

Informe Monetario Mensual

SEPTIEMBRE 2003

CONTENIDOS

1. Síntesis	1
2. El Mercado Monetario	2
2.1. La Base Monetaria Amplia	2
2.2. Medios de Pago	3
2.3 El Rescate de Cuasimonedas	4
2.4. Depósitos a Plazo	4
2.5. CEDRO	6
2.6. Depósitos en Dólares	6
2.7. Liquidez Bancaria	6
2.8. Tasas de Interés	7
2.9. Préstamos	8
2.10. LEBAC	9
2.11. Cambios Normativos en el Mercado Monetario	11
3. Mercado Cambiario	12
4. Mercado de Capitales	13
4.1. Bonos Soberanos	13
4.2. Acciones	14
4.3. Bonos Corporativos	15
5. Acuerdo con el FMI	17
6. Indicadores Monetarios y Financieros	19

I. Síntesis

- Durante septiembre, el mercado monetario no evidenció cambios significativos respecto de su comportamiento de agosto. Los depósitos mostraron una tendencia creciente lo largo del mes (si bien en promedio exhibieron una caída) y las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables. Por su parte la Base Monetaria Amplia (BMA) se ubicó dentro de los lineamientos del Programa Monetario presentado a mediados de año.

- La BMA exhibió una contracción de aproximadamente \$250 millones (0,6%) mientras que en términos desestacionalizados evidenció un incremento del orden del 2%. Su evolución estuvo marcada por las operaciones con el sector público, que resultaron contractivas. Por su parte, las compras de divisas al sector privado continuaron siendo el principal factor de expansión aunque a un nivel mucho menor al de los meses anteriores.

- Los medios de pago al sector privado en pesos (M2 privado) aumentaron en septiembre alrededor de \$850 millones (1,7%). En términos desestacionalizados, en cambio, continuaron evidenciando un importante aumento (4%), en parte por la influencia de la reactivación de la actividad económica, y en parte por la “preferencia por la liquidez” que evidenciaron los tenedores de colocaciones a plazo fijo originadas en el canje de depósitos reprogramados.

- Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado exhibieron una disminución de aproximadamente \$700 millones (2,2%) respecto del mes anterior, y, si se consideran los CEDRO (incluyendo CER), el decrecimiento fue algo superior a \$1.000 millones. La variación promedio está fuertemente afectada por el “arrastre” estadístico de agosto ya que a lo largo del mes las colocaciones crecieron alrededor de \$500 millones. Durante la tercer semana del mes finalizó el proceso de liberación de depósitos reprogramados al terminar de vencer las colocaciones a 120 días de plazo que correspondían, en este caso, a montos superiores a \$100.000.

- El sistema financiero continuó evidenciando un alto nivel de liquidez que se reflejó en bajas tasas de interés pasivas y del mercado de préstamos interbancarios. La tasa por depósitos a plazo fijo de entre 30 y 44 días cerró el mes en 4,4%, el mismo nivel en el que había finalizado agosto. Por su parte, la tasa interbancaria en pesos mostró una variación mínima (inferior a 0,5 pp), cerrando el mes en 1,5%.

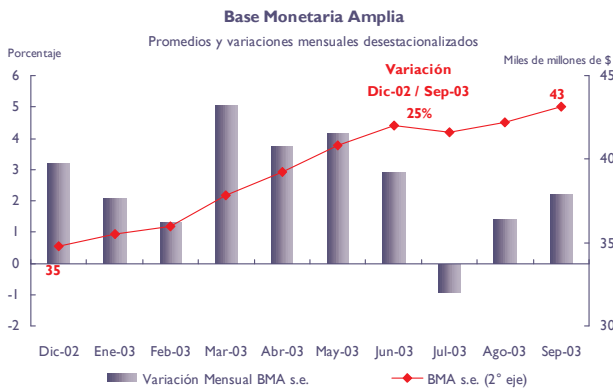
- Por segundo mes consecutivo, el total de préstamos al sector privado evidenció un crecimiento (\$160 millones, 0,5%) respecto al promedio del mes anterior. Al igual que en agosto el crédito fue de corto plazo y estuvo dirigido a empresas grandes. Cabe señalar que durante el mes continuaron ajustándose las tasas de interés activas y, de esta forma, se siguen reduciendo los altos *spreads* que se vienen observando durante el año.

- El BCRA continuó con su política de fortalecer uno de sus principales instrumentos de política monetaria, las LEBAC. Durante septiembre el BCRA comenzó a participar en el mercado secundario de estas letras -interviniendo en la denominada rueda LECE- lo cual contribuyó a mejorar la liquidez de estos instrumentos. Se observó durante el mes, un considerable aumento de la demanda por este instrumento. Asimismo, no sólo disminuyeron las tasas de interés, sino que también se percibió un menor riesgo para los meses venideros, al observarse un aplanamiento de la curva de rendimientos del mercado primario respecto a meses atrás.

- El mercado cambiario mostró una apreciación nominal del peso respecto de la moneda norteamericana del 1%, en tanto, que el tipo de cambio real multilateral del peso contra las monedas de los principales socios comerciales aumentó 1% como resultado de la depreciación nominal del peso respecto al euro.

2. El Mercado Monetario¹

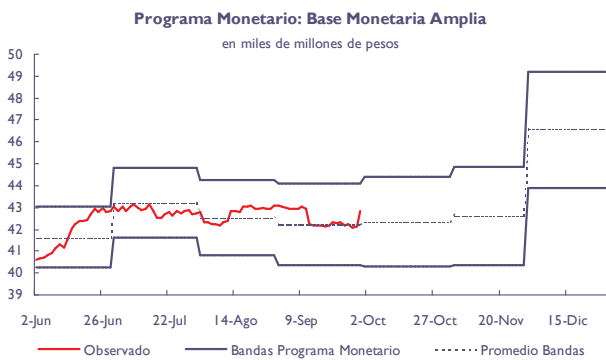
Gráfico 2.1.1



2.1. La Base Monetaria Ampla

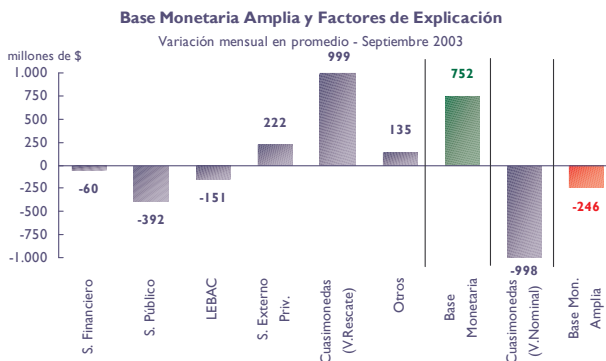
Durante septiembre, la Base Monetaria Ampla (BMA) exhibió una moderada contracción de aproximadamente \$250 millones (0,6%) que, dada la ausencia de inflación a lo largo del mes bajo análisis, coincide con la variación real. La caída observada de la BMA se desagrega en un incremento de \$850 millones (3%) en la circulación monetaria, y disminuciones en la cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA de aproximadamente \$100 millones (1%), y en el stock de cuasimonedas de casi \$1.000 millones (27%). Por su parte, la BMA en términos desestacionalizados evidenció un incremento del orden del 2%.

Gráfico 2.1.2



Es importante destacar que la evolución de la base monetaria amplia continuó dentro de los lineamientos expuestos en el Programa Monetario presentado a mediados de este año. Como puede observarse en el Gráfico 2.1.2, la BMA se mantuvo holgadamente dentro de las bandas fijadas en dicho Programa.

Gráfico 2.1.3



Desde el punto de vista de los factores de explicación de la BMA, la dinámica del mes fue en gran parte producto del comportamiento del sector público. En efecto, durante septiembre se produjo un importante vencimiento de deuda con el FMI, cuyo pago fue afrontado por el Gobierno en parte con fondos provenientes de sus depósitos en el sistema financiero (lo que produjo un importante efecto contractivo sobre la base monetaria), y en parte con el otorgamiento de Adelantos Transitorios de este BCRA. Hacia finales del mes, se produjo el ingreso de la primera cuota del nuevo Stand-By, pero por un importe algo inferior al pago efectuado, lo que determinó que se recompusieran los saldos del Gobierno en el sistema financiero, pero quedara un saldo sin cancelar (\$430 millones) del adelanto oportunamente otorgado.

En cuanto al resto de los factores de variación de la BMA, la emisión de LEBAC también acarreó una contracción monetaria, en este caso del orden de \$150 millones; en tanto, el sector financiero presentó un efecto contractivo de \$60 millones vinculado a la cancelación de intereses por redescuentos.

Tabla 2.1.1

Flujos mensuales, en millones de pesos - Septiembre 2003	En promedio	"Entre puntas"
Base Monetaria Ampla	-246	-242
Cuasimonedas	-998	-907
Base Monetaria	752	665
Circulación Monetaria	849	447
En poder del Público	773	291
En Entidades Financieras	76	156
Cuenta Corriente en el BCRA	-97	217
Factores de Variación de la Base Monetaria Ampla		
Sector Financiero	-60	-44
Sector Público	-392	-192
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	3.209	434
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	-172	962
Crédito Externo	-3.429	-1.588
Sector Externo Privado	222	210
LEBAC	-151	-232
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	0	-1
Otros	135	18

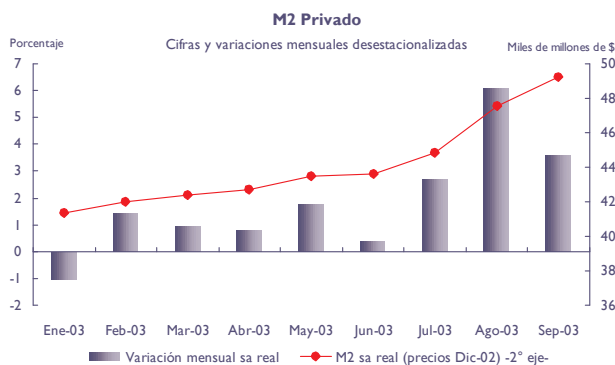
En contraste, el principal elemento expansivo continuó siendo las operaciones de cambio del BCRA con el sector privado. Dicho factor, no obstante, mostró la menor variación promedio mensual en lo que va del año (\$200 millones aproximadamente), como resultado de una menor presencia de la autoridad monetaria en el mercado de cambios. Como se verá en la sección "Mercado cambiario", septiembre se caracterizó por una oferta de divisas menor a la de los meses previos y una demanda sostenida.

En tanto, "Otros factores" representaron una expansión monetaria de unos \$135 millones. La Tabla 2.1.1 detalla los diferentes factores y sus efectos asociados.

¹ Todos los agregados monetarios incluidos en esta sección son "amplios", o sea, incluyen el stock de cuasimonedas.

