro Badlar
Jun-09	12,94	12,9	12,75	14,88	n.a.
Jul-09	13,04	13,2	12,5	10,85	n.a.
Ago-09	12,73	12,5	11	9,80	n.a.
Sep-09	12,23	12,2	11,43	6,02	12,50
Oct-09	11,79	11,4	11,32	2,40	11,18
Nov-09	10,67	10,1	10,8	6,86	10,26
Dic-09	9,82	10,0	9,96	12,01	10,00
Ene-10	9,86	9,8	10	9,85	9,97
Feb-10	9,54	9,5	10,4	5,19	9,78
Mar-10	9,43	9,4	10,6	1,25	9,58
Abr-10	9,25	9,3	10,75	5,60	9,80
May-10	9,38	9,8	10,5	8,11	10,11
Jun-10	10,14	10,3	10,3	9,29	10,45
Jul-10	10,31	10,4	10,92	7,67	10,59

Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

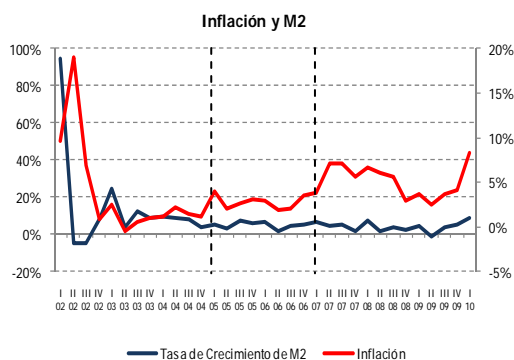
Velocidad de Circulación

En el actual contexto de elevada emisión monetaria cobra relevancia el análisis de la velocidad de circulación del dinero (V). Como se puede apreciar en el siguiente gráfico, tras la salida del régimen de Convertibilidad, V ha registrado una tendencia decreciente, lo que responde al menor nivel de actividad en términos reales y la ampliación del agregado M2. Desde comienzos de 2005 y hasta fines de 2006, el comportamiento de V, parece haberse mantenido relativamente estable, lo cual coincide con una etapa de estabilidad en las variaciones de precios, de M2 y del PIB real.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA y el INDEC.

A partir de 2007, comienza a observarse una ligera tendencia creciente, que se explica por la dinámica adoptada por los precios que, en términos relativos, superó a la del producto y a la de M2. Actualmente esta tendencia podría verse acentuada por la monetización del gasto público, pudiendo dar lugar a un círculo vicioso. Está último operaría desde M2 hacia la inflación, generando un incremento en las expectativas, y llevando a los agentes a buscar desprenderse de medios de pago, para evitar perder poder adquisitivo.



Fuente: Elaboración propia con datos de BCRA, INDEC y BA City.

Consideraciones finales

El salto cuantitativo en la expansión de la creación de dinero primario continúa siendo de preocupación para los policy makers. Esto queda evidenciado a partir del manejo de los depósitos públicos para alcanzar la meta del Programa Monetario. No obstante, lo que ya parece inevitable es que los medios de pago privados no alcanzaran el objetivo prefijado para 2010. Asimismo, las autoridades monetarias han convenido con el Ministerio de Economía, el traspaso de fondos correspondientes a las utilidades del Banco Central en el último ejercicio. De esta manera, los inversores comienzan a descontar un escenario de mayores tasas de interés que, pese a la abundancia de liquidez, la autoridad monetaria debería incentivar para poder

duplicar el ritmo de absorción, a través de la emisión de deuda.

A su vez, de continuar el ingreso de capitales y/o de producirse el retorno de Argentina a los mercados internacionales de crédito, la monetización del saldo de la balanza de pagos podría imprimir un nuevo impulso a la inflación local.

Por otro lado, por segundo mes consecutivo, los Depósitos Totales crecieron por encima del aumento en la Base Monetaria, aunque también por arriba del incremento en los Préstamos, razón por la cual descienden los niveles de intermediación.

Research:

Pablo J. Santiago

santiagop@mariva.com.ar

Sarmiento 500 5th

C1041AAJ – Buenos Aires

ARGENTINA

Tel. +54-11-4321-2277

Hernán M. Gauna

gaunah@mariva.com.ar

Sarmiento 500 5th

C1041AAJ – Buenos Aires

ARGENTINA

Tel. +54-11-4321-2200 ext. 411

International Sales Distribution:

Ezequiel Bidau

bidau@mariva.com.ar

Sarmiento 500 6th

C1041AAJ – Buenos Aires

ARGENTINA

Tel. +54-11-4321-2239

Ignacio Lembeye

lembeyei@mariva.com.ar

Sarmiento 500 6th

C1041AAJ – Buenos Aires

ARGENTINA

Tel. +54-11-4321-2278

Local Institutional Sales:

Juan Manuel Paz Biar

biarj@mariva.com.ar

Sarmiento 500 6th

C1041AAJ – Buenos Aires

ARGENTINA

Tel. +54-11-4321-2209

Samuel Wainstein

wainsteins@mariva.com.ar

Sarmiento 500 6th

C1041AAJ – Buenos Aires

ARGENTINA

Tel. +54-11-4321-2275

Información Importante

El material que integra la presente es propiedad de Banco Mariva S.A. La información y las imágenes que se presenten no podrán ser reproducidas o usadas sin el consentimiento expreso de Banco Mariva S.A., bajo ninguna circunstancia.

Los informes que contienen estas páginas, así como las recomendaciones que eventualmente pudieran efectuarse en las mismas, han sido preparados por personal de Banco Mariva S.A. en base a información pública, con el debida diligencia y cuidado para no brindar información falsa ni engañosa al momento de su difusión. Los mismos han sido confeccionados a fin de ilustrar y servir a los receptores de los mismos, sobre la marcha de los mercados y de las acciones. Los mismos son proporcionados sólo con propósitos informativos y por lo tanto no pueden ser utilizados para comprar, vender, alquilar acciones o títulos o para realizar cualquier operación en función de los mismos, ya que no constituyen oferta, sugerencia, ni recomendación a tales efectos. Por tales motivos Banco Mariva S.A. no se responsabiliza ni por la exactitud o integridad de los mismos, ni por los eventuales daños patrimoniales o no que provoquen decisiones basadas en dichos informes, ni por la utilización que de dicha información realice el usuario.