

Informe Monetario Mensual

OCTUBRE 2003

CONTENIDOS

1. Síntesis	1
2. Programa Monetario	2
3. Metas Monetarias FMI	3
4. Tasas de Interés	3
4.1. LEBAC	4
4.2. Mercado Interbancario	5
4.3. Tasas de Interés Pasivas	5
4.4. Tasas de Interés Activas	6
5. Medios de Pago	7
5.1. Rescate de Cuasimonedas	8
6. Depósitos a Plazo	9
7. Depósitos en Dólares	10
8. Liquidez Bancaria	10
9. Cambios Normativos en el Mercado Monetario	12
10. Préstamos	13
11. Mercado Cambiario	15
12. Mercado de Capitales	16
12.1. Acciones	16
12.2. Bonos Soberanos	16
12.3. Bonos Corporativos	17
13. Indicadores Monetarios y Financieros	19

I. Síntesis

- Durante octubre, la Base Monetaria Amplia (BMA) registró una expansión promedio del 3% (\$1.183 millones), manteniéndose por quinto mes consecutivo dentro del rango establecido por el Programa Monetario. Por primera vez desde junio, la oferta monetaria se acercó al límite superior de dicho programa, la respuesta natural a una caída de la tasa interanual de inflación por debajo de la meta del 5%-15%.

- Este ritmo de expansión de la BMA, conjuntamente con la holgada situación de liquidez de las entidades financieras, se reflejó en el comportamiento de las tasas de interés. En los mercados tanto primario como secundario de LEBAC, continuó observándose la tendencia decreciente de las tasas de interés pactadas. El descenso de tasas se concentró en las tasas de interés de largo plazo, que disminuyeron para doce meses alrededor de 1,5 puntos porcentuales (pp.) hasta alcanzar 10,9%, reflejando un aplanamiento de las curvas de rendimiento asociado en parte a una menor inflación esperada. Por su parte, las tasas pasivas y las negociadas en el mercado interbancario se mantuvieron estables en los niveles observados en septiembre. Las tasas de interés activas, por su parte, registraron variaciones negativas en las líneas más dinámicas, destacándose el segmento de tarjetas de crédito, con en donde se observó una caída de aproximadamente 20 pp. entre agosto y septiembre.

- El mercado secundario de LEBAC continuó mejorando su profundidad. En octubre el volumen negociado promedio fue de \$118 millones (dos veces el volumen negociado del MERVAL), un 44% superior al registrado en septiembre, y tres veces por encima del promedio negociado en el período mayo-agosto.

- Los depósitos totales en pesos crecieron 3% en octubre, en línea con la trayectoria ascendente que vienen registrando a partir del mes de mayo. En lo que va del año, el incremento (en términos reales) ha sido del 12%. En tanto, los depósitos en dólares continúan creciendo a un ritmo promedio de US\$ 90 mensuales, alcanzando a fines de octubre US\$ 1.678 millones.

- Los medios de pago totales en pesos (M2 total) aumentaron durante el mes un 3%, equivalente a \$1.500 millones; en tanto que, los medios de pago del sector privado en pesos (M2 privado) disminuyeron en octubre \$400 millones aproximadamente (1%). Dado que el mes se caracteriza por poseer estacionalidad negativa, tanto la variación del circulante amplio como la de las colocaciones a la vista privadas en términos desestacionalizados resultaron ligeramente positivas. Por su parte, las colocaciones a la vista del sector público registraron un aumento de \$1.600 millones. Este incremento se vincula principalmente a la restitución de los fondos utilizados en meses previos al Acuerdo con el FMI, en conjunción con la significativa mejora evidenciada por el superávit primario.

- Los depósitos a plazo fijo en pesos del sector privado mostraron un aumento de \$645 millones en promedio durante octubre. Si se consideran también los CEDRO (incluyendo CER), el crecimiento fue de \$240 millones. En el mes, el comportamiento de los depósitos a plazo no se vio afectado por colocaciones provenientes del proceso de liberación de depósitos reprogramados, dado que los últimos vencimientos de estas ocurrieron en septiembre. En este contexto, se produjo un alargamiento de los plazos concertados, ubicándose en 39 días el plazo promedio de captación, el nivel más alto desde fines de 2001.

- Los préstamos al sector privado en pesos mostraron una caída de \$45 millones respecto al promedio de septiembre, aunque si se consideran las cifras entre fines de mes, se observó un crecimiento de \$100 millones, evidenciando una tendencia creciente desde mediados de mes. Los adelantos en cuenta corriente continúan siendo las líneas de crédito más dinámicas.

- En el mercado de cambios, el peso se mantuvo estable contra el real brasilero y se apreció levemente contra el euro (2%) y el dólar estadounidense. Con diferenciales de inflación prácticamente nulos, dichas variaciones cambiarias resultaron en una apreciación real del peso contra el promedio de las monedas de sus socios comerciales. No obstante, en lo que va del año esta variable (el tipo de cambio real multilateral) registró una caída del 3%, lo que implica una mejora de la competitividad del peso por encima de la ya registrada en 2002.

2. Programa monetario¹

Gráfico 2.1

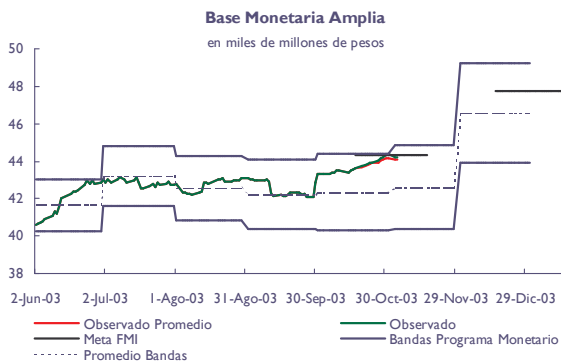


Gráfico 2.2

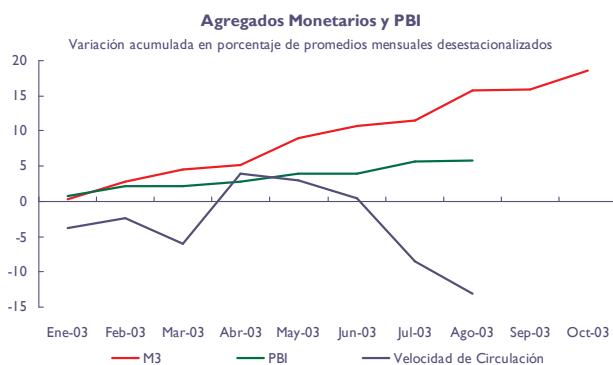


Gráfico 2.3

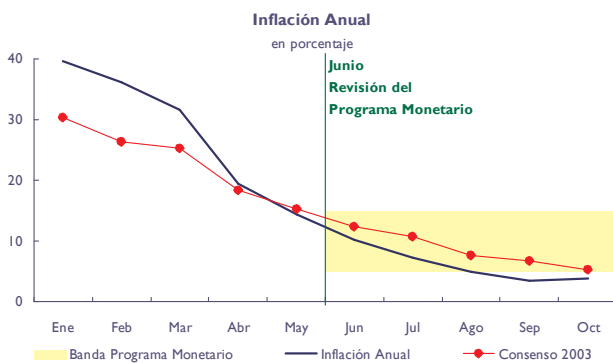
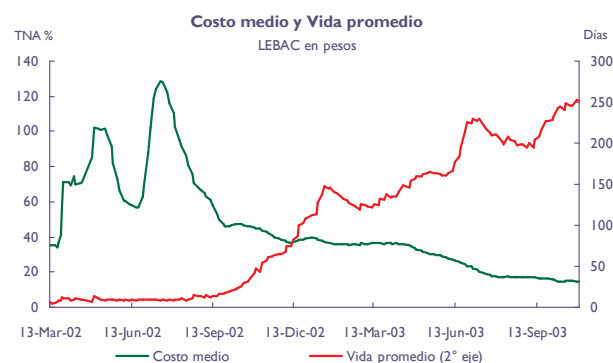


Gráfico 2.4



Durante octubre, la BMA mostró una expansión de \$1.183 millones (3%), que puede desagregarse en un incremento de las cuentas corrientes de las entidades en el BCRA de \$1.851 millones, una disminución en el saldo de cuasimonedas de \$820 millones y un leve aumento de la circulación monetaria de \$226 millones. Por otra parte, si se considera la BMA en términos desestacionalizados, su crecimiento en el transcurso del mes fue de \$1.686 millones (4%). Es importante destacar que la BMA se mantuvo por quinto mes consecutivo dentro de los límites pautados en la revisión del Programa Monetario 2003 realizada en junio. Como se puede observar en el Gráfico 2.1, recién a partir de octubre la BMA comenzó a alejarse del punto medio previsto, acercándose a fin de mes al límite superior². La evolución de la misma está esencialmente vinculada a dos factores. En primer lugar, el sostenido crecimiento evidenciado por la economía en los primeros tres trimestres del año (el crecimiento acumulado a agosto es cercano a 6% y se espera un crecimiento para 2003 del 7%). En segundo término, y no por ello de menor importancia, la trayectoria descendente de la inflación (y de la inflación esperada) que se ubicaría para el año en curso por debajo del límite inferior contemplado en el Programa Monetario, lo que se ve reflejado en la caída de la velocidad de circulación (ver Gráfico 2.2). Como puede observarse en el Gráfico 2.3, la disminución en la inflación observada a lo largo del año fue acompañada por revisiones hacia la baja en las expectativas sobre el crecimiento de los precios que se acumulará hasta diciembre del presente año.