2.2. Medios de Pago

Gráfico 2.2.1

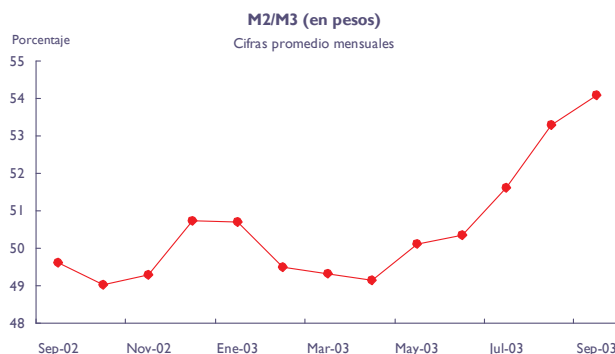


Los medios de pago al sector privado en pesos -M2 privado²- aumentaron en septiembre alrededor de \$850 millones (1,7%). Tal incremento puede desagregarse en las ya citadas variaciones del circulante en poder del público y del stock de cuasimonedas (positiva por casi \$800 millones y negativa por aproximadamente \$1.000 millones, respectivamente), y en el incremento de colocaciones a la vista de alrededor de \$1.050 millones (5%)³.

Como puede observarse en el Gráfico 2.2.1, los medios de pago privados en términos desestacionalizados que venían creciendo a una tasa del 1% mensual durante el primer semestre, aceleraron su ritmo de crecimiento a partir de julio. En septiembre, si bien no crecieron como en agosto, continuaron evidenciando un importante aumento (4%), en parte por la influencia de la reactivación de la actividad económica, y en parte por la preferencia por la liquidez que evidenciaron los tenedores de colocaciones a plazo fijo originadas en el canje de depósitos reprogramados.

En efecto, como se advierte en el Gráfico 2.2.2, el crecimiento del M2 privado implicó aumentar su participación en los recursos monetarios privados totales en pesos -M3 privado⁴- , llegando a representar el 54% (cabe señalar que durante el primer semestre del año esta participación rondaba el 50%). A ello contribuyó la liberación de CEDRO que se instrumentó a partir de abril.

Gráfico 2.2.2



En lo que respecta a la composición del M2 privado, no se observaron modificaciones en cuanto a la participación relativa de sus dos componentes⁵, el circulante y los depósitos a la vista, mostrando ambos, un aumento del orden del 4% en términos desestacionalizados.

El aumento del circulante amplio⁶ está en línea con la coyuntura económica real, que como se apuntó, sigue dando evidencias de recuperación. Asimismo, la elusión del impuesto a los débitos y créditos bancarios estaría contribuyendo a la mayor demanda de efectivo.

² El agregado monetario M2 se define como la suma del circulante en poder del público, los depósitos a la vista del sector privado y las cuasimonedas.

³ Debe señalarse que las cifras en promedio contienen un considerable grado de "arrastre" estadístico del mes anterior, en especial, en lo que concierne a los depósitos a la vista del sector privado. Si se considera la variación entre los saldos a fin de mes, dichas colocaciones presentaron una caída a lo largo de septiembre, y mostraron, después de 5 meses de crecimiento sostenido, una disminución de aproximadamente \$300 millones. No obstante, este comportamiento no debe desvincularse de lo acontecido con los depósitos a plazo que se comentará en la sección 3.4.

⁴ El agregado monetario M3 incluye la suma del M2 y los depósitos a plazo fijo incluyendo el stock de CEDRO.

⁵ Se estima que el 60% del stock de cuasimonedas se asemeja al circulante, mientras que el 40% restante a depósitos a la vista.

⁶ Medido "entre puntas" (variación de saldos a fin de mes) el circulante también mostró una expansión durante el mes en cuestión, aunque de menor magnitud (1,3%).

2.3. El Rescate de Cuasimonedas

En el marco del Programa de Unificación Monetaria (PUM), durante septiembre se rescataron cuasimonedas por un total de \$907 millones en valor nominal (VN), lo que implicó una emisión monetaria de \$903 millones (valor de rescate). Desde el comienzo del PUM, en mayo de este año, el total rescatado asciende a VN \$4.984 millones -equivalentes a \$4.861 millones en valor de rescate-, que representa alrededor del 80% de las cuasimonedas en circulación al inicio del programa, habiéndose rescatado a fin de septiembre la totalidad de LECOR (Pcia. de Córdoba), FEDERALES (Pcia. de Entre Ríos), BOCANFOR (Pcia. de Formosa) y BOCADE (Pcia. de Tucumán) que estaban en circulación. El monto rescatado en septiembre es levemente superior al de agosto, sin embargo esto no responde a una aceleración del nivel de rescate de LECOP (Gobierno Nacional) y PATACON (Pcia. de Bs. As.) –únicas cuasimonedas rescatadas en agosto- sino a que en septiembre se incorporaron al PUM los bonos de la provincia de Catamarca. Así, del total rescatado, el 42% correspondió a LECOP, el 53% a PATACON y el resto a BONOSCAT (Pcia. de Catamarca), rescatándose de los primeros montos similares a los del mes anterior (alrededor de VN\$ 380 millones y VN\$ 480 millones respectivamente). Para los próximos meses se podría esperar que el rescate de cuasimonedas se mantenga en los niveles actuales, ya que a partir de mediados de octubre y hasta fin de diciembre, los tenedores de PATACON tienen la opción de canjearlos directamente por ventanilla en el Banco de la Provincia de Bs. As., a su valor nominal, lo cual podría acelerar el rescate de los aproximadamente VN\$ 1.200 pendientes (45% del total en circulación original). Por otro lado, también a partir de mediados de octubre se comenzarán a rescatar los bonos de la provincia del Chaco (QUEBRACHO) por VN\$ 100 millones y los de la provincia de Corrientes (CECACOR) por VN\$ 250 millones. Además, hay alrededor de VN\$ 1.000 millones de LECOP pendientes de rescate (30% del total de la circulación original) y restan incorporarse al PUM los bonos de la provincia de La Rioja (Bono de Cancelación de Deudas A y B).

Gráfico 2.3.1

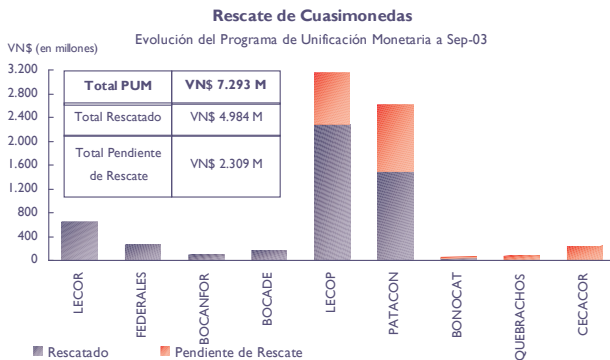
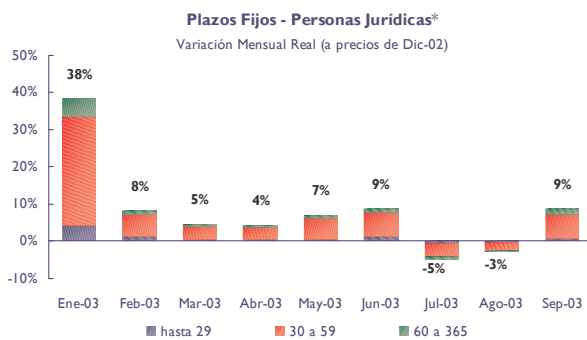


Gráfico 2.4.1



* Incluyen Instituciones Financieras

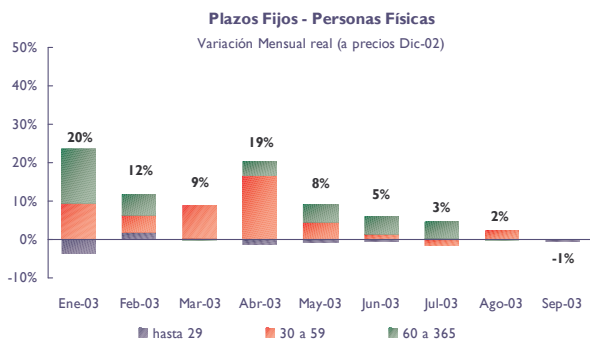
2.4. Depósitos a Plazo

Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado exhibieron en el mes una disminución de aproximadamente \$700 millones (2,2%) respecto del promedio del mes anterior, y, si se consideran los CEDRO (incluyendo CER), el decrecimiento fue algo superior a \$1.000 millones. Debe tenerse en cuenta, como se señaló en el caso de los medios de pago, que la variación promedio está fuertemente afectada por el “arrastre” del mes previo⁷.

En los últimos meses, la evolución de los depósitos a plazo estuvo marcada por el vencimiento de las colocaciones concertadas al levantarse las restricciones financieras. Durante julio y agosto vencieron, en su mayoría, los certificados que correspondían a montos originales menores a \$100.000 y, en septiembre, venció el último tramo (\$600 millones) correspondiente a los mayores a esa

⁷ Considerando saldos a fin de mes, el desempeño de las colocaciones a plazo del sector privado resultó positivo por unos \$500 millones (2%). Por su parte, la variación de CEDRO fue negativa en \$470 millones (7%), con lo cual, los depósitos a plazo netos de CEDRO, se incrementaron levemente.

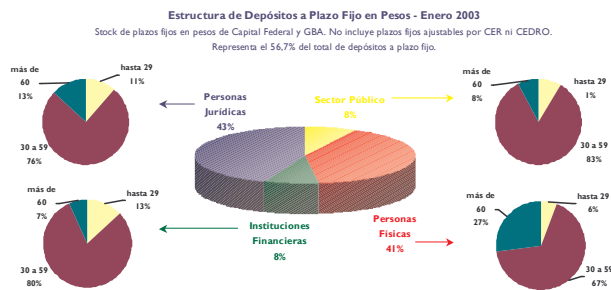
Gráfico 2.4.2



cifra. Observando la evolución de los depósitos a plazo, podría concluirse que ha existido un diferente comportamiento entre los tenedores de certificados de montos pequeños y aquellos de montos más grandes. Mientras los primeros mostraron una alta preferencia por la liquidez, los segundos habrían renovado en mayor proporción sus colocaciones a plazo.

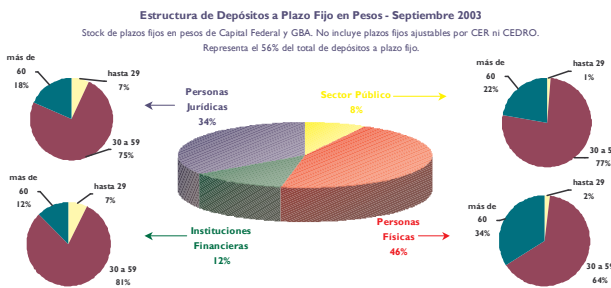
La renovación de depósitos de relativamente mayor magnitud tiende a confirmarse si se observan los datos de una muestra de colocaciones a plazo para Capital Federal y Gran Buenos Aires, que no incluye aquellas ajustables por CER y, por lo tanto, no considera los depósitos pactados al levantarse el “corralón”⁸. En el último mes, cómo puede advertirse en los Gráficos 2.4.1 y 2.4.2, hay un aumento de los depósitos a plazo concertados por personas jurídicas, mientras que las personas físicas muestran una leve caída de sus saldos. Si se considera que las primeras manejarían saldos de relativamente mayor cuantía que las segundas, podría asociarse el incremento observado en el total de depósitos a plazo con el crecimiento de las colocaciones de personas jurídicas registrado por la muestra en consideración.

Gráfico 2.4.3



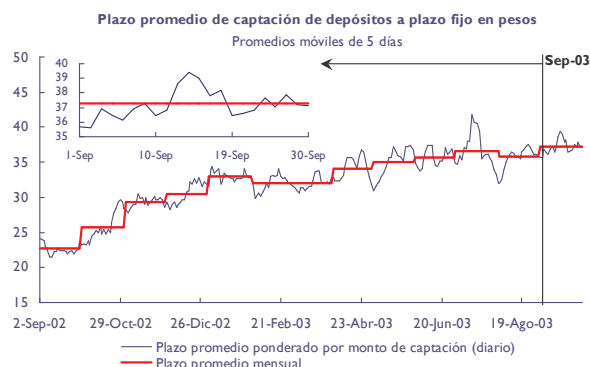
En línea con este comportamiento, la información disponible apunta a que varios de los más importantes bancos comenzaron, hacia fines de mes, a remunerar con tasas de interés más atractivas las colocaciones de mayor cuantía -superiores a \$1 millón.

Gráfico 2.4.4



La referida muestra de depósitos a plazo también permite hacer una caracterización de lo ocurrido en este segmento durante los últimos meses. En los Gráficos 2.4.3 y 2.4.4 se compara la estructura de depósitos a plazo, por tenedor y por plazo, en enero y septiembre de este año. Un primer rasgo saliente es la mayor presencia de personas físicas, en detrimento de las jurídicas. Asimismo, dentro de este último grupo, cobran más relevancia las prestadoras de servicios financieros como las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) o los Fondos Comunes de Inversión (FCI). Un segundo rasgo a tener en cuenta es la mayor participación, dentro de las tenencias de personas físicas, de los depósitos de mayor plazo: aquellos a más de 60 días aumentaron su participación en 7 puntos porcentuales (si bien más del 60% del stock permanece en colocaciones hasta 59 días). El incremento en los plazos y la mayor presencia de personas físicas, en un contexto libre de restricciones financieras, son evidencias altamente relevantes en cuanto la muestra en cuestión refleja las colocaciones puramente voluntarias.

Gráfico 2.4.5



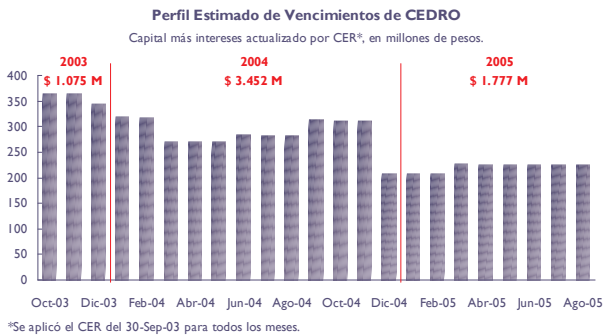
Además del ya referido aumento en el plazo promedio del stock de depósitos en el período enero-septiembre de este año, puede examinarse también el plazo promedio de captación de las nuevas colocaciones que se realizan. Como puede observarse en el Gráfico 2.4.5, durante septiembre, el plazo promedio de captación de depósitos a plazo fijo en pesos (ponderado por el monto de las colocaciones) tendió a incrementarse respecto del mes anterior, alcanzando a 37 días, el nivel más alto registrado desde el abandono de la convertibilidad. Cuando se desagregan los montos de las operaciones concertadas, se halla que los montos de mayor magnitud se ubicaron -durante septiembre- en los tramos de hasta \$100.000 y de más de \$1.000.000; en este último caso, la observación es consistente con lo señalado anteriormente en cuanto al papel más significativo de las personas jurídicas en la dinámica de

⁸ Dicha muestra representa el 57% del total de los depósitos a plazo fijo.

los depósitos durante el mes bajo análisis.

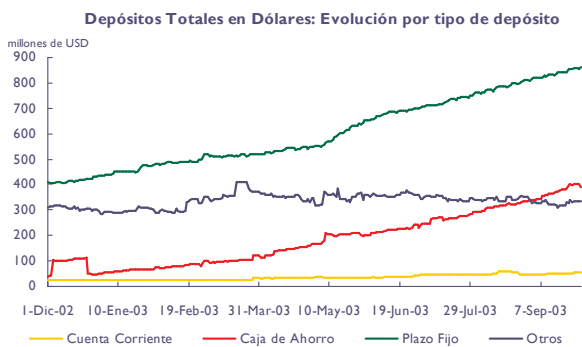
2.5. CEDRO

Gráfico 2.5.1



En septiembre, con el vencimiento de los últimas colocaciones a plazo originadas en depósitos reprogramados finalizó el proceso de liberación de CEDRO quedando un stock remanente, incluyendo el ajuste por CER, a fin de septiembre, de \$6.200 millones. En cuanto al perfil de vencimientos del stock total de CEDRO con CER, el 17% vence este año, el 56% vence el año próximo y el 29% restante en el 2005. Como se observa en el Gráfico 2.5.1, teniendo en cuenta el capital actualizado por CER más los intereses, deberían pagarse alrededor de \$1.080 millones durante el último trimestre de este año, \$3.450 millones durante el año 2004, y \$1.780 millones en el 2005. Cabe señalar que los bancos presentan una situación de liquidez excedente por lo que se espera afronten estos vencimientos sin variaciones significativas en las tasas de interés.

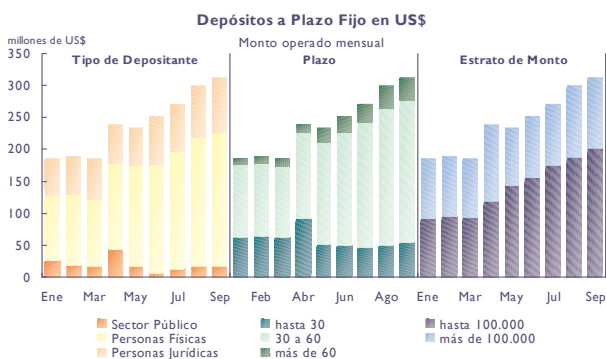
Gráfico 2.6.1



2.6. Depósitos en Dólares

Los depósitos en dólares del sector privado se incrementaron durante el mes en US\$ 110 millones (9%), siguiendo con el desempeño observado en los últimos meses. Este tipo de colocaciones ha mostrado un sostenido crecimiento a lo largo del año, que se aceleró a partir de mayo, y fundamentalmente, se evidenció en los depósitos a plazo y en caja de ahorros (Ver Gráfico 2.6.1). En efecto, las colocaciones en moneda extranjera que venían creciendo a una tasa promedio mensual de 6% durante los primeros cuatro meses de 2003, duplicaron su ritmo de crecimiento a casi un 12% mensual a partir de mayo.

Gráfico 2.6.2



La aceleración en el ritmo de crecimiento de este tipo de colocaciones coincidió con la apertura total de las restricciones financieras, que en una primera etapa comprendió los depósitos de montos menores. Esto podría explicar que el aumento de las colocaciones en moneda extranjera hayan sido realizadas, tal como se advierte en el Gráfico 2.6.2, por las familias y correspondieran a montos menores a \$100.000 y a plazos cortos, esto es, de alrededor de 30 días.

2.7. Liquidez Bancaria

La liquidez del sistema financiero no mostró cambios significativos en el mes bajo análisis, de forma que, como puede observarse en el Gráfico 2.7.1, el ratio de liquidez - depósitos en cuenta corriente en el BCRA más el efectivo en bancos respecto de los depósitos totales- se mantuvo en alrededor del 26%. Al respecto, el leve “amesetamiento” que refleja la curva de liquidez en los últimos dos meses estaría indicando que las entidades financieras paulatinamente van procurando mantener pero no ya incrementar el nivel de liquidez alcanzado.

Gráfico 2.7.1

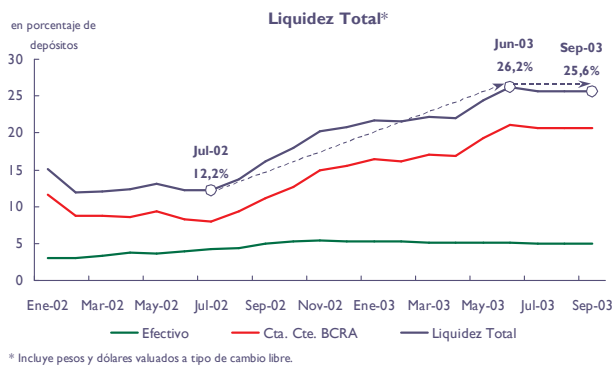


Gráfico 2.7.2

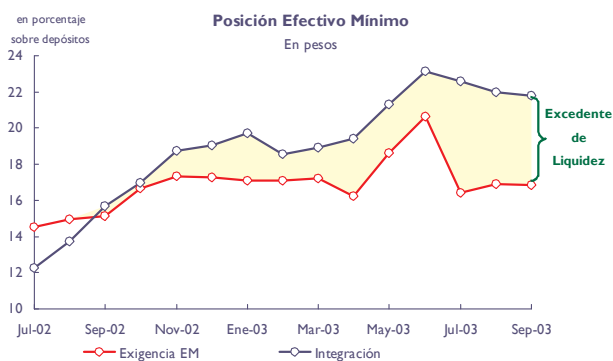


Gráfico 2.8.1



Por su parte, las reservas bancarias prácticamente no variaron ya que si bien cayeron los depósitos en cuenta corriente en el BCRA, esto resultó compensado en gran medida por el aumento de las tenencias de efectivo por parte de las entidades financieras.

Por otra parte, en el Gráfico 2.7.2 se muestra la posición de efectivo mínimo⁹ -integración de las entidades financieras en efectivo y en cuentas a la vista en el BCRA menos la exigencia de efectivo mínimo establecida por el BCRA- como porcentaje de los depósitos totales en pesos. Como puede observarse, durante el mes de septiembre las entidades financieras mantuvieron una integración excedente de 5 puntos porcentuales por encima de los requerimientos legalmente exigidos. Adicionalmente, si se considera el segmento en dólares el excedente de liquidez total¹⁰ asciende a 9 puntos porcentuales (aproximadamente de \$7.600 millones).

Asimismo, si se analiza la posición de efectivo mínimo por grupo de bancos se observa que la mencionada sobreintegración se concentra principalmente en el grupo de bancos públicos que aportan con un 50% al excedente de la posición total. No obstante, cabe destacar que el mantenimiento de una excesiva liquidez por sobre la legalmente exigida ha sido una política generalizada mantenida por la totalidad de las entidades financieras desde septiembre del pasado año y por todo el año 2003. El grado de incertidumbre en el que se ha desenvuelto el sistema bancario se ha reducido sensiblemente y, en tanto las condiciones de reactivación de la economía se establezcan y se normalice definitivamente el sistema financiero, es de esperar que esta situación comience a revertirse.