Los principales factores de expansión de la base monetaria amplia fueron las compras de divisas al sector privado y las operaciones con el sector público que, en conjunto, tuvieron un efecto expansivo de \$1.671 millones. Como en los meses anteriores, el BCRA continuó con su política de abastecer la demanda de liquidez de la economía a través de la intervención en el mercado cambiario el cual, como se verá más adelante, se caracterizó por una demanda de divisas inferior a la observada el mes anterior. En lo que respecta al sector público, si bien, en octubre tuvo un efecto expansivo de \$921 millones, se debe tener en cuenta que con motivo del acuerdo con el FMI hubo importantes movimientos vinculados a este sector que implicaron en términos netos, contracciones en septiembre y expansiones en octubre. Por ello, para entender los movimientos de este sector habría que considerar el bimestre septiembre-octubre, donde se observa un sector público expansivo por \$600 millones aproximadamente con motivo de la restitución de los fondos al sistema financiero que habían sido utilizados con anterioridad al acuerdo. Este efecto expansivo fue completamente compensado por la colocación neta de LEBAC en el bimestre, cuyo efecto monetario contractivo tuvo similar magnitud – la parte correspondiente al mes de octubre fue de \$457 millones-. Cabe destacar que, como se aprecia en el Gráfico 2.4, estas colocaciones fueron realizadas disminuyendo las tasas de interés pagadas (el costo medio se redujo 1 p.p., ubicándose en 15% hacia fines de octubre) y aumentando la maduración media de la cartera en circulación en pesos (ver sección 4.1).

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

² El cumplimiento del Programa Monetario se evalúa considerando los saldos de las variables a fin de mes.



Tabla 2.1

Flujos mensuales, en millones de pesos - Octubre 2003	En promedio	"Entre puntas"
Base Monetaria Amplia	1.183	1.527
Cuasimonedas	-820	-941
Base Monetaria	2.003	2.469
Circulación Monetaria	233	362
En poder del Público	240	410
En Entidades Financieras	-7	-48
Cuenta Corriente en el BCRA	1.770	2.107
Factores de Variación de la Base Monetaria Amplia		
Sector Financiero	-47	-46
Sector Público	921	607
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	-2.613	1.413
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	2.270	1.932
Crédito Externo	1.264	-2.738
Sector Externo Privado	750	1.539
LEBAC	-457	-566
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	-13	-36
Otros	30	30

Por su parte, el sector financiero mostró una contracción monetaria de \$47 millones, producto de la cancelación, por parte de las entidades, de intereses por redescuentos. En tanto, otros factores implicaron una expansión de la BMA de \$30 millones.

En la Tabla 2.1 se detallan las variaciones de la BMA y sus componentes, así como los factores de explicación de la misma.

3. Metas Monetarias FMI

Las metas monetarias acordadas con el FMI para el mes de octubre incluyen una meta indicativa de BMA (\$44.305 millones) y metas exigibles de Reservas Internacionales Netas (RIN) y de Activos Internos Netos (AIN), que a la fecha de elaboración de este informe se encuentran en proceso de medición³ (que abarca del 17 de octubre al 17 de noviembre). La meta de RIN implica un límite inferior para las mismas de US\$4.500 millones, mientras que la meta de AIN fija un límite superior para esta variable de \$57.355 millones⁴. Ambas metas se ajustan a partir del primer día hábil de septiembre por los pagos de capital realizados al BID y al BIRF. De acuerdo a ello, las metas originales fueron ajustadas y expresadas en promedio, tal como fuera previsto, presentándose los últimos datos en la Tabla 3.1.

Puede observarse que la meta de BMA se estaría sobrecumpliendo en \$174 millones⁵. Asimismo, el nivel de cumplimiento por sobre los límites establecidos para las RIN alcanza los US\$966 millones aproximadamente, en tanto que los AIN se ubican en casi \$3.000 millones por debajo de la meta pauta (ver Tabla 3.1).

Tabla 3.1

Metas Monetarias: Octubre 2003*	En millones	En promedio		
	Moneda	Al 14-Nov	Meta	Desvío**
Activos Internos Netos (AIN)	Pesos	56.161	59.136	-2.975
Reservas Internacionales Netas (RIN)	Dólares	-4.148	-5.114	966
Base Monetaria Amplia -indicativa- (BMA)	Pesos	44.131	44.305	-174

* Medición entre el 17 de octubre y el 17 de noviembre

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

4. Tasas de interés

La cómoda situación de liquidez que las entidades financieras vienen manteniendo desde julio, concentrada principalmente en la posición de los bancos públicos, se reflejó nuevamente en el comportamiento de las tasas de interés. En octubre, el mercado de LEBAC en pesos (comprende mercados primario y secundario) registró nuevas bajas en las tasas de interés, continuando con la tendencia decreciente que se observa desde hace varios meses. En

³ Las metas se calculan como promedio de 21 días hábiles. Para los días no observados, se repite el último dato disponible.

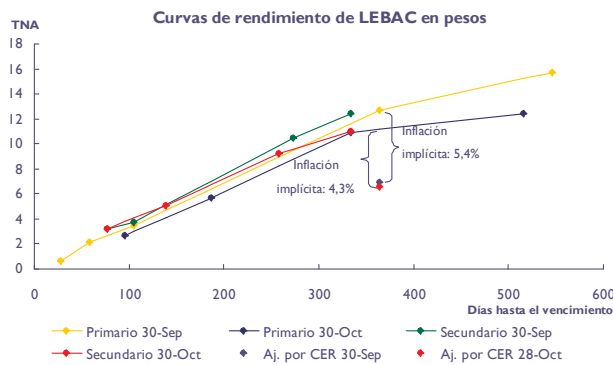
⁴ Las RIN se definen como las reservas brutas netas de los pasivos con el FMI valuados al tipo de cambio DEG/US\$ 1,3875 y de los pasivos de corto plazo con residentes en el exterior. Los AIN se calculan como la BMA menos las RIN al tipo de cambio \$/US\$ 2,9.

⁵ Se consideran para este resultado los movimientos conocidos en los factores de variación de BMA para los días restantes hasta el 17 de noviembre.

este contexto, las tasas pasivas y las del mercado interbancario se mantuvieron estables, en torno al 4% y 1,6%, respectivamente. Las tasas activas, por su parte, registraron variaciones negativas en las líneas más dinámicas: tarjetas de crédito, adelantos en cuenta corriente y préstamos personales, mientras que las tasas del resto de las líneas permanecieron estables.

4.1. LEBAC

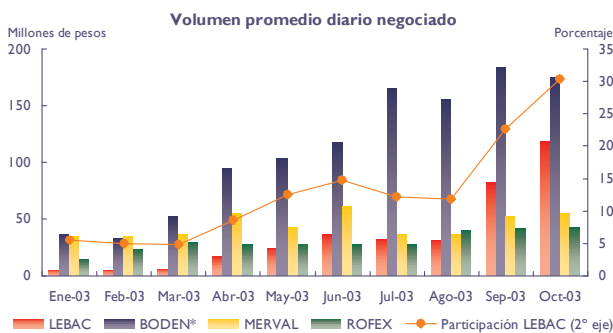
Gráfico 4.1.1



Durante el mes de octubre, la comparación de la curva de rendimientos del mercado primario de LEBAC en pesos de la última licitación de octubre con aquella correspondiente a fines del mes anterior permite verificar una reducción de las tasas de interés para todos los instrumentos adjudicados. Asimismo, se observó un aplanamiento de la curva, evidenciando en parte una menor inflación esperada para los próximos doce meses (ver Gráfico 4.1.1). Un comportamiento similar se observa en los rendimientos asociados a las transacciones de LEBAC en el mercado secundario, donde las tasas de interés para instrumentos con plazo residual de 11 meses disminuyeron 1,4 p.p., mientras que para los plazos más cortos permanecieron en niveles similares a los registrados en septiembre. Por otra parte, el cambio en las expectativas de inflación también se comprueba al observarse el diferencial entre las tasas de interés pagadas por LEBAC en pesos y las ajustables por CER, el cual disminuyó para los instrumentos de 12 meses, pasando de 5,8 p.p. a fines de septiembre a 4,7 pp. a fines de octubre.

Por otra parte, se intensificó la preferencia por instrumentos de mayor duración en las licitaciones de LEBAC en pesos, constituyendo la demanda de LEBAC de más de 3 meses de vida promedio (incluyendo las LEBAC ajustables por CER) el 89% del total demandado por licitación al término del mes. Este comportamiento se tradujo en un aumento considerable de la vida promedio del stock total en circulación de LEBAC en pesos, que alcanzó un máximo de 253 días el 29 de octubre (ver Gráfico 2.5). El aumento respecto al término del mes anterior fue de 28 días, presentando el 65% del stock en circulación una vida residual superior a 6 meses. Al 31 de octubre, el stock de LEBAC en pesos era de VN \$9.148 millones, de los cuales VN \$1.210 correspondían al segmento ajustable por CER; en tanto que, las LEBAC emitidas en dólares en circulación alcanzaban los VN US\$ 99 millones.

Gráfico 4.1.2

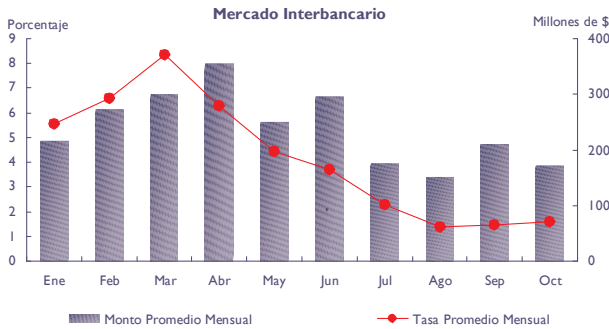


*Para octubre se disponen de datos del MAE solamente.

Por segundo mes consecutivo se registró un aumento significativo en el monto negociado de LEBAC en el MAE, el cual alcanzó un promedio diario de \$118 millones, volumen 44% superior al observado en septiembre y tres veces el volumen negociado en el período mayo-agosto. Cabe destacar que las LEBAC en pesos han ganado paulatinamente en el transcurso del año mayor participación en el monto total operado en la plaza local para los instrumentos con mayor liquidez. Como se verifica en el Gráfico 4.1.2, de acuerdo a los últimos datos disponibles, el volumen operado de LEBAC supera al negociado en el Merval y en el mercado de dólar futuro y alcanza a alrededor del 28% de las operaciones totales para los instrumentos considerados. La negociación de los títulos emitidos por el BCRA fue impulsada principalmente en los últimos meses por la demanda insatisfecha en el mercado primario y por la participación del BCRA en el mercado secundario a partir de septiembre. Por otro lado, puede mencionarse que algunos inversores habrían

preferido dirigir sus fondos al mercado de BODEN en pesos, particularmente hacia el BODEN 2008, en detrimento del mercado secundario de LEBAC, donde los rendimientos disminuyeron gradualmente en el transcurso del mes.