2.8. Tasas de Interés

El contexto de liquidez en el que se desarrollaron las entidades financieras durante septiembre se tradujo en estabilidad de las tasas de interés. La tasa por depósitos a plazo fijo de entre 30 y 44 días cerró el mes en 4,4%, el mismo nivel en el que había finalizado agosto. Por su parte, la tasa interbancaria en pesos mostró una variación mínima (inferior a 0,5 pp.), cerrando el mes en 1,5%. De esta manera, la volatilidad de las tasas de interés se mantiene muy reducida por segundo mes consecutivo, y revela una fuerte reducción desde los niveles registrados en los primeros meses del año. Medida a través del desvío estándar para 10 días hábiles, la volatilidad de la tasa de interés por depósitos a plazo fijo de entre 30 y 44 días pasó desde más de 2 pp. hacia fines de febrero hasta 0,2 pp. en septiembre, tal como se advierte en el Gráfico 2.8.1. Si se evalúa la volatilidad a través del coeficiente de variación de la tasa de interés (que relaciona el desvío estándar con la media de tal variable, medidos ambos en diez días hábiles¹¹), éste pasó desde máximos (para el año) de 0,13 en febrero a 0,05 a fines de septiembre.

La marcada estabilidad de las tasas de interés promedio de las colocaciones a plazo no permite apreciar el comportamiento de ciertos segmentos específicos de este mercado. En efecto, la tasa de

⁹ Corresponde al régimen de efectivo mínimo dispuesto por el BCRA. Para más detalle, ver Texto Ordenado sobre Efectivo Mínimo.

¹⁰ Considerando pesos más dólares valuados al tipo de cambio promedio del mes, sin computar el incremento en la exigencia, en el segmento en dólares, equivalente al defecto de aplicación de recursos en moneda extranjera.

¹¹ El coeficiente de variación expresa el desvío en unidades de tasa promedio

Gráfico 2.8.2

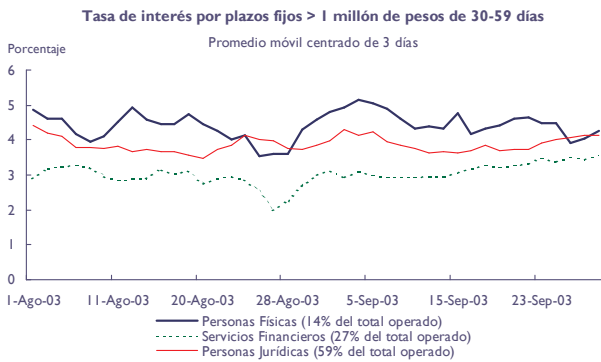
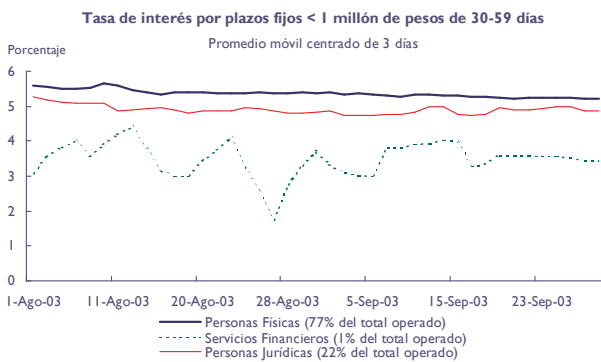
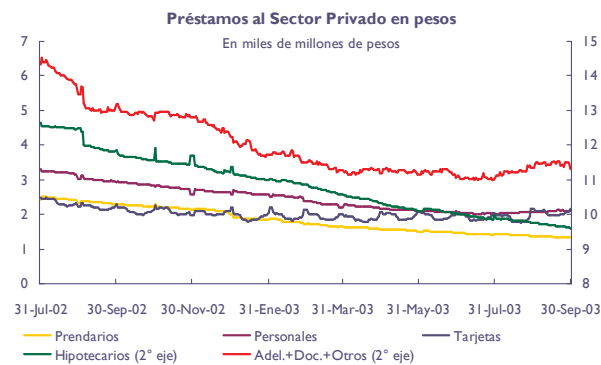


Gráfico 2.8.3



interés por depósitos mayores a \$1 millón de entre 30 y 59 días tendió a mostrar un repunte en la última parte del mes. Este tipo de movimiento estaría relacionado con necesidades puntuales de liquidez de ciertas entidades financieras¹². En los Gráficos 2.8.2 y 2.8.3 pueden observarse las tasas de interés para depósitos a plazo de más y menos de \$1 millón, tanto de personas físicas como jurídicas (diferenciándose también, en el caso de estas últimas, las prestadoras de servicios financieros tales como AFJP y FCI). Puede apreciarse cómo los diferentes rendimientos para colocaciones inferiores a \$1 millón se mantuvieron estables o incluso decrecieron levemente a lo largo del mes de septiembre. Ello contrasta con el comportamiento de las tasas de depósitos superiores a \$1 millón. En particular, las tasas de interés para colocaciones de prestadores de servicios financieros mostraron a lo largo de todo el mes una tendencia creciente, que las llevó a valores aún superiores a los de agosto. Por su parte, las tasas de interés para otras personas jurídicas evidenciaron un repunte en la segunda quincena del mes, mientras que en el caso de personas físicas, presentaron una tendencia decreciente que se revirtió recién hacia fin de mes, pero finalizando con valores inferiores a los de principio de septiembre. Estos movimientos no pueden descartarse por poco significativos: en el caso de varias entidades, llegaron a significar cambios de entre 1 y 2 pp. en las remuneraciones de los depósitos de mayor tamaño -una diferencia relevante para inversores que, como se dijo, son relativamente más sensibles a cambios en las tasas de interés.

Gráfico 2.9.1

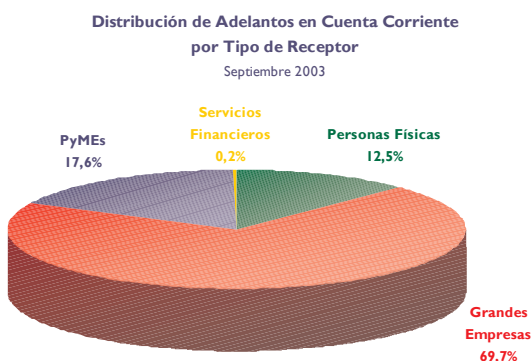


2.9. Préstamos

En septiembre, por segundo mes consecutivo, el total de préstamos al sector privado evidenció un crecimiento -\$160 millones (0,5%) respecto al promedio del mes anterior. No obstante, si se consideran cifras a fin de mes se observó una leve caída.

Los préstamos otorgados bajo la forma de adelantos en cuenta corriente fueron los que presentaron mayor dinamismo en el período analizado. Estas líneas de préstamo tienen un evidente carácter cortoplacista, y su finalidad es satisfacer necesidades de liquidez. Como puede observarse en el Gráfico 2.9.2, casi el 90% de estas líneas se otorgaron a empresas y, de éstas, sólo el 20% correspondió a PyMEs. Es el mercado de préstamos en el que más entidades participan y presentó una concentración significativa, ya que 14 entidades -una cuarta parte de las que operaron en este mercado¹³- acumularon el 80% de los adelantos otorgados en el mes.

Gráfico 2.9.2



La tasa de interés por este tipo de crédito mostró una sostenida caída a lo largo de 2003 desde niveles superiores al 50% a principios de año hasta alcanzar, en promedio, 32% en septiembre. Cabe señalar que en este mercado se observa una segmentación importante en cuanto a las tasas de interés ofrecidas. Mientras las empresas más grandes consiguen fondos a una tasa promedio de alrededor del 20%, las personas físicas, lo hacen al 50% y las PyMEs al

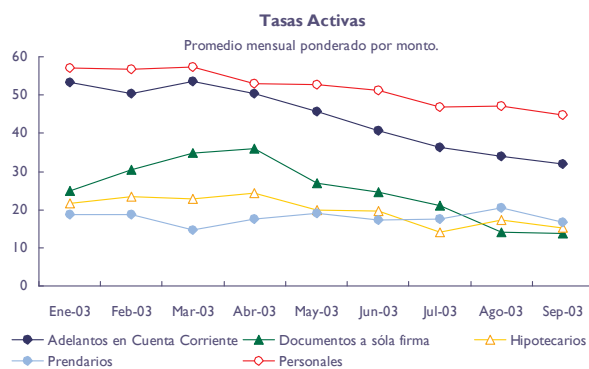
¹² Como se ha señalado en informes anteriores, esta es una de las formas más directas en que las entidades pueden captar fondos, ya que los inversores de mayor tamaño son mucho más sensibles a cambios en las tasas de interés.

¹³ La información sobre montos operados y tasas de interés por préstamos surge de un nuevo régimen que aún se está analizando, por lo que estas cifras deben considerarse como preliminares. Aquí se toman en cuenta las entidades que están informando operaciones en cada una de las líneas consideradas.

70%. Obviamente, esto tiene que ver con la percepción de riesgo que tiene la entidad respecto del tomador del crédito.

La otra línea de crédito que ha mostrado un crecimiento durante los últimos dos meses, es la de préstamos personales¹⁴. Estos, básicamente, son utilizados para financiar compras de bienes de consumo, por lo que su aumento estaría en línea con el de la demanda de consumo en los últimos meses. Solo 42 entidades habrían operado en este segmento de créditos, de las cuales 14 acumularon el 90% del monto operado en el mes. La tasa de interés promedio para esta clase de crédito, también evidenció una permanente caída, desde niveles cercanos al 60% en los primeros meses del año hasta el 45% observado en la actualidad. El costo de este tipo de préstamos es más alto que el del resto de las líneas debido principalmente a la ausencia de una garantía real, a una significativa asimetría de información -basada fundamentalmente en la dificultad de definir flujos de caja para este tipo de deudores y poder monitorear su desempeño- y a un mayor riesgo de insolvencia por parte del deudor.

Gráfico 2.9.3



El resto de las líneas no ha presentado cambios significativos. Las operaciones con garantía hipotecaria son escasas, al igual que aquellas con garantía prendaria y por lo tanto, dada la natural cancelación de cuotas, seguimos observando caídas en sus stocks. En estos segmentos, suele observarse la tasa de interés mas baja del mercado – en septiembre, rondó el 15%- a pesar de lo cual, siguen sin reactivarse. Es que aquí deben considerarse ciertos condicionantes por el lado de la demanda. Fundamentalmente, la sostenida caída de los ingresos de las familias en los últimos años. Esto lleva, por un lado, a que los requisitos de acceso a un crédito de este tipo sean mas restrictivos que en otra épocas y, por otro lado, a la incertidumbre sobre el repago futuro de estos préstamos de largo plazo.

Finalmente, los documentos a sola firma que son una forma de financiamiento empresarial de mediano plazo también presentaron una disminución de su stock. Este segmento es el que muestra la mayor concentración tanto en los montos operados - 8 entidades acumularon el 90% de dichos montos- como en las tasa de interés. La tasa de interés promedio para estas líneas de crédito se encuentran en un nivel similar al comentado para las hipotecas y prendas, alrededor del 15%.

Como conclusión se señala la existencia de un mercado de préstamos pequeño, fundamentalmente dirigido a empresas grandes y en menor medida, al financiamiento de bienes de consumo. Las tasas de interés activas, si bien muestran una sostenida caída, siguen evidenciando altos *spreads* respecto a las tasas de interés pasivas.

2.10. LEBAC

En septiembre, las condiciones de liquidez de los bancos que operan localmente y las iniciativas tomadas por el Banco Central sobre las condiciones de negociación de estos instrumentos contribuyeron a mejorar las características de las LEBAC como

¹⁴ No se incluyen las operaciones de crédito con tarjetas ya que no se tiene información actualizada sobre las mismas a la fecha de elaboración del presente informe.

Tabla 2.10.1

	Principales indicadores de LEBAC					
	LEBAC en pesos			LEBAC en dólares		
	29-Ago-03	30-Sep-03	Variación	29-Ago-03	30-Sep-03	Variación
Costo medio (TNA %)	17,4	16,4	-1,1	0,0	0,0	0,0
Vida promedio (días)	199	223	24	18	10	-9
Stock (millones de VN)	7.830	8.264	433	149	137	-13

activos financieros, haciéndolas más atractivas e impulsando su demanda en las licitaciones y favoreciendo el aumento de las transacciones en el mercado secundario. Como se viene verificando desde hace algunos meses, las entidades financieras continúan con un elevado nivel de liquidez, que unido a la falta de alternativas de inversión en el mercado local y a la estabilidad de la moneda doméstica, llevaron a que las LEBAC se demandaran en niveles crecientes constituyéndose en un importante activo de inversión. Especialmente en el mes analizado, la relación entre las ofertas recibidas para comprar LEBAC en el mercado primario y las adjudicaciones, aumentó significativamente para todos los plazos ofrecidos por el Banco Central. Ello permitió no solamente mantener condiciones favorables de contratación, sino que además impulsó las negociaciones en el mercado secundario. En efecto, durante septiembre, las operaciones realizadas en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) aumentaron apreciablemente, lo cual es un indicador de que buena parte de la demanda insatisfecha en el mercado primario se volcó a las negociaciones en este ámbito. Por otra parte, a partir del corriente mes, el Banco Central comenzó a participar en el mercado secundario de estos instrumentos interviniendo en la denominada rueda LECE, especialmente creada como plataforma de negociación para las LEBAC.

Gráfico 2.10.1

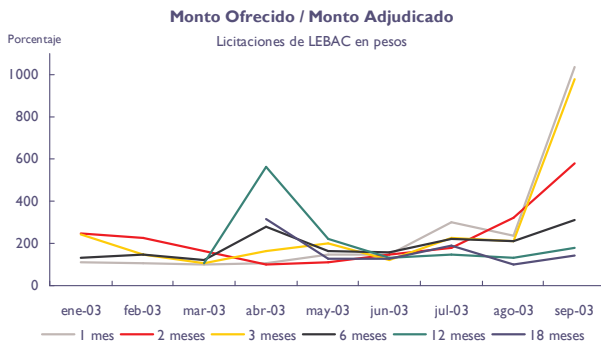
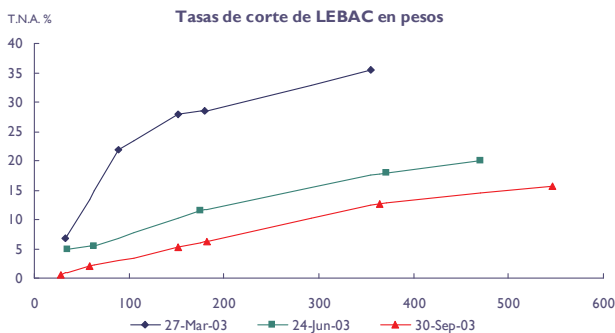


Gráfico 2.10.2



Como se aprecia en el Gráfico 2.10.1, la proporción de ofertas recibidas en relación a las adjudicaciones aumentó en el mes considerablemente para todos los plazos, destacándose la demanda de instrumentos de hasta 3 meses que superó en casi 7 veces las ofertas efectivamente adjudicadas para esos vencimientos. Sin embargo, es importante notar que luego del anuncio del cierre del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, comenzaron a recibirse mayores ofertas de fondos para la compra de LEBAC de vida promedio superior y que la demanda de LEBAC con una madurez superior a los 3 meses pasó de representar, a comienzos del mes, tan sólo el 20% del total ofrecido en cada licitación, a constituir el 60% de ese total a fines del mes. Adicionalmente, a ello contribuyó el comienzo de la intervención del Banco Central en el mercado secundario, que rescató en LEBAC en pesos con vencimientos entre enero y julio del año próximo. El volumen promedio diario operado en el mercado secundario de LEBAC alcanzó los \$80 millones¹⁵, más que duplicando el monto promedio negociado el mes anterior, como puede observarse en el Gráfico 2.10.2.

Gráfico 2.10.3



Puede constatar en la Tabla 2.10.1 sobre los principales indicadores de la cartera en circulación de LEBAC que esto fue acompañado por mejoras en las tasas de interés pagadas en las licitaciones, mostrando un menor riesgo percibido para los meses venideros, al observarse un aplanamiento de la curva de rendimientos del mercado primario respecto a meses atrás, habiéndose reducido el spread entre las tasas de corte de 12 meses y de 1 mes de 29 pp. en marzo a 12 pp. a fines de septiembre (ver Gráfico 2.10.3).

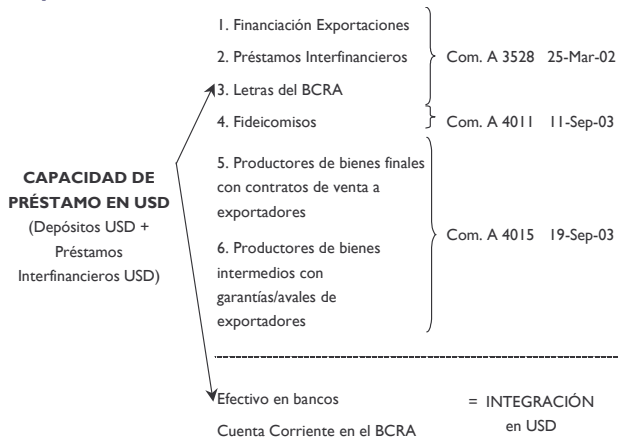
¹⁵ Incluye operaciones en la rueda LECE y operaciones telefónicas.

2.1.1. Cambios Normativos en el Mercado Monetario

La presente sección resume los principales cambios normativos de relevancia en materia monetaria llevados a cabo por el BCRA durante el mes de septiembre de 2003.

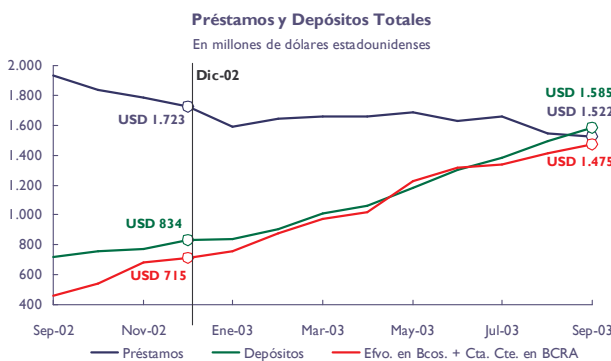
A este respecto, cabe mencionar en primer lugar, las Comunicaciones “A” 4011 y “A” 4015, mediante las cuales se ampliaron las aplicaciones permitidas de la capacidad de préstamo de los depósitos en moneda extranjera¹⁶. El objetivo fue promover la reactivación del mercado crediticio. Cabe recordar que la Comunicación “A” 3528, emitida el 25 de marzo del pasado año, restringía la posibilidad de aplicación de los fondos percibidos por las entidades financieras en moneda extranjera a la prefinanciación y financiación de exportaciones, a los préstamos interfinancieros y/o a las Letras del BCRA en dólares. A principios de septiembre se incorporó la posibilidad de destinar los fondos en moneda extranjera a títulos de deuda o certificados de participación en fideicomisos financieros cuyos activos subyacentes fueran préstamos en dólares destinados al financiamiento de exportaciones, y posteriormente, por medio de la Comunicación “A” 4015, se ampliaron nuevamente los destinos habilitados, permitiendo la financiación con dichos fondos a productores o procesadores de bienes que no realicen exportaciones directas pero que posean contratos de venta firme a exportadores de la mercadería a producir y a productores de bienes a ser exportados por terceros independientes como parte integrante de otros bienes, siempre que los mismos agencien avales o garantías en moneda extranjera proporcionados por dichos terceros.

Esquema 2.1.1.1



En el Esquema 2.1.1.1 se muestran las posibilidades de aplicación de la capacidad de préstamos en moneda extranjera permitida a las entidades financieras¹⁷. Cabe destacar que los fondos en dólares que las entidades financieras perciban y no apliquen a alguno de los destinos explicitados, quedan sujetos a un incremento equivalente de la exigencia de efectivo mínimo. Consecuentemente, los defectos de aplicación de la capacidad de préstamo en moneda extranjera deben ser mantenidos en las cajas de las entidades financieras o en las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA en concepto de integración no pudiendo ser aplicados a ningún otro destino.

Gráfico 2.1.1.1



A la luz de lo anteriormente mencionado, el Gráfico 2.1.1.1 muestra la evolución de los depósitos, los préstamos y la integración en moneda extranjera en los últimos doce meses. Como puede observarse, en tanto los depósitos totales y la integración en dólares estadounidenses se incrementaron US\$ 752 millones (88%) y US\$ 759 millones (95%), respectivamente en los primeros nueve meses del año, el stock de préstamos en moneda extranjera se redujo en US\$ 199 millones (-4%). De esta manera, el alineado comportamiento evidenciado desde comienzos del año por los depósitos totales y la integración efectuada por las entidades financieras en moneda extranjera refleja el bajo dinamismo que como contrapartida ha acompañado al mercado crediticio en dólares.

En segundo y último lugar, en materia de modificaciones

¹⁶ La capacidad de préstamo en moneda extranjera se define como la suma de los depósitos totales y los préstamos interfinancieros que perciben las entidades financieras neta de la proporción de dichos depósitos que deben ser integrados como exigencia de efectivo mínimo.

¹⁷ Asimismo, la citada comunicación establece que las entidades deberán monitorear la correcta alineación de los flujos de ingresos y egresos en moneda extranjera que establezca, procurando evitar posibles descalces entre los mismos.



normativas llevadas a cabo durante el mes de septiembre, cabe mencionar la Comunicación "A" 4016 que el BCRA emitiera con fecha 19/09/03 mediante la cual adiciona entre los conceptos admitidos como integración de efectivo mínimo las cuentas corrientes que las entidades financieras mantienen en el BCRA para la acreditación de haberes previsionales.

Al respecto, el régimen de efectivo mínimo establece que las entidades financieras deberán mantener una proporción de los depósitos que captan como reservas de liquidez que les permitan atender eventuales crisis sistémicas y satisfacer las necesidades operativas de las mismas.