Gráfico 4.2.1



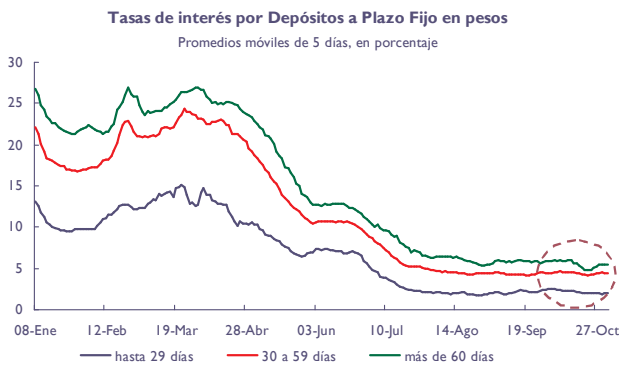
4.2. Mercado Interbancario

En el mercado interbancario, no se advirtieron variaciones representativas. El promedio mensual de las tasas diarias operadas aumentó levemente, pasando de 1,5% en septiembre a 1,6% en octubre, mientras que el promedio de los montos diarios operados disminuyó \$40 millones, ubicándose en \$173 millones (ver Gráfico 4.2.1). La menor cantidad de operaciones contribuyó a reducir la volatilidad diaria de las tasas de interés, que medida a través del coeficiente de variación pasó de 0,73 en septiembre a 0,54 en octubre.

4.3. Tasas de Interés Pasivas

Las tasas de interés de los depósitos a plazo en pesos tampoco evidenciaron variaciones significativas. Sin embargo, si se segmenta el mercado por plazos de colocación se observan diferentes comportamientos.

Gráfico 4.3.1

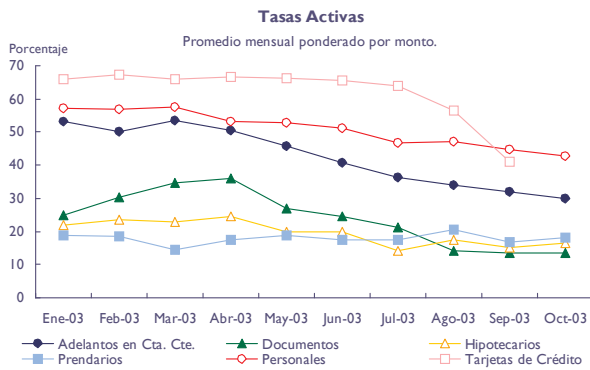


En el caso de las colocaciones hasta 29 días, se aprecia una leve tendencia a la baja. El promedio mensual de las tasas diarias pasó de 2,2% en septiembre a 2,1% en octubre. Si se comparan las tasas entre fines de mes, la diferencia es mayor, alcanzando casi 1 p.p. En el segmento de colocaciones entre 30 y 59 días, por el contrario, la tasa de interés promedio mensual se mantuvo en el mismo nivel del mes anterior, ubicándose alrededor del 4,4%, aunque se advirtió un leve movimiento de las tasas por depósitos superiores a \$1 millón alrededor del día 20. Por último, las tasas de las colocaciones a más de 60 días, segmento en el cual la mayor cantidad de operaciones se realiza hasta 6 meses de plazo, registraron una baja de 0,4 p.p. Como puede observarse en el Gráfico 4.3.1, estas tasas se mantuvieron estables durante las primeras dos semanas, verificando una disminución en la tercer semana para luego repuntar en la última semana, hasta ubicarse a fin de mes alrededor del 6%. Este comportamiento fue inducido por operaciones mayores a \$1 millón, pactadas principalmente por personas jurídicas.

Cabe señalar que el comportamiento de las tasas de interés pasivas responde principalmente al manejo de la política de liquidez de los bancos, que utilizan a los depósitos grandes, altamente elásticos a variaciones en la tasa de interés, para ajustar su posición de liquidez transitoria, manteniendo relativamente estable las tasas pactadas para depósitos pequeños. Este comportamiento explica los diferenciales de tasas ofrecidas para depósitos grandes y pequeños.

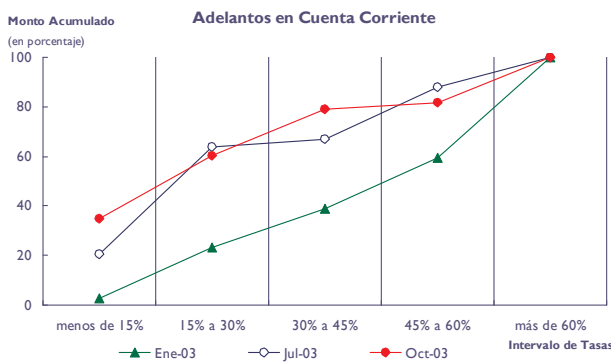
4.4. Tasas Activas⁶

Gráfico 4.4.1



La caída de las tasas de interés de LEBAC, que se transmitió hacia las tasas de interés pasivas durante el primer semestre, también comenzó a afectar a las tasas de interés activas, que en octubre continuaron, en general, con la tendencia decreciente que vienen registrando, aunque, como se observa en el Gráfico 4.4.1 el comportamiento no fue homogéneo para todas las líneas de préstamos.

Gráfico 4.4.2



En el caso de los adelantos en cuenta corriente, que representan el segmento más dinámico del mercado de crédito, la tasa de interés registró una caída de 2 p.p. en octubre respecto a septiembre, ubicándose alrededor del 30%. Las tasas de interés para este tipo de préstamos vienen disminuyendo a razón de 2,5 p.p. mensuales en promedio desde enero, habiendo registrado una baja de 23 p.p. desde entonces. Cabe señalar que sigue observándose una importante segmentación en las mismas, aunque la tendencia es claramente declinante. En el Gráfico 4.4.2 se puede apreciar que en octubre el 35% de las operaciones se realizaron a tasas menores al 15%, mientras que en julio solo el 20% de las operaciones registraron tasas semejantes y en enero el porcentaje de operaciones en dicho segmento era de apenas el 3%. En adición, cabe aclarar que el monto de adelantos otorgados estuvo creciendo durante el período analizado (ver sección 10).

Por su parte, la tasa de interés de los documentos, no evidenció ninguna variación en octubre, manteniéndose en los niveles de los últimos tres meses. Cabe destacar que en este segmento se produjo una importante baja de la tasa desde el máximo registrado en abril hasta agosto, pasando de 35% a 14%, nivel en el cual se estabilizó.

En el caso de los préstamos personales, la tasa de interés registró una baja de 2 p.p. en octubre respecto a septiembre, rondando el 43%. Este segmento viene registrando una tasa de decrecimiento del 5% en los últimos meses, que responde a la reactivación del mismo, impulsada por el aumento de la oferta de este tipo de créditos, dado que en los últimos meses varias entidades lanzaron nuevos productos al mercado.

Con respecto a las financiaci3nes con tarjeta de crédito, un análisis en base a una muestra de 34 bancos -que representan el 63% del monto operado en el mes de junio-, arroja que durante agosto y septiembre las mismas disminuyeron 23 p.p., ubicándose en este último mes en 41%. Si bien, a la fecha de elaboraci3n del presente informe no se cuenta con datos para el mes de octubre, se estima que la tendencia bajista continuó durante dicho mes. La evoluci3n de estas tasas de interés forma parte de la campaña de incentivos al uso de este instrumento de pago realizada por las entidades emisoras de tarjetas de crédito, desde mediados de a3o.

Por último, los préstamos con garantías prendarias e hipotecarias no presentan variaciones en sus tasas de interés durante octubre. En el caso de las líneas hipotecarias, si bien no se registra un volumen significativo de operaciones, se aprecia una baja de la tasa de interés de 6 p.p. en lo que va del a3o. Por el contrario, la tasa

⁶ La informaci3n sobre tasas de interés activas es de carácter provisorio y se encuentra sujeta a revisi3n.

de interés de los créditos prendarios se mantiene estable desde principios de año en alrededor del 18%.

5. Medios de Pago

Los medios de pago totales en pesos aumentaron durante el mes alrededor de \$1.500 millones (3%), mientras que los medios de pago del sector privado en pesos, M2⁷ privado, disminuyeron en octubre aproximadamente \$400 millones (1%). Esta reducción puede desagregarse en las disminuciones de \$250 millones del circulante amplio en poder del público y de alrededor de \$150 millones de los depósitos a la vista del sector privado - que correspondió en partes iguales a los depósitos en caja de ahorro y a los fondos en cuenta corriente-. Dado que octubre es un mes con estacionalidad negativa, la variación del circulante amplio como la de las colocaciones a la vista en términos desestacionalizados resultó ligeramente positiva (ver Gráfico 5.1).

Sin embargo, la variación promedio no permite apreciar la tendencia ascendente que mostraron los depósitos a la vista del sector privado durante el mes, registrando un incremento respecto al saldo de fin de septiembre de aproximadamente \$1.500 millones (ver Tabla 5.1). Este resultado estuvo vinculado especialmente a la evolución de los depósitos de más de \$1 millón, los cuales explican el 75% del aumento. El incremento de los depósitos a la vista en este tramo de monto estuvo acompañado por la disminución en las tasas de interés por depósitos a plazo fijo de similar cuantía. Ello fue parte de una política de algunas entidades financieras, que en el contexto de actual liquidez prefieren atraer los fondos mayoristas hacia los depósitos a la vista y mantener a los minoristas en depósitos a plazo, asegurándose mayor estabilidad en las colocaciones.