Los activos con los cuales se mantienen las reservas de liquidez deben ser activos líquidos que permitan la correcta atención tanto de las necesidades transaccionales habituales propias del giro del negocio financiero como las posibles situaciones de iliquidez que pudieran surgir. Por tal razón, hasta el mes de septiembre, el BCRA contemplaba dentro de los conceptos admitidos como integración los billetes y monedas mantenidos en las casas de las entidades financieras y en custodia en otras entidades; las cuentas corrientes de las entidades financieras abiertas en el BCRA; las cuentas especiales de garantías a favor de las cámaras de compensación y para la cobertura de la liquidación de operaciones con tarjetas de crédito y en cajeros automáticos; las cuentas corrientes de las entidades financieras no bancarias; el efectivo en tránsito y en empresas transportadoras de caudales y, finalmente, las cuentas especiales de garantías por la operatoria con cheques cancelatorios en el BCRA.

Con vigencia a partir del primer día del mes de septiembre, el BCRA computa también dentro de los activos con los cuales habilita a las entidades financieras a mantener reservas de liquidez, las cuentas corrientes que las mismas poseen en el BCRA para la acreditación de haberes previsionales. Dichas cuentas se vinculan con la participación de las entidades financieras en el servicio de pago a jubilados y pensionados y representan aproximadamente \$90 millones adicionales computables como integración a partir del mes de septiembre.

3. Mercado Cambiario

El mercado cambiario mostró durante septiembre una dinámica relativamente similar a la exhibida el mes anterior, caracterizada, del lado de la oferta, por un relativamente menor nivel de liquidación de exportaciones. El máximo estacional de oferta de divisas asociada a los ingresos por ventas externas quedó atrás, y tanto agosto como septiembre muestran un valor inferior de dicha operatoria. Del lado de la demanda, hay indicios que apuntan a una actividad sostenida, basada parcialmente en el vencimiento de depósitos a plazo fijo concertados a la salida del "corralón". Como se señalara en la sección 2.4. "Depósitos a plazo", durante septiembre tuvieron lugar los vencimientos de las colocaciones de relativamente mayor tamaño. No puede descartarse que una fracción de ellos se hayan volcado al mercado de divisas, lo que se habría visto reflejado en mayor cantidad de operaciones del tipo "dólar cable" -realizadas a través de acreditaciones de cuentas en el exterior-, en detrimento de aquellas realizadas directamente a través de la compraventa de



billetes: las primeras tienden a ser concretadas por inversores de mayor tamaño, al conllevar naturalmente un costo superior -por caso, requieren el mantenimiento de cuentas en el exterior¹⁸.

Dada su importancia como variable a tener en cuenta en el momento de tomar las decisiones de inversión, es relevante referirse al tipo de cambio expresado como tipo de cambio real multilateral. Considerando este indicador como la cotización del peso respecto a una canasta compuesta por las monedas de los principales socios comerciales (Brasil, Estados Unidos y los países que componen la zona del euro), se observa que durante el mes de septiembre se produjo una ligera depreciación real del peso, del 1%. Este comportamiento estuvo vinculado principalmente a la depreciación nominal del peso contra el euro, en un contexto de estabilidad de precios para los países en cuestión.

En términos nominales, el peso se apreció durante septiembre 1% respecto de la moneda norteamericana (de acuerdo al tipo de cambio de referencia publicado por el BCRA). Dentro del mes la cotización de la moneda local mostró dos momentos bien diferenciados; los primeros diez días de septiembre exhibieron las cotizaciones del dólar más elevadas, mientras que los siguientes mostraron una baja pronunciada. Este comportamiento puede estar relacionado con la incertidumbre acerca de la negociación con el FMI, y el posterior anuncio de un nuevo acuerdo con el organismo internacional. Dicha noticia contribuyó decisivamente a que la moneda local ganara casi un 3% respecto del dólar entre sus máximos de principios del mes y los valores que tomó posteriormente.

El monto de operaciones del BCRA con el sector privado fue el menor en lo que va del año. Como consecuencia de tales operaciones, el Banco Central incrementó su stock de reservas internacionales por US\$ 80 millones (medida “entre puntas”, la variación ascendió a US\$ 92 millones). Considerando el resto de las operaciones externas –entre las cuales se debe remarcar la salida de divisas que generaron los pagos al exterior del sector público- las reservas internacionales del BCRA se redujeron US\$ 178 millones y sumaron, al 30 de septiembre, US\$ 13.406 millones.

Si bien se señalaba antes que la demanda de divisas había mostrado cierto dinamismo durante el mes -con lo cual no cabría esperar una compra de divisas por parte de la autoridad monetaria-, tal demanda se habría orientado a la formación de activos externos por parte del sector privado no financiero, mientras que el sector financiero habría reducido su posición de cambios¹⁹.

4. Mercado de Capitales

4.1. Bonos Soberanos

La propuesta de reestructuración de la deuda pública nacional

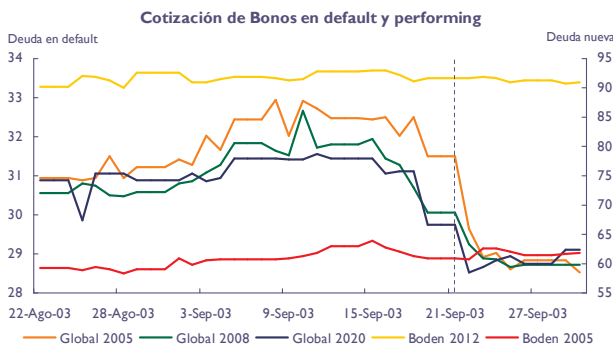
¹⁸ La información detallada sobre el mercado de divisas local se publica en el informe “Evolución del mercado cambiario”, disponible en el sitio web del BCRA www.bcra.gov.ar

¹⁹ Se trata de una afirmación basada en información preliminar.

actualmente en cesación de pagos presentada en Dubai el día 22 sin duda el mayor acontecimiento en lo que respecta al mercado de bonos soberanos durante el mes. Los rasgos más sobresalientes de la misma, por su impacto en el comportamiento de estos títulos, fueron el anuncio de la intención de obtener una quita del 75% del stock nominal de la deuda elegible y de 100% para los intereses devengados a partir de diciembre de 2001 y hasta la fecha en que se llego al acuerdo definitivo con los acreedores.

Los títulos de deuda pública incluidos en el esquema de reestructuración fueron los más perjudicados al conocerse los primeros detalles. Entre ellos, los que poseen mayor liquidez, redujeron sus precios entre un 5 y un 9%.

Gráfico 4.1.1



Dado que los bonos emitidos luego de declararse la cesación de pagos fueron oficialmente exceptuados del proceso de reestructuración, el efecto de los anuncios resultó completamente opuesto al anterior. En lo que hace a los que poseen actualmente mayor negociación, el BODEN 12 y 08, registraron para el mes incrementos en el valor de sus paridades del 5 y 6% respectivamente (ver Gráfico 4.1.1). Asimismo, los títulos que componen este grupo de deuda también habían sido favorecidos por el logro del acuerdo con el FMI. Por otra parte, puede señalarse que el BODEN 12 fue también impulsado por la posibilidad de aplicarlos a la compra de vehículos.

De acuerdo a los datos disponibles hasta el momento, durante septiembre aumentó el monto operado de BODEN en el MAE en un 21% respecto al mes anterior, alcanzando los \$126 millones diarios. La especie que tuvo mayor contribución a este resultado fue el BODEN 08, para la que el monto negociado creció un 57%, lo cual está vinculado a la naturaleza de sus tenedores originales (empleados públicos y acreedores previsionales).

4. 2. Acciones

En septiembre todos los indicadores de la Bolsa de Comercio y el Mercado de Valores mostraron importantes subas. En lo que respecta al índice Merval registró una suba del 16%, acumulando en lo que va del año un incremento del 58% en pesos y de 82% en dólares. El hecho de que este indicador alcanzara el máximo anual a fines de este mes estuvo vinculado principalmente a dos factores; en primer lugar, al acuerdo arribado con el FMI y por otra parte, a los indicadores favorables de actividad que se conocieron durante este período.

Tabla 4.2.1

Indices de la Bolsa de Comercio y del Mercado de Valores				
Indice	En pesos		En dólares	
	Variación mensual	Acumulado 2003	Variación mensual	Acumulado 2003
MERVAL	16,03%	57,67%	17,70%	82,15%
M. Ar	16,61%	63,89%	18,28%	89,34%
Bolsa	13,68%	39,21%	15,31%	60,83%
Burcap	13,66%	24,63%	15,29%	43,98%

El grado de avance de las negociaciones con el FMI influyó sobre la cotización de las acciones domésticas generando alta volatilidad. En ese sentido, se observó un pico en la volatilidad del índice Merval el 10 de septiembre, la cual alcanzó un máximo de 30%²⁰, cuando los operadores especulaban con que el Gobierno Nacional no realizaría el pago correspondiente a la deuda de US\$ 2.908 millones mantenida con el mencionado organismo, que había vencido el día anterior. Cuando finalmente se conoció de manera oficial la firma del acuerdo, la mejora en las expectativas generó apreciaciones importantes. Por otra parte, en el transcurso del mes

²⁰ Corresponde a la volatilidad histórica anualizada, calculada como el desvío estándar sobre 40 ruedas del logaritmo natural de la variación diaria del índice.



se conocieron los indicadores de actividad industrial para el mes de agosto publicados por el INDEC y por FIEL, los cuales arrojaron resultados positivos tanto en términos desestacionalizados como interanuales. Dada la naturaleza de las operaciones de varias de las empresas que cotizan en el mercado de acciones doméstico, estos indicadores tuvieron repercusión claramente positiva sobre ellas.

Cabe destacar que la propuesta inicial de reestructuración de la deuda pública nacional, no repercutió negativamente sobre la evolución de los precios de las empresas que cotizan en la Bolsa de Buenos Aires, sino que puede decirse que estas corporaciones resultaron favorecidas, lo cual podría estar vinculado al cambio de preferencias a la hora de constituir el portafolio de inversiones en favor de este tipo de títulos y en detrimento de los bonos públicos actualmente en cesación de pagos. Tal sería el caso de las AFJP, que estarían comenzando a volcar los nuevos ingresos de fondos a la compra de acciones²¹. Por otro lado, la propuesta puede haber favorecido a aquellas empresas que deben reestructurar su deuda, para las cuales el plan presentado por el Gobierno Nacional sentó un precedente. Esta es la situación de Comercial del Plata, que propuso a sus acreedores un arreglo con una quita importante y que se constituyó en la empresa con mayor retorno del mes, con una suba del 43%²².

El mayor interés que despertó el mercado accionario se evidenció en un fuerte incremento en los volúmenes negociados. En efecto, el monto negociado para este tipo de títulos alcanzó un promedio diario de \$53 millones, cifra equivalente al 146% del promedio transado diariamente el mes anterior. El Grupo Galicia registró el mayor volumen operado para septiembre, con \$147,4 millones. Cabe recordar que a comienzos del mes recibió media sanción en la cámara de diputados la ley relacionada con la compensación al sistema financiero por indexación asimétrica entre créditos y depósitos, lo cual dio un importante empuje a las acciones de los bancos.

Frente al comienzo del último trimestre del año, se produjo un nuevo rebalanceo en la cartera del Merval. Quedaron 13 de las 14 empresas que lo componían hasta ahora, siendo Atanor la que dejó de formar parte del índice. A la cabeza quedó el Grupo Galicia con una ponderación del 19% desplazando a Petrobrás, ahora en tercer lugar, y seguida por Acindar (17%).

4.3. Bonos Corporativos

En el mes de septiembre se registraron tan sólo US\$ 83 millones de vencimientos de obligaciones negociables (ON), de las cuales US\$ 51 millones correspondían a intereses devengados y el resto a pagos en concepto de amortizaciones. El nivel de

²¹ Según datos disponibles a la fecha de realización del informe.

²² Durante el mes bajo análisis, Comercial del Plata modificó su propuesta de acuerdo preventivo. La misma implica una quita del 40% de la deuda consolidada (obtenida convirtiendo todas las deudas originalmente en moneda extranjera a la relación US\$1=\$1 y luego expresadas nuevamente en dólares a la relación US\$1=\$3). En pago de esta deuda consolidada neta la empresa emitirá bonos convertibles en dólares estadounidenses que devengarán un interés anual vencido del 1%.



incumplimiento alcanzó el 55% para los intereses y el 13% para los pagos de capital²³. Cabe mencionar que los intereses impagos corresponden al Banco Hipotecario, que como se describe más abajo, está en proceso de reestructuración de su deuda.

El acuerdo preventivo extrajudicial se ha extendido como el procedimiento más frecuente de reestructuración de deuda y un ejemplo de ello es el de **Cablevisión**, que dentro de este marco lanzó un propuesta de reestructuración financiera sobre US\$ 797 millones, casi la totalidad de su deuda financiera. De este total el 91% corresponde a deuda en títulos con vencimiento entre 2002 y 2009 y el resto es deuda contraída con el sistema bancario. La empresa canjeará cada monto de capital de US\$ 1 de títulos existentes por una de las siguientes opciones: a) US\$ 0,4134 bonos con incrementos en la tasa de interés y US\$ 0,3289 en títulos convertibles o; b) US\$ 0,3758 bonos con incrementos en la tasa de interés, US\$ 0,2349 en títulos convertibles y acciones ordinarias clase B o c) US\$ 0,37 en efectivo. El monto máximo de la deuda existente que ser canjeada por efectivo es de US\$ 270 millones. Por otra parte, Cablevisión emitirá como máximo US\$ 217,7 millones y US\$ 173,2 millones de bonos con incrementos en la tasa de interés y bonos convertibles respectivamente. Los intereses devengados y pendientes de cancelación, incluso aquellos intereses por mora y montos adicionales si los hubiera, no serán pagados por la empresa.

Por su parte, **Loma Negra** culminó el proceso de reestructuración de su deuda financiera compuesta por US\$ 350 millones de deuda bancaria, \$100 millones de ON y US\$ 24 millones adeudados por una de sus empresas subsidiarias, Ferrosur Roca. Loma Negra consiguió la adhesión de la totalidad de los acreedores a la oferta de canje que había realizado, refinanciando los US\$ 350 millones mediante la emisión de tres series de ON por US\$ 226 millones y desembolsando US\$ 85 millones en efectivo. Las ON consistieron en una serie por valor nominal de US\$ 27,2 millones con vencimiento a cinco años, una serie por valor nominal de US\$ 161,8 millones con vencimiento a ocho años y una serie de ON "step-up" por un valor nominal de \$109 millones ajustables por CER, con vencimiento a cinco años. Los \$100 millones en ON fueron canjeados por otra serie de ON por un monto de US\$ 39,8 millones con vencimiento a 10 años. También Ferrosur Roca consiguió refinanciar su deuda a través de dos convenios de refinanciación de pasivos bancarios, firmados con sus acreedores locales y extranjeros respectivamente.

Otra de las empresas que continúa en el proceso de reestructuración de sus pasivos es el **Banco Hipotecario**, que extendió la fecha límite para el pago por la denominada oferta temprana y la fecha límite para el retiro de ofertas hasta el 24 de octubre y la fecha de vencimiento para el 3 de noviembre de 2003. La oferta del banco consiste en canjear los títulos existentes por nuevos títulos en una oferta de canje de valor par por valor par y en un segundo paso del canje recibir o bien, efectivo en un monto igual al 45% del capital de los nuevos títulos que de otra manera hubiesen sido recibidos en la oferta de valor par por valor par o títulos garantizados con vencimiento en 2010 igual al 70% del capital de los nuevos títulos denominados en dólares estadounidenses que de otra manera hubiesen sido recibidos en la oferta de valor par por valor

²³ Los datos sobre vencimientos se obtuvieron de información publicada por el Banco BBVA Francés. El resto de la sección se basa en información de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.



par con más un pago adicional en efectivo en sustitución por los intereses devengados e impagos.

Por otra parte, actualmente se encuentra en proceso de aprobación la emisión de ON convertibles por parte de **Acindar** por un monto de US\$ 80 millones, los cuales según informó la empresa, serán destinados a la refinanciación de pasivos de la sociedad, a capital de trabajo e inversiones en activos fijos en el país. Los títulos tendrán un plazo de nueve años y devengarán intereses del 6% anual, pagaderos semestralmente a razón del 3% en efectivo y 3% mediante la entrega de nuevas ON.

5. Acuerdo con el FMI

En septiembre el Gobierno argentino firmó un nuevo acuerdo Stand By con el Fondo Monetario Internacional (FMI) por 3 años por el cual se refinanciaron los pagos de capital a ese organismo que debían realizarse entre septiembre de 2003 y agosto de 2006 por un monto de US\$ 12.500 millones.

En cuanto a la política monetaria, se prevé una transición hacia un régimen de metas de inflación (vigente a partir de fin del próximo año). El acuerdo incorpora los lineamientos del Programa Monetario 2003 presentado en julio de este año por el BCRA.

Para el año 2004, se proyectó una inflación en un rango del 7-11% y un crecimiento del PBI real de 4%. La evolución de la base monetaria amplia no prevé cambios significativos del crédito interno, esto es, financiamiento al sector público y/o financiero siendo su crecimiento explicado por las operaciones externas del BCRA. Por su parte, se estimó un crecimiento de la cantidad nominal de dinero (M3) de 17% continuando el proceso de monetización que viene mostrando la economía.

El acuerdo establece criterios estructurales y metas cuantitativas. Entre los primeros, cabe señalar que se previeron reformas estructurales en el sector fiscal y financiero, como así también modificaciones en el marco legal e institucional. Las reformas en el sector financiero²⁴ se relacionan fundamentalmente con el fortalecimiento del sistema bancario creando un marco institucional sólido, generando condiciones propicias para el buen funcionamiento de las entidades financieras e incluyendo un análisis pormenorizado de la banca pública que lleve a su eventual reestructuración y a su fortalecimiento. Es así que el Gobierno se compromete a aumentar la eficiencia y transparencia de la política monetaria adoptando un régimen de metas de inflación desde fines de 2004. Asimismo, se fijaron criterios estructurales de cumplimiento exigible como la definición de la compensación por la indexación asimétrica (CVS-CER) para los bancos y la eliminación de la flexibilización de las reglas sobre la clasificación, provisionamiento y reestructuración de créditos privados que el Gobierno había resuelto durante el primer semestre del año.

Las metas cuantitativas incluyen criterios de desempeño

²⁴ Para el resto de las reformas incluidas en el acuerdo ver el Memorando de Política Económica en la página web del Ministerio de Economía, www.mecon.gov.ar.

exigibles o meramente indicativos²⁵ para el sector fiscal y monetario. Al igual que en el Acuerdo suscrito en enero de 2003 y que tuvo vigencia hasta junio, el sector monetario debe cumplir con 3 metas cuantitativas de periodicidad bimestral para el 2003 y trimestral para el 2004. Estas se refieren a un nivel mínimo para las reservas internacionales netas (RIN), un nivel máximo para los activos internos netos (AIN) y un sendero para la evolución de la base monetaria amplia (BMA).

Las RIN se miden como la diferencia entre las reservas internacionales brutas²⁶ y la suma de los pasivos del BCRA denominados en moneda extranjera con madurez original menor al año, los pasivos con el FMI y la posición neta de derivados. Este cálculo representa un cambio respecto a como se venía midiendo esta meta en acuerdos anteriores, en los que se consideraban las reservas internacionales brutas netas sólo de los pasivos con el FMI. Cabe señalar, que se han previsto ajustes a esta meta sujetos a desembolsos que realicen el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo o pagos de capital que se deban realizar a dichos organismos y a los eventuales pagos que surjan de la reestructuración de la deuda pública.

La evolución de la BMA, por su parte, es consistente con la proyectada en el Programa Monetario presentado a mediados de este año. Esto significa que la BMA se mantiene dentro de las bandas fijadas en dicho Programa (Ver Gráfico 5.1).

Una vez definido el sendero de la BMA, se pueden calcular los AIN como la diferencia entre ésta y las RIN. La meta de AIN intenta evitar la emisión monetaria sin respaldo en divisas, estableciendo un límite a la expansión de crédito interno, tanto al sector público como financiero.

Cabe señalar que mientras las metas de RIN y AIN son de carácter exigible hasta marzo de 2004 y luego indicativas, la meta de BMA es siempre indicativa. Por otra parte, se debe considerar que en todos los casos, el cálculo de la meta se deberá realizar en promedio de 21 días hábiles, 10 días anteriores y posteriores a la fecha de su cierre.

En la Tabla 5.1 se puede observar la evolución de las metas cuantitativas para el sector monetario así como el carácter de las mismas.

Gráfico 5.1

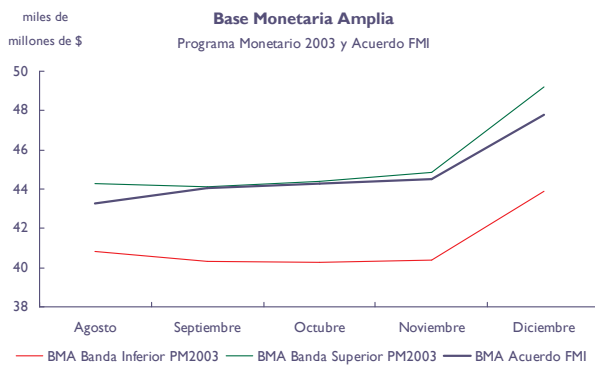


Tabla 5.1

Metas Monetarias del Acuerdo con el FMI			
Mes	Activos Internos Netos (AIN) millones de \$	Reservas Internacionales Netas (RIN) millones de US\$	Base Monetaria Amplia (BMA) -indicativa- millones de \$
Octubre 2003	57.616	-4.590	44.305
Diciembre 2003	60.530	-4.400	47.770
Marzo 2004	58.875	-4.350	46.260
Junio 2004*	59.470	-3.500	49.320
Septiembre 2004*	59.195	-3.300	49.625
Diciembre 2004*	60.765	-2.400	53.805

*Para estas fechas todas las metas son indicativas

²⁵ Los criterios indicativos, a diferencia de los exigibles, al ser incumplidos no llevan a la suspensión del Acuerdo.

²⁶ Las reservas internacionales brutas son las reservas internacionales totales publicadas por el BCRA.