Gráfico 5.1

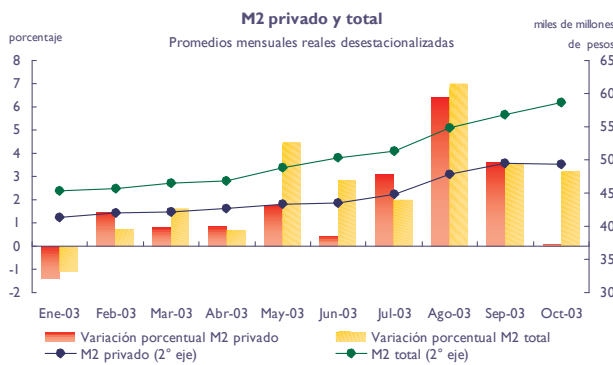


Tabla 5.1

Flujos mensuales, en millones de pesos - Octubre 2003	En promedio	"Entre puntas"
Depósitos Totales en Pesos	2.353	3.515
Depósitos Privados	387	1.079
Cuenta Corriente	63	839
Caja de Ahorros	83	630
Plazo Fijo	647	154
Otros Depósitos	6	-133
Canjeados por BODEN (contabilizado)	-9	-9
CEDRO incluyendo CER	-403	-402
Depósitos del Sector Público	1.899	2.337
Depósitos Totales en Dólares	92	65

Nota: Cifras provisionarias, sujetas a revisión.

En lo que respecta a la composición del M2 privado, durante el mes no se observaron modificaciones en la participación relativa de sus dos componentes, debido a que ambos permanecieron estables en términos desestacionalizados.

Por otra parte, cabe destacar que se estima que el impacto del rescate de cuasimonedas sobre el circulante amplio haya variado con el avance de este proceso. Al respecto, con el transcurso del tiempo las cuasimonedas pasaron a estar en mayor proporción en manos de empresas que las dejaban en custodia en las entidades y las utilizaban para el giro de sus negocios; en virtud de ello, a medida que avanzó su rescate, las mismas permanecieron en forma de colocaciones a la vista de dichas empresas, por lo cual la contrapartida de las cuasimonedas que salen de circulación se irá viendo cada vez en menor medida en la circulación monetaria.

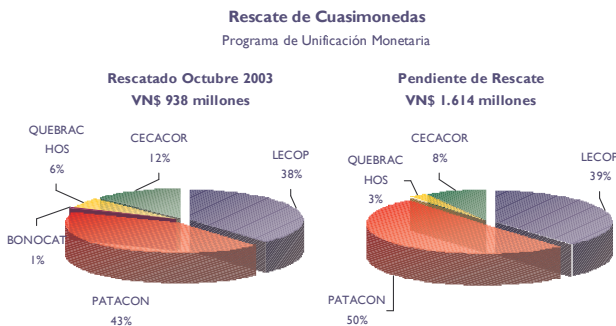
Un párrafo aparte merece el comportamiento de los depósitos a la vista del sector público dado el considerable crecimiento que registraron en octubre. Para el período, la variación correspondiente a las cuentas corrientes en pesos de este sector

⁷ El agregado M2 privado se define como la suma de circulante en poder del público, las cuasimonedas y los depósitos a la vista del sector privado en pesos. El M2 total se define como la suma de circulante en poder del público, las cuasimonedas y los depósitos a la vista totales en pesos.

alcanzó los \$1.600 millones. Tal comportamiento estuvo vinculado por un lado, a la restitución, ya mencionada en la sección 2, de los depósitos que habían sido utilizados en meses previos. Este factor explicaría aproximadamente el 60% de la variación mensual, en tanto que parte del resto de los movimientos sería atribuible al aumento del superávit primario registrado para el mes analizado.

5.1. Rescate de Cuasimonedas

Gráfico 5.1.1



En el marco del Programa de Unificación Monetaria durante el mes de octubre se rescataron VN\$ 938 millones, por los cuales se emitieron \$ 903 millones. Como se observa en el Gráfico 5.1.1, del total rescatado, el 81% correspondió a PATACONES (VN\$ 397 millones) y a LECOP (VN\$ 361 millones).

El día 10 finalizó el rescate de BONOSCAT, quedando sólo VN\$ 2,9 millones sin rescatar, que serán canjeados por títulos escriturales sin poder cancelatorio a emitir por la provincia de Catamarca. En relación a los QUEBRACHOS, aún quedan pendientes de rescate VN\$ 47 millones, de los cuales alrededor del 90% están en poder del sector público. En el caso particular de estos bonos, el gobierno de la provincia del Chaco había comenzado un proceso interno de rescate, a través de la recaudación anticipada de impuestos y de una caja de conversión propia, por medio de supermercados y comercios, a fin de suavizar el impacto de la salida de circulación de las cuasimonedas provinciales. Es por ello que más de la mitad de los QUEBRACHOS en circulación estaban en poder del sector público al momento de incorporarse al Programa. Algo similar sucede con los CECACOR, ya que en este caso, la provincia de Corrientes también había iniciado un proceso de rescate a través de la recaudación impositiva, con anterioridad a la incorporación al Programa. En la actualidad, quedan VN\$ 133 millones pendientes de rescate, de los cuales el 80% está en poder del sector público. Tanto los QUEBRACHOS como los CECACOR restantes deberán salir de circulación en los primeros días del mes de noviembre.

Por su parte, el rescate de PATACONES continuó con un ritmo decreciente, aunque suficiente para cumplir la meta de sacar de circulación la totalidad de estos bonos para fines de año, ya que vienen rescatándose alrededor de VN\$ 400 millones mensuales y el monto pendiente de rescate asciende a VN\$ 810 millones.

Respecto a los LECOP, el día 31 finalizó la opción de pagar impuestos con estos bonos, con lo cual a partir del mes entrante sólo se rescatarán a través de las ventanillas del Banco Nación. Cabe recordar que el monto pendiente de rescate asciende a VN\$ 625 millones, los cuales deberán sacarse de circulación antes del 31 de diciembre.

Por otra parte, fuera del Programa de Unificación Monetaria, la provincia de Mendoza, con recursos propios, ya rescató el 80% de los VN\$ 85 millones de PETROM que había en circulación a principios de septiembre de este año. El resto de los bonos en circulación podrán canjearse en la tesorería provincial hasta abril de 2004, mientras que continuarán sirviendo como instrumento de pago de impuestos hasta el 30 de marzo de 2004. Mientras tanto, la provincia de La Rioja, que tampoco adhirió al Programa de Unificación Monetaria, se comprometió a honrar el vencimiento de

sus bonos serie A y B, con lo cual los pagaría con recursos propios a fines de este año.

6. Depósitos a Plazo

Las colocaciones a plazo en pesos correspondientes al sector privado evidenciaron un aumento de alrededor de \$ 650 millones en promedio durante octubre, luego de 2 meses de caída. Si se consideran también los CEDRO (incluyendo CER), el crecimiento fue menor, alcanzando los \$ 240 millones (ver Tabla 5.1).

Desde mediados de año, la evolución de los depósitos a plazo estuvo influenciada por el vencimiento de los plazos fijos concertados en el marco del levantamiento de las restricciones financieras (“corralón”). En este contexto, en julio y sobre todo en agosto, se apreció una importante disminución de las colocaciones a plazos mayores a 60 días, que se desplazaron a depósitos a la vista, denotando la preferencia por la liquidez de los ahorristas poseedores de certificados originalmente menores a \$100.000; mientras que en septiembre, estos depósitos presentaron sólo una leve baja, reflejando la intención de los tenedores de certificados originalmente mayores a \$100.000 a mantener sus colocaciones a plazo. Ahora bien, en octubre el comportamiento de los depósitos a plazo no se vio afectado por colocaciones provenientes del “corralón”, dado que los últimos vencimientos de estas ocurrieron en septiembre. Como se observa en el Gráfico 6.1, se produjo un traspaso de fondos hacia plazos más largos, reflejando la preferencia por mayores rendimientos, en un contexto de estabilidad de tasas de interés. Sin embargo, el aumento de los depósitos a más de 60 días fue mayor a la disminución de las colocaciones a plazos inferiores, lo que estaría indicando el ingreso de nuevos fondos a esos plazos largos.

El comportamiento mencionado en el párrafo anterior se tradujo en un nuevo aumento del plazo promedio mensual de captación (ponderado por el monto de las colocaciones), el cual alcanzó los 39 días, registrando el nivel más alto desde fines del 2001. Al desagregar por montos las nuevas colocaciones, se advierte que, a diferencia de los meses anteriores, excepto en el caso de los depósitos entre \$500.000 y \$1 millón (que representan solo el 4% del total operado en el mes) todos los estratos coincidieron en el plazo promedio de captación de 39 días. Por el contrario, al analizar las operaciones del mes por tipo de depositante, se observa que el comportamiento no fue homogéneo. El sector público bajó el plazo de colocaciones de 40 a 36 días, mientras que las personas físicas aumentaron levemente el plazo de 40 a 41 días. Las personas jurídicas, por su parte, mantuvieron en 35 días el plazo de colocación, aunque el grupo particular de las empresas prestadoras de servicios financieros (AFJP, FCI, etc.) aumentó considerablemente de 38 a 50 días el plazo de colocación. En el caso de estas últimas, esta actitud puede atribuirse principalmente a la búsqueda de mayores rendimientos. (Ver Gráficos 6.2 y 6.3)

Como viene ocurriendo en los últimos meses, la mayor parte de las nuevas colocaciones fueron concertadas por personas jurídicas (49%), de las cuales más del 25% correspondió a operaciones de prestadoras de servicios financieros, seguidas por las personas físicas (43%). Los montos operados se concentraron en operaciones de