6. Indicadores Monetarios y Financieros

Cifras en millones, expresadas en la moneda de origen.

Principales Variables Monetarias y del Sistema Financiero	Promedios Mensuales				Variaciones Porcentuales Promedio			
	Sep-03	Ago-03	Dic-02	Sep-02	Mensual		Año 2003	
					Nominal	Real	Nominal	Real
Base Monetaria Amplia	42.478	42.724	35.117	29.606	-0,6%	-0,6%	21,0%	17,9%
Cuasimonedas ⁽¹⁾	2.752	3.750	7.448	7.322	-26,6%	-26,7%	-63,1%	-64,0%
Base Monetaria	39.726	38.974	27.669	22.284	1,9%	1,9%	43,6%	40,0%
Circulación Monetaria	25.560	24.711	17.766	15.035	3,4%	3,4%	43,9%	40,3%
En poder del Público	22.693	21.921	15.439	13.223	3,5%	3,5%	47,0%	43,3%
En Entidades Financieras	2.867	2.790	2.327	1.812	2,8%	2,7%	23,2%	20,1%
Cuenta Corriente en el BCRA	14.166	14.263	9.904	7.249	-0,7%	-0,7%	43,0%	39,4%
Reservas Internacionales del BCRA	12.454	13.402	10.265	9.373	-7,1%		21,3%	
Depósitos Totales en Pesos ⁽²⁾	80.366	79.989	71.478	69.199	0,5%	0,4%	12,4%	9,6%
Depósitos Privados	68.149	68.006	63.784	63.098	0,2%	0,2%	6,8%	4,2%
Cuenta Corriente	13.138	12.638	11.177	9.957	4,0%	3,9%	17,5%	14,6%
Caja de Ahorros	11.519	10.963	8.243	8.565	5,1%	5,0%	39,7%	36,2%
Plazo Fijo	30.731	31.410	16.919	11.138	-2,2%	-2,2%	81,6%	77,1%
Otros Depósitos	4.584	4.491	3.972	3.375	2,1%	2,0%	15,4%	12,5%
Canjeados por BODEN (contabilizado)	1.769	1.746	3.784	5.128	1,3%	1,3%	-53,3%	-54,4%
CEDRO incluyendo CER	6.409	6.759	19.689	24.934	-5,2%	-5,2%	-67,5%	-68,3%
Depósitos del Sector Público	11.621	11.299	7.158	5.573	2,8%	2,8%	62,3%	58,3%
Depósitos Totales en Dólares ⁽²⁾	1.586	1.494	834	721	6,1%	6,1%	90,2%	85,4%
Préstamos al Sector no Financiero en Pesos ⁽²⁾	58.919	59.548	61.923	63.344	-1,1%	-1,1%	-4,9%	-7,2%
Al Sector Privado	26.646	26.414	30.700	32.584	0,9%	0,8%	-13,2%	-15,4%
Adelantos	4.129	3.932	4.376	4.348	5,0%	5,0%	-5,7%	-8,0%
Documentos	4.703	4.687	5.392	5.657	0,3%	0,3%	-12,8%	-15,0%
Hipotecarios	9.687	9.828	11.310	11.951	-1,4%	-1,5%	-14,3%	-16,5%
Prendarios	1.352	1.404	2.118	2.344	-3,7%	-3,7%	-36,2%	-37,8%
Personales	2.095	2.047	2.662	2.999	2,4%	2,3%	-21,3%	-23,3%
Tarjetas de Crédito	2.040	1.900	2.047	2.203	7,4%	7,3%	-0,3%	-2,8%
Otros	2.639	2.617	2.794	3.082	0,8%	0,8%	-5,6%	-7,9%
Al Sector Público	32.273	33.134	31.223	30.760	-2,6%	-2,6%	3,4%	0,8%
Préstamos al Sector no Financiero en Dólares ⁽²⁾	1.358	1.378	1.543	1.737	-1,5%	-1,5%	-12,0%	-14,2%
Agregados Monetarios Totales								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. en Pesos y Dólares)	43.253	43.130	36.910	32.576	0,3%	0,2%	17,2%	14,2%
M2 (M1 + Caja de Ahorros en Pesos y Dólares)	57.466	56.443	46.339	42.140	1,8%	1,8%	24,0%	20,9%
M3 (M2 + Depósitos a plazo en Pesos y Dólares + CEDRO con CER)	108.642	108.267	93.490	87.243	0,3%	0,3%	16,2%	13,3%
Agregados Monetarios Privados en Pesos								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. S. Privado)	38.582	38.308	34.063	30.502	0,7%	0,7%	13,3%	10,4%
M2 (M1 + Caja de Ahorros S. Privado)	50.101	49.271	42.307	39.068	1,7%	1,6%	18,4%	15,4%
M3 (M2 + Depósitos a plazo S. Privado + CEDRO con CER S. Privado)	91.825	91.931	82.887	78.515	-0,1%	-0,2%	10,8%	8,0%

Factores de Variación	Variaciones promedio							
	Mensual		Trimestral		Acumulado 2003		Últimos 12 meses	
	Nominal	Contribución ⁽³⁾	Nominal	Contribución ⁽³⁾	Nominal	Contribución ⁽³⁾	Nominal	Contribución ⁽³⁾
Base Monetaria Amplia	-246	-0,6%	601	1,4%	7.360	21,0%	12.871	43,5%
Sector Financiero	-60	-0,1%	-412	-1,0%	-1.341	-3,8%	-1.123	-3,8%
Sector Público	-392	-0,9%	-389	-0,9%	-539	-1,5%	182	0,6%
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	3.209		3.509		9.811		12.639	
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	-172		-1.892		-3.203		-1.524	
Crédito Externo	-3.429		-2.006		-7.146		-9.727	
Sector Externo Privado	222	0,5%	3.323	7,9%	12.238	34,8%	16.663	56,3%
LEBAC	-151	-0,4%	-1.959	-4,7%	-3.713	-10,6%	-4.190	-14,2%
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	0	0,0%	-49	-0,1%	-118	-0,3%	-118	-0,4%
Otros	135	0,3%	88	0,2%	834	2,4%	1.457	4,9%
Reservas Internacionales	-948	-7,1%	690	5,9%	2.189	21,3%	3.081	32,9%
Intervención en el Mercado Cambiario	82	0,6%	1.188	10,1%	4.171	40,6%	5.425	57,9%
Pago a Organismos Internacionales	-1.092	-8,1%	-670	-5,7%	-2.398	-23,4%	-3.168	-33,8%
Otras operaciones del Sector Público	0	0,0%	95	0,8%	-98	-1,0%	-88	-0,9%
Efectivo Mínimo	29	0,2%	81	0,7%	425	4,1%	632	6,7%
Valuación Tipo de Pase	16	0,1%	-76	-0,6%	-22	-0,2%	-17	-0,2%
Otros	17	0,1%	73	0,6%	111	1,1%	298	3,2%

(1) Cifras estimadas.

(2) Cifras provisionales, sujetas a revisión.

(3) 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	Sep-03	Ago-03	Jul-03	Dic-02	Sep-02
Call entre Bancos Privados en pesos					
Tasa	1,49	1,40	2,17	6,52	22,89
Monto	150	107	131	87	176
Plazo Fijo					
<u>En pesos</u>					
14-29 días	2,10	2,10	3,24	15,48	43,81
30 días	4,49	4,59	6,06	22,78	46,35
30-44 días, más de 1 millón	3,69	3,64	5,10	25,10	48,54
<u>En dólares</u>					
14-29 días	0,33	0,42	0,47	1,27	2,46
30 días	0,59	0,70	0,76	1,78	3,67
30-44 días, más de 1 millón	0,77	0,73	1,05	2,25	4,78
Tasas Activas	Sep-03	Ago-03	Jul-03	Dic-02	Sep-02
Prime en pesos a 30 días	11,96	13,09	16,64	33,48	78,87
Cauciones en pesos					
Tasa de interés bruta a 30 días	3,73	3,40	4,47	14,79	32,33
Volumen operado (total de plazos)	50	96	217	130	113
Préstamos en pesos					
Adelantos en Cuenta Corriente		33,79	36,52	50,81	70,34
Documentos a sólo firma		13,82	19,09	26,97	33,07
Hipotecarios		17,79	14,47	22,13	42,08
Prendarios		17,53	15,99	21,65	13,46
Personales		41,46	45,69	54,32	43,07
Tarjetas de Crédito		54,59	60,60	64,07	60,42
Tasas de Referencia	Sep-03	Ago-03	Jul-03	Dic-02	Sep-02
LIBOR					
1 mes	1,12	1,11	1,11	1,42	1,82
6 meses	1,19	1,20	1,12	1,42	1,78
US Treasury Bond					
2 años	1,69	1,82	1,46	1,82	1,99
10 años	4,27	4,42	3,95	4,02	3,87
FED Funds Rate	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
SELIC (a 1 año)	21,18	23,50	25,52	23,43	18,00



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

Tasas de LEBAC	Sep-03	Ago-03	Jul-03	Dic-02	Sep-02
En pesos					
1 mes	0,67	1,22	2,66	6,84	52,91
2 meses	2,42	2,98	3,69	7,51	n/d
3 meses	3,87	4,29	4,52	10,82	n/d
6 meses	6,92	7,01	7,85	50,34	n/d
12 meses	13,41	14,10	14,63	n/d	n/d
18 meses	15,53	15,80	16,95	n/d	n/d
En pesos ajustables por CER					
12 meses	7,38	8,45	8,70	n/d	n/d
18 meses	8,60	8,94	9,30	n/d	n/d
En dólares					
14 días	-0,23	0,00	0,00	0,00	1,02
1 mes	0,00	0,00	0,00	-0,01	n/d
Mercado Cambiario	Sep-03	Ago-03	Jul-03	Dic-02	Sep-02
Dólar Spot					
Mayorista	2,92	2,92	2,80	3,48	3,64
Casas de cambio	2,92	2,93	2,80	3,50	3,65
Referencia del BCRA	2,92	2,93	2,80	3,49	3,64
Dólar Futuro					
NDF 1 mes	2,93	2,95	2,82	3,52	3,82
INDOL 1 mes	2,93	2,93	2,81	3,54	3,74
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	2	3	3	1	3
ROFEX 1 mes	2,92	2,93	2,81	3,52	3,70
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	42	40	27	12	n/d
Peso / Real	1,00	0,98	0,97	0,96	1,10
Peso / Euro	3,29	3,27	3,19	3,55	3,58
Mercado de Capitales	Sep-03	Ago-03	Jul-03	Dic-02	Sep-02
MERVAL					
Indice	775	716	732	506	381
Volumen Operado	53	36	37	42	34
Bonos del Gobierno					
BODEN 2012 (US\$) ⁽¹⁾	61,55	58,62	59,05	46,01	n/d
BODEN 08 (\$)	76,88	75,25	77,16	n/d	n/d
Riesgo País					
EMBI+ Argentina	5.017	5.044	4.805	6.258	6.365
EMBI+ Latinoamérica (sin Argentina)	462	505	523	842	1.029

(1) La cotización está expresada en dólares estadounidenses.