Gráfico 6.1

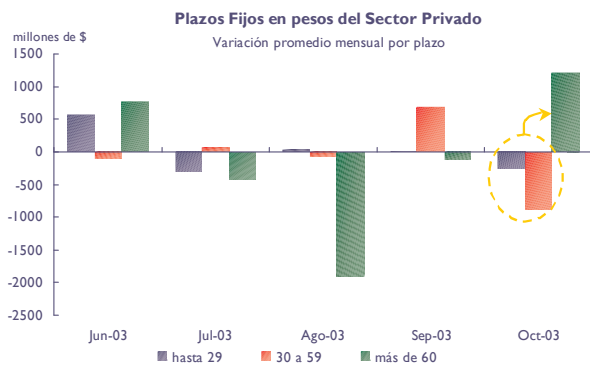


Gráfico 6.2

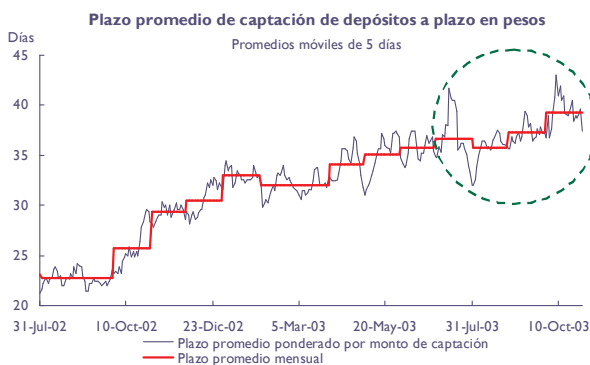
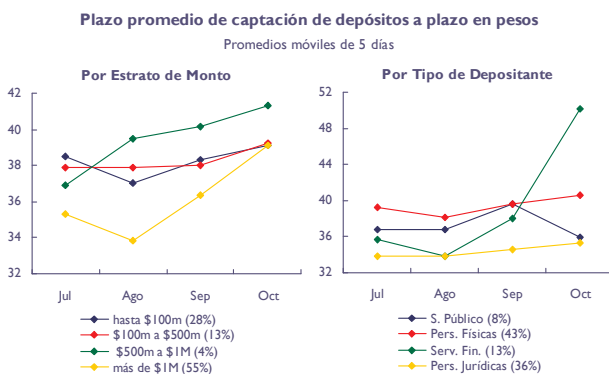


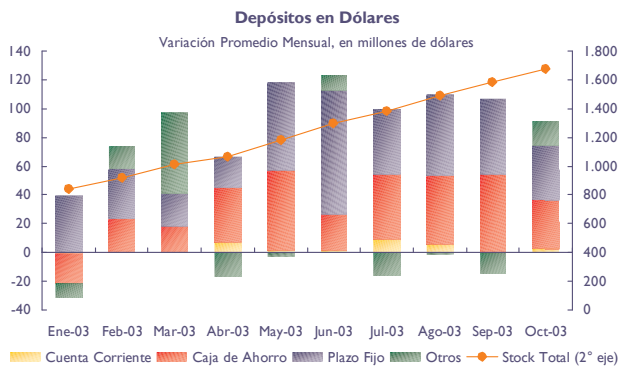
Gráfico 6.3



más de \$1 millón (55%) y de menos de \$100.000 (28%).

7. Depósitos en Dólares

Gráfico 7.1

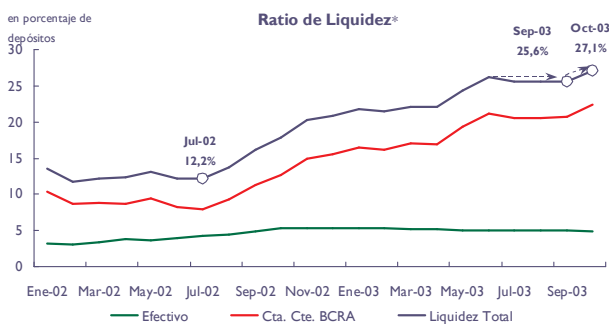


Durante el mes de octubre los depósitos en dólares mantuvieron la tendencia creciente que vienen evidenciando desde principios de año, registrando un incremento promedio de US\$ 92 millones, similar al verificado en septiembre. La suba se concentró principalmente en colocaciones a plazo (US\$ 37 millones) y depósitos en caja de ahorro (US\$ 34 millones) (Ver Gráfico 7.1).

Los principales actores de este mercado continuaron siendo las personas físicas, quienes realizaron el 83% de las operaciones a la vista y el 66% de las operaciones a plazo. En ambos casos, se trató en su mayoría de operaciones de montos inferiores a US\$ 100.000, si bien se advirtió un leve incremento del monto negociado en depósitos a plazo para montos entre US\$ 100.000 y US\$ 500.000. Respecto al plazo de las colocaciones, el 76% de las operaciones se concertaron en el tramo de 30 a 60 días, el 13% de las operaciones se realizaron hasta 29 días y el resto de las operaciones se negociaron a plazos mayores a 60 días. Esto se tradujo en un plazo promedio mensual de 35 días, similar al que viene registrándose desde julio.

8. Liquidez Bancaria

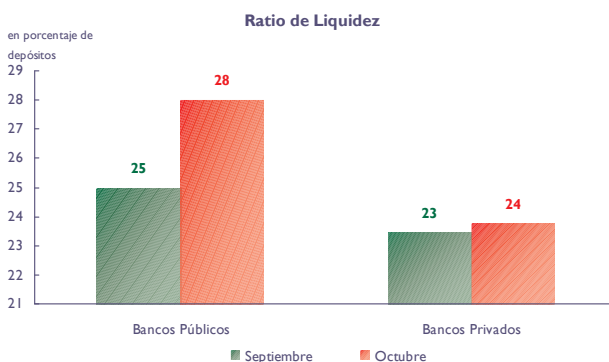
Gráfico 8.1



* El ratio de Liquidez se define como Efectivo en bancos + Cuentas Corrientes en el BCRA sobre los depósitos totales. Incluye pesos y dólares valuados a tipo de cambio promedio del mes.

Luego de tres meses consecutivos sin evidenciarse cambios significativos en los niveles de liquidez mantenida por las entidades financieras, el ratio de liquidez bancaria –depósitos en cuenta corriente en el BCRA más efectivo en bancos respecto a depósitos totales- registró un incremento de 1,5 puntos porcentuales en el mes de octubre. De esta manera, tal como se muestra en el Gráfico 8.1, en tanto las entidades financieras mantuvieron un 27,1% de los depósitos totales existentes en el sistema durante octubre en efectivo en bancos y en las cuentas a la vista abiertas en el BCRA, esta relación se había mantenido estable en alrededor del 25,6% durante los meses de julio a septiembre.

Gráfico 8.2

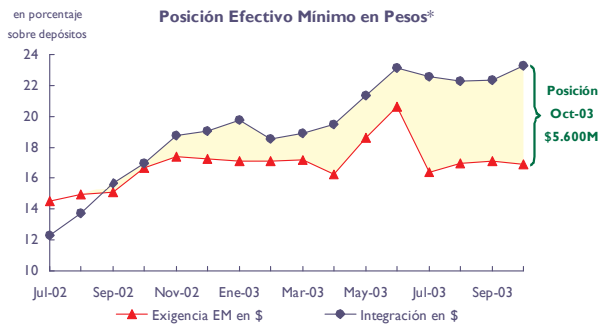


Específicamente, el incremento en las reservas bancarias está explicado esencialmente por un aumento de aproximadamente \$1.900 millones en los depósitos en cuenta corriente en el BCRA en tanto las tenencias en efectivo de las entidades financieras se mantuvieron relativamente constantes en un nivel de \$4.100 millones.

Cabe destacar, no obstante, que el mencionado incremento de liquidez no debe ser interpretado como un cambio de política en el comportamiento de las entidades financieras respecto a lo

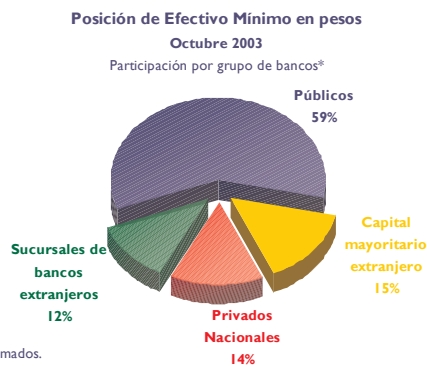
⁸ Como se mencionara en informes anteriores, luego de casi doce meses de incremento constante de la liquidez bancaria, las entidades financieras estarían paulatinamente procurando mantener pero no ya incrementar los niveles de liquidez alcanzados (aproximadamente unos \$23.000 millones).

Gráfico 8.3



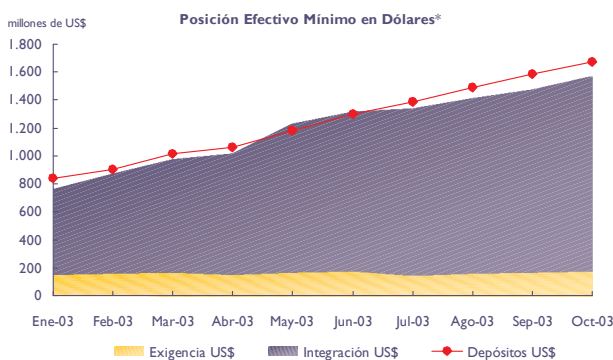
*Datos de la posición de efectivo mínimo observados hasta el mes de septiembre de 2003. Las cifras de octubre son estimadas.

Gráfico 8.4



* Datos Estimados.

Gráfico 8.5



*Datos de la posición de efectivo mínimo observados hasta el mes de septiembre de 2003. Las cifras de octubre son estimadas. La exigencia no computa el incremento de la misma equivalente al defecto de aplicación de la capacidad en de préstamo en moneda extranjera.

evidenciado en los últimos tres meses⁸ sino que estaría asociado a la ya mencionada (ver sección 5), recomposición de saldos del Gobierno Nacional en el sistema financiero que habían sido mayoritariamente utilizados durante agosto y septiembre para el pago de obligaciones externas con organismos internacionales. Específicamente, durante el mes de octubre se registró un incremento de \$1.600 millones en los depósitos del sector público en el sistema que permanecieron en las cuentas corrientes de la banca pública en el BCRA (ver Gráfico 8.2).

Asimismo, el incremento en la liquidez del sistema se vio reflejado en la posición de efectivo mínimo del sistema financiero en el mes de octubre. Al respecto, el Gráfico 8.3 muestra la exigencia legal de efectivo mínimo⁹ y la integración en efectivo en pesos y en cuentas a la vista de las entidades financieras en el BCRA, ambas expresadas como porcentaje de los depósitos totales en pesos. Como puede observarse, en tanto en el pasado mes de septiembre la sobreintegración de las entidades financieras fue de 5 p.p., durante octubre la integración excedente por sobre los requerimientos legalmente exigidos ascendió a 7 p.p. (aproximadamente \$5.600 millones).

Adicionalmente, si se analiza la posición de octubre (ver Gráfico 8.4) por grupo de entidades se observa que los bancos públicos aportan en un 60% a la sobreintegración (en pesos) evidenciada en el sistema lo cual representa un incremento de 10 p. p. respecto a su participación en la misma durante el mes de septiembre.

Por su parte, el segmento en dólares no presentó cambios significativos en el mes de octubre en tanto continúa evidenciando una fuerte sobreintegración por sobre los requerimientos legales. Al respecto, el Gráfico 8.5 muestra la posición de efectivo mínimo correspondiente a las obligaciones en dólares en lo que va del año. Como se observa, el alineado comportamiento evidenciado desde comienzos del año por los depósitos totales y la integración de las entidades financieras ha derivado en un abultado excedente de liquidez en moneda extranjera que totalizó en el mes de octubre aproximadamente US\$ 1.400 millones. Cabe mencionar que, acorde a lo establecido por el BCRA en la comunicación A 4015, el defecto de aplicación de la capacidad de préstamo en moneda extranjera¹⁰ que verifiquen las entidades financieras en un determinado período queda sujeto a un incremento equivalente de la exigencia de efectivo mínimo de dicho período. Por tal razón, la citada sobrelíquidez en dólares estadounidenses es básicamente la contrapartida de un mercado crediticio estanco en dicha moneda y surge de computar solamente la exigencia correspondiente a la aplicación de los

⁹ Cabe destacar que hasta el mes de octubre inclusive a la exigencia propia del régimen de requisitos de Efectivo Mínimo se le adiciona la del régimen complementario de Aplicación Mínima de Recursos. Éste último fue derogado con vigencia a partir del 1/11/03 (Ver Cambios Normativos).

¹⁰ La comunicación A 4015 establece que 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. Asimismo, especifica que los destinos autorizados para aplicar dicha capacidad de préstamo son la financiación de exportaciones, los préstamos interfinancieros, las Letras del BCRA, los fideicomisos financieros cuyos activos subyacentes sean préstamos destinados al financiamiento de exportaciones y préstamos a productores de bienes finales o intermedios que cuenten con avales de los exportadores.

coeficientes de encajes legales aplicables a las obligaciones en moneda extranjera, sin considerar el incremento de la misma equivalente al defecto de aplicación de recursos.

Finalmente, si se consolida ambos segmentos considerándose la posición de efectivo mínimo total¹¹, el excedente de liquidez existente en el sistema durante el mes de octubre fue de aproximadamente \$9.000 millones (equivalentes a 11 puntos porcentuales por encima de los requerimientos de liquidez legalmente exigidos por el BCRA).

9. Cambios Normativos en el Mercado Monetario

En referencia a los principales cambios normativos llevados a cabo por el BCRA durante el mes de octubre, cabe destacar esencialmente la modificación de las exigencias de efectivo mínimo y la derogación de las normas sobre Aplicación Mínima de Recursos.

Al respecto, desde el mes de mayo de 2002 y hasta octubre del presente año inclusive, los requerimientos de liquidez que debían atender las entidades financieras estaban compuestos por dos regímenes complementarios, Efectivo Mínimo (EM) y Aplicación Mínima de Recursos (AMR).

Esquema 9.1

Requerimientos de Liquidez

	Exigencia			Integración	
	Conceptos	EM ⁽¹⁾	AMR ⁽²⁾	EM ⁽¹⁾	AMR ⁽²⁾
ANTERIOR	Depósitos a la Vista	13%	12%	Efectivo en Bancos Cuenta Corriente en el BCRA	Créditos adquiridos, Certificados de participación o Títulos de deuda emitidos por fideicomisos financieros. Bono Gobierno Nacional 9% - vencimiento 2002 ⁽³⁾
	Depósitos a Plazo hasta 29 días	9%	9%		
	30 a 59 días	7%	7%		
	60 a 89 días	5%	5%		
	90 a 179 días	5%	0%		
	180 a 365 días	3%	0%		
	más de 365 días	0%	0%		
	ACTUAL	Depósitos a la Vista	23%		
Depósitos a Plazo hasta 29 días		18%			
30 a 59 días		14%			
60 a 89 días		10%			
90 a 179 días		5%			
180 a 365 días		3%			
más de 365 días	0%				

(1) Incluye Obligaciones en pesos y en dólares.

(2) Incluye Obligaciones en pesos.

(3) Vigencia Mayo-02 / Jun-03.

Como se muestra en el Esquema 9.1, a octubre de este año los coeficientes de encajes contemplados en el régimen de EM eran del 9, 7, 5 y 3 por ciento sobre las obligaciones a plazo según los tramos previstos de acuerdo al plazo residual (hasta 29 días, de 30 a 59 días, de 60 a 179 días y de 180 a 365 días, respectivamente) y del 13 por ciento sobre las obligaciones a la vista, aplicándose los mismos a depósitos en pesos y en dólares. Asimismo, podían computarse dentro de los conceptos admitidos como integración de EM los billetes y monedas mantenidos en las casas de las entidades financieras y en custodia en otras entidades y las cuentas corrientes de las entidades financieras abiertas en el BCRA.

Por otra parte, el régimen de AMR abarcaba solamente al segmento de depósitos en pesos y contemplaba una exigencia del 9, 7 y 5 por ciento sobre las obligaciones a plazo residual hasta 29 días, 30 a 59 días y 60 a 89 días, respectivamente y del 12% sobre las obligaciones a la vista. Los conceptos admitidos como integración bajo el mencionado régimen eran créditos adquiridos, certificados de participación o títulos de deuda emitidos por fideicomisos financieros y sumas aportadas en operaciones formalizadas en oportunidad de la reestructuración de entidades financieras (Art. 35 bis de la Ley de Entidades Financieras). Adicionalmente, hasta el mes de julio del presente año se permitía asimismo computar como integración el Bono del Gobierno Nacional 9% -vencimiento 2002, alternativa que fue derogada mediante la comunicación A 3674. Específicamente la integración de AMR involucraba franquicias que habían sido otorgadas individualmente a determinadas entidades financieras y cuyo monto fue decreciente en el tiempo. Al respecto, sólo menos de un 20% de los requerimientos legales de AMR eran cubiertos con franquicias en tanto el defecto de aplicación resultante del régimen aumentaba la exigencia de efectivo mínimo. De tal

¹¹ Computando pesos más dólares valuados al tipo de cambio promedio del mes.

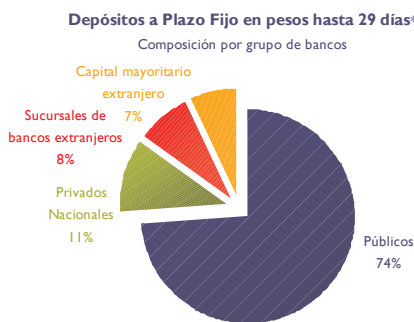
forma, dado que la mencionada aplicación mínima de recursos era de baja significancia sobre el total integrado y alcanzaba a sólo un número reducido de entidades sobre el total del sistema, en vistas a homogeneizar los coeficientes de encajes y simplificar las disposiciones que regulan la operatoria bancaria, así como su administración y control, el BCRA decidió derogar mediante la comunicación A 4032 el régimen de Aplicación Mínima de Recursos. De esta manera, con vigencia a partir del 1 de noviembre de 2003, el régimen de encajes se compone de un único régimen de Efectivo Mínimo que comprende a las obligaciones a la vista y a plazo tanto en pesos como en dólares. Como puede observarse en el esquema, los nuevos coeficientes que regirán a partir del mes próximo surgen de la consolidación de ambos regímenes, exceptuando el segmento de depósitos vista que registró una baja en la exigencia total de 2 puntos porcentuales (de 25% a 23%).

Cabe destacar asimismo que dado que las obligaciones en moneda extranjera no estaban sujetas al derogado régimen de AMR, la exigencia sobre dichos depósitos resultó incrementada en 10 p.p. para los depósitos a la vista y en 9, 7 y 5 puntos porcentuales en las obligaciones a plazo según plazo residual hasta 29, de 30 a 59 y de 60 a 89 días, respectivamente.

A la luz de lo antedicho, la resultante neta de la nueva política de encajes a implementarse a partir de noviembre es un leve efecto expansivo en la capacidad de préstamo en pesos acompañado de una reducción en la capacidad de préstamo en moneda extranjera¹². Teniendo en cuenta los montos involucrados, el efecto total será levemente expansivo.

Finalmente, a través de la citada comunicación A 4032 el BCRA dispuso incrementar de 7 a 30 días el término mínimo de captación de los depósitos a plazo en vistas a propender al alargamiento de plazos dado el contexto de favorable estabilidad que progresivamente evidencia el sistema financiero. Cabe destacar que, como se muestra en el Gráfico 9.1, la mencionada medida afecta mayoritariamente a los bancos públicos que concentraron en el mes de octubre el 74% del total de \$3.600 millones¹³ de plazos fijos de entre 7 y 29 días existentes en el sistema.

Gráfico 9.1



* Promedio mensual de saldos diarios para el mes de octubre. Incluye pesos + dólares valuados al tipo de cambio promedio del mes.

Gráfico 10.1



10. Préstamos

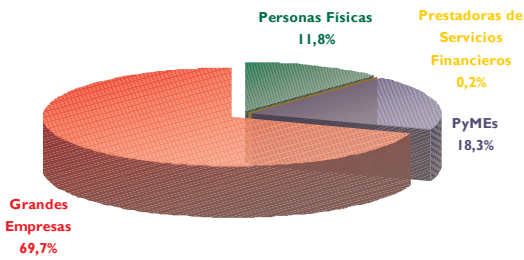
Durante el mes de octubre los préstamos al sector privado mostraron una variación negativa de \$ 45 millones respecto al promedio del mes anterior, aunque si se consideran las cifras entre fines de mes, se observa un crecimiento del orden de los \$100 millones, evidenciando una tendencia creciente desde mediados de mes. La evolución reciente del stock de préstamos esconde una marcada heterogeneidad, ya que se encuentra por un lado la caída vegetativa del stock de préstamos hipotecarios y prendarios, y el aumento de las líneas de crédito asociadas a adelantos, personales y tarjetas (ver Gráfico 10.1).

¹² Dada la importante sobreintegración que se registra en el segmento en dólares, el mencionado efecto contractivo en la capacidad de préstamo en moneda extranjera resulta de escasa relevancia. Ver sección 8.

¹³ Considerando pesos y dólares al tipo de cambio promedio del mes.

Gráfico 10.2

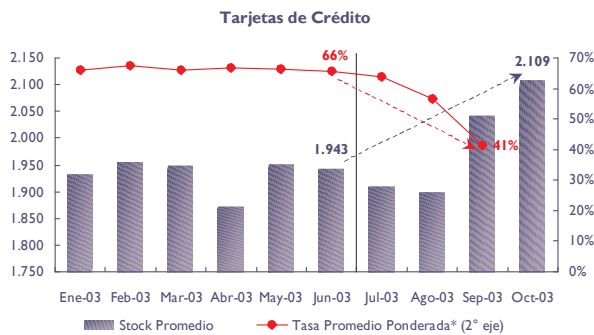
Distribución de Adelantos en Cuenta Corriente por Tipo de Receptor
Octubre 2003



Igual que en los meses anteriores, una de las líneas de préstamos más dinámicas fueron los adelantos en cuenta corriente. Si bien en promedio aumentaron sólo \$13 millones, las cifras observadas a partir de mitad de mes indican la presencia de una tendencia creciente que llevó a los mismos a incrementarse unos \$200 millones, respecto al saldo de fin de septiembre. Los bancos privados nacionales y las sucursales de bancos extranjeros son los que concentran la mayor cantidad de operaciones en este tipo de préstamos, siendo las grandes empresas los principales destinatarios, como se observa en el Gráfico 10.2.

Otro grupo de préstamos que continuó en aumento fue el de las líneas de crédito personales. Estas registraron un crecimiento de \$60 millones en promedio, que alcanzó los \$130 millones si se comparan los saldos a fin de mes. En estas líneas el incremento se debe principalmente al rol activo de los bancos privados nacionales y de los bancos públicos. En los últimos meses han aparecido nuevas líneas de este tipo de préstamos, que, como fuera mencionado en la sección 4.4, fueron acompañadas con bajas en las tasas de interés.

Gráfico 10.3

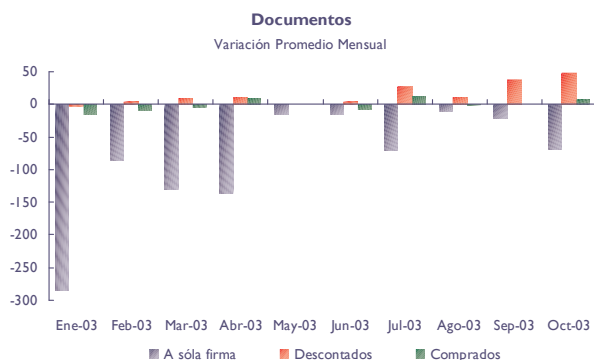


*Elaborada en base a una muestra de 34 entidades, que representaban el 63% del total operado en Jun-03.

Finalmente, la otra línea que evidencia una tendencia creciente es la referida a las financiaciones con tarjetas de crédito. Estas crecieron \$67 millones en promedio durante octubre, impulsadas por las medidas de incentivo al uso de este medio de pago y el mayor nivel de consumo registrado en el mes bajo análisis. Entre los incentivos que se vienen implementando desde mitad de este año se destacan la baja de la tasa de interés, como ya se mencionó en la sección 4.4, y la posibilidad de acceder a planes de financiación de corto plazo sin interés, así como las diversas promociones lanzadas por las empresas emisoras de las tarjetas de crédito y los comercios adheridos. (Ver Gráfico 10.3).

Los préstamos hipotecarios y prendarios continuaron registrando caídas en sus stocks, ya que al haber escasas operaciones, la natural cancelación de cuotas repercute directamente sobre los mismos. En promedio, la caída mensual de las líneas con garantía hipotecaria rondó los \$150 millones, mientras que las líneas con garantía prendaria disminuyeron \$35 millones. Como se ha señalado en informes anteriores, el reajuste de los precios relativos es uno de los principales factores que incide sobre la relativamente lenta reactivación de este mercado.

Gráfico 10.4



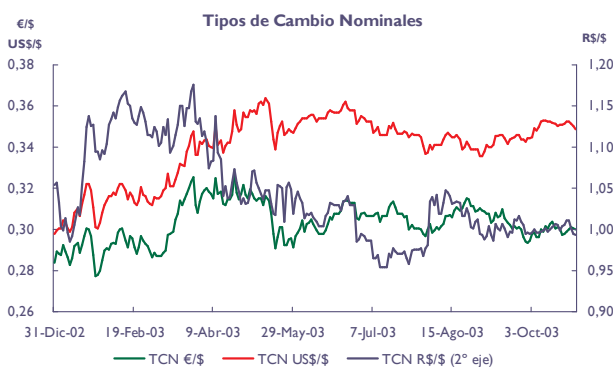
Por último, los documentos presentaron una disminución promedio de su stock de \$15 millones, aunque si se comparan las cifras entre los fines de mes se observa una variación positiva de alrededor de \$40 millones. Dentro de estas líneas, cabe destacar la tendencia creciente que vienen presentando los documentos descontados desde principios de año, habiendo registrado un incremento promedio de \$150 millones. Esta tendencia se intensificó a partir de mediados de año, ya que de junio a octubre el descuento de documentos aumentó \$120 millones en promedio. En este último mes, también presentaron una suba en su stock los documentos comprados. La baja en las tasas de ambas líneas resultó atractiva para las empresas, quienes se valieron de estos instrumentos para calzar sus actividades comerciales, sin necesidad de recurrir a otro tipo de financiaciones como los documentos a sola firma. Como puede apreciarse en el Gráfico 10.4, estos últimos, continuaron

disminuyendo durante octubre, presentando una caída promedio de \$70 millones.

II. Mercado Cambiario¹⁴

El mercado cambiario durante octubre mostró un comportamiento bien diferenciado del observado en el mes anterior, que se había caracterizado por una oferta de divisas asociada a la liquidación de exportaciones en niveles inferiores a los máximos estacionales y una demanda sostenida por la liberación de los depósitos reprogramados. Ambos factores contribuyeron a que se registrara un resultado cambiario¹⁵ cercano al equilibrio. En cambio, en octubre el superávit cambiario alcanzó aproximadamente US\$ 650 millones¹⁶. Esto fue el resultado de la combinación de un aumento de US\$ 230 millones de oferta de divisas proveniente de la liquidación de exportaciones, alrededor de US\$ 70 millones de menor demanda para importaciones y US\$ 350 millones de caída en la formación de activos externos. Respecto al último de los factores mencionados, puede decirse que su magnitud representa menos del 50% de la observada mes anterior, lo cual estaría vinculado a que en septiembre culminó el vencimiento de los depósitos a plazo provenientes del “corralón”, liberándose los de mayor tamaño, y que a partir de entonces su saldo se irá reduciendo conforme venzan las cuotas previstas en el esquema de reestructuración de depósitos, sin perjuicio de las potenciales medidas cautelares. Dado que esto involucra salidas de CEDRO de menor monto, es razonable pensar que una menor proporción de ellos será destinada al mercado de dólar-transferencia, teniendo en cuenta los costos de mantenimiento que ello implica y que, en caso de ser convertidos en divisas, lo serán a través de operaciones dólar-billete.

Gráfico II.1



El superávit mencionado fue absorbido por las compras de divisas del BCRA al sector privado, que alcanzaron los US\$539 millones en el transcurso del mes. Por otra parte, las operaciones del sector público con el exterior, vinculadas principalmente al flujo neto con organismos internacionales implicaron una disminución de divisas de US\$ 990 millones. Las reservas internacionales del BCRA cayeron US\$504 millones y su saldo se ubicó al 31 de octubre en US \$ 12.902 millones.

Gráfico II.2



La cotización del peso se mantuvo estable contra el real brasilero y se apreció levemente contra el euro (2%) y el dólar estadounidense (1%) (Ver Gráfico II.1). Con diferenciales de inflación prácticamente nulos, dichas variaciones cambiarias resultaron en una apreciación real del peso contra el promedio de las monedas de sus socios comerciales (Ver Gráfico II.2). No obstante, en lo que va del año esta variable (el tipo de cambio real multilateral) registró una caída del 3%, lo que implica una mejora de la competitividad del peso por encima de la registrada en 2002.

Cabe destacar, que en el ámbito internacional la evolución del dólar estadounidense fue afectada por el nivel récord que alcanzó su

¹⁴ El análisis de esta sección se basa en variaciones mensuales “en punta”.

¹⁵ Corresponde al resultado del Mercado Único y Libre de Cambios.

¹⁶ Para mayor detalle, ver *Informe de la evolución del mercado cambiario. Período Octubre 2003*.

* Aumento / descenso implica apreciación / depreciación del peso.

déficit comercial con los países asiáticos y, más precisamente con China. Este país mantiene un régimen de tipo de cambio fijo que sostiene la competitividad de sus productos en el mercado norteamericano. Por otra parte, el dólar continuó con la tendencia de depreciación frente al euro, especialmente luego de la última reunión del G-7, donde el apoyo hacia la adopción generalizada de regímenes de tipo de cambio flexible fue interpretada como una adhesión a la debilidad del dólar como mecanismo que permita impulsar las exportaciones estadounidenses.

12. Mercado de Capitales

12.1. Acciones

Las inversiones en acciones se constituyeron en las más rentables del mes de octubre. Si se mide su evolución a través del índice Merval, las ganancias fueron del 12% mensual en pesos y levemente superiores en dólares (13%). Este índice alcanzó su máximo histórico en pesos el 29 de octubre (943 puntos), impulsado por las expectativas de crecimiento en el nivel de actividad para los próximos meses, la caída en las tasas de interés y el avance de los procesos de reestructuración de algunas empresas (ver Gráfico 12.1.1).

Gráfico 12.1.1



Por segundo mes consecutivo, Comercial del Plata se constituyó en la empresa, entre las que componen el índice Merval, cuyos títulos mostraron mejor rendimiento, con un aumento en su cotización del 33%. Tal resultado ocurrió tras el anuncio de la existencia del acuerdo preventivo con sus acreedores a mediados del mes. En lo que respecta a volúmenes operados, las acciones del Grupo Galicia fueron las que registraron mayor monto negociado acumulado, con \$224 millones y se ubicaron en segundo lugar en cuanto a su apreciación, con un 18% de aumento. Esta empresa también se encuentra en pleno proceso de reestructuración de sus pasivos, para lo cual durante el mes creó un programa de emisión de obligaciones negociables. Estos títulos y los del resto de empresas del sector bancario fueron favorecidos además por la aprobación en el Senado de la ley que permite la emisión de bonos para compensación para las entidades financieras.

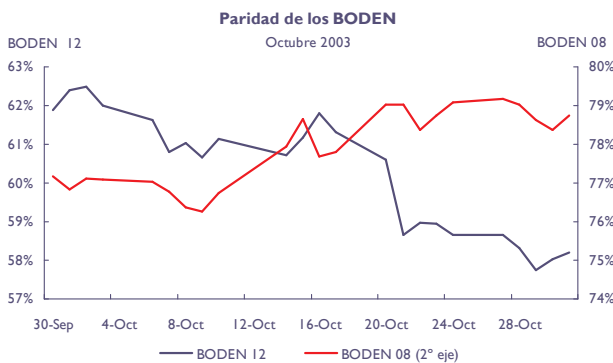
En términos del volumen negociado, el promedio diario total del Merval alcanzó los \$55 millones. Si bien este valor es uno de los más elevados del año en curso, su magnitud es aún muy inferior a la de otros mercados, como el de títulos públicos nacionales que no están incluidos en la cesación de pagos e incluso al creciente mercado secundario de LEBAC.

12.2. Bonos Soberanos

Los títulos públicos nacionales que son abarcados por el proceso de reestructuración no mostraron mayores cambios en sus cotizaciones ante el anuncio de mayores detalles sobre el grado de

avance de las negociaciones.

Gráfico 12.2.1



Por otra parte, los BODEN mostraron una evolución dispar en el transcurso del mes. Dentro de ellos, continuaron destacándose por su liquidez el BODEN 2008 y el BODEN 2012, repartiéndose en partes iguales alrededor del 95% del monto operado en el MAE¹⁷ para este tipo de bonos y habiendo alcanzado en octubre un promedio diario de \$80 millones de acuerdo a los datos disponibles a la fecha de realización de este informe. A pesar de que estos bonos fueron exceptuados de la deuda elegible para la reestructuración, el mercado diferenció entre los títulos denominados en pesos y aquellos emitidos en dólares. Respecto al término de septiembre, la paridad BODEN 2012 mostró una caída del 6%, en tanto que la cotización del BODEN 2008 registró una apreciación del 2%. La búsqueda de un resguardo frente a la caída de la cotización del dólar contra el peso hizo que fuera favorecido el BODEN 2008, alcanzando su cotización un valor máximo desde su emisión a fines de octubre (ver Gráfico 12.2.1).

12.3. Bonos Corporativos

Como se había mencionado en el informe anterior, el Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE) se generalizó como el mecanismo más usual de reestructuración financiera entre las empresas emisoras de ON. Entre ellas, en octubre, **Multicanal** decidió prorrogar hasta el 12 de diciembre su invitación para que los tenedores de ON y sus acreedores bancarios suscriban un APE, como así también su oferta para comprar en efectivo hasta US\$131 millones de deuda en ON a un precio de US\$300 por cada US\$1.000 de deuda existente. Asimismo, la empresa informó que hasta el 1° de octubre, los tenedores de US\$279 millones (53%) del monto de capital de la deuda existente habían realizado ofertas en la invitación de la opción en efectivo o acordado aceptar el APE.

Otra de las empresas que prolongó el proceso de negociación de la reestructuración de sus pasivos financieros fue **Cablevisión**, la cual anunció una prórroga hasta el 3 de noviembre de la fecha de vencimiento para que sus acreedores suscriban un APE¹⁸; notificando que al 27 de octubre, los tenedores de aproximadamente US\$269 millones del monto de capital (de un total de US\$725 millones) de los títulos existentes habían presentado sus ofertas a la invitación de la empresa.

En un mercado primario caracterizado desde hace varios meses por la escasa actividad, **Petrobras Energía** lanzó la emisión de la serie R de ON por un monto de US\$100 millones con 10 años de plazo y que pagará intereses semestrales del 9,375% anual. Por otra parte, cabe destacar que en el transcurso del mes la calificadora Fitch Argentina subió la calificación de las ON emitidas por esta empresa en los programas de US\$1.200 millones y US\$1.000 millones, de BBB- a BBB, en escala doméstica, otorgándole una perspectiva estable. Mientras tanto, la deuda de corto plazo fue mantenida en A3. Las razones expuestas fueron la existencia de una sólida reserva hidrocarburífera en manos de la empresa, sus costos

¹⁷ A la fecha, no se cuentan con datos sobre volumen operado en la BCBA.

¹⁸ Los detalles de su invitación pueden consultarse en el Informe Monetario Mensual de Septiembre 2003.



de producción competitivos y una adecuada diversificación de sus ingresos por región. Sin embargo, la calificadora señaló como puntos de duda su flexibilidad financiera y sus indicadores de cobertura crediticia.



13. 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			
	Oct-03	Sep-03	Dic-02	Oct-02	Mensual		Año 2003	
					Nominal	Real	Nominal	Real
Base Monetaria Amplia	43.661	42.478	35.117	30.861	2,8%	2,2%	24,3%	20,5%
Cuasimonedas ⁽¹⁾	1.932	2.752	7.448	7.363	-29,8%	-30,2%	-74,1%	-74,9%
Base Monetaria	41.729	39.726	27.669	23.498	5,0%	4,4%	50,8%	46,2%
Circulación Monetaria	25.793	25.560	17.766	15.257	0,9%	0,3%	45,2%	40,7%
En poder del Público	22.933	22.692	15.439	13.260	1,1%	0,5%	48,5%	44,0%
En Entidades Financieras	2.860	2.868	2.327	1.996	-0,3%	-0,8%	22,9%	19,1%
Cuenta Corriente en el BCRA	15.937	14.166	9.904	8.241	12,5%	11,8%	60,9%	56,0%
Reservas Internacionales del BCRA	13.247	12.454	10.265	9.558	6,4%		29,0%	
Depósitos Totales en Pesos ⁽²⁾	82.738	80.386	71.478	70.102	2,9%	2,3%	15,8%	12,2%
Depósitos Privados	68.535	68.148	63.784	63.386	0,6%	0,0%	7,4%	4,1%
Cuenta Corriente	13.203	13.140	11.177	10.019	0,5%	-0,1%	18,1%	14,5%
Caja de Ahorros	11.601	11.518	8.243	8.522	0,7%	0,1%	40,7%	36,4%
Plazo Fijo	31.381	30.734	16.919	13.664	2,1%	1,5%	85,5%	79,8%
Otros Depósitos	4.590	4.584	3.972	3.240	0,1%	-0,4%	15,6%	12,0%
Canjeados por BODEN (contabilizado)	1.759	1.769	3.784	4.461	-0,5%	-1,1%	-53,5%	-54,9%
CEDRO incluyendo CER	6.002	6.405	19.689	23.480	-6,3%	-6,8%	-69,5%	-70,5%
Depósitos del Sector Público	13.541	11.642	7.158	6.179	16,3%	15,6%	89,2%	83,3%
Depósitos Totales en Dólares ⁽²⁾	1.678	1.586	834	754	5,8%	5,2%	101,2%	95,0%
Préstamos al Sector no Financiero en Pesos ⁽²⁾	54.448	55.325	61.923	63.104	-1,6%	-2,2%	-12,1%	-14,8%
Al Sector Privado	26.586	26.647	30.700	31.803	-0,2%	-0,8%	-13,4%	-16,1%
Adelantos	4.135	4.127	4.376	4.354	0,2%	-0,4%	-5,5%	-8,4%
Documentos	4.688	4.703	5.392	5.572	-0,3%	-0,9%	-13,1%	-15,7%
Hipotecarios	9.526	9.687	11.310	11.644	-1,7%	-2,2%	-15,8%	-18,4%
Prendarios	1.317	1.352	2.118	2.256	-2,6%	-3,2%	-37,8%	-39,8%
Personales	2.156	2.095	2.662	2.886	2,9%	2,3%	-19,0%	-21,5%
Tarjetas de Crédito	2.111	2.043	2.047	2.094	3,3%	2,7%	3,1%	-0,1%
Otros	2.653	2.639	2.794	2.997	0,6%	0,0%	-5,0%	-8,0%
Al Sector Público	27.862	28.679	31.223	31.301	-2,8%	-3,4%	-10,8%	-13,5%
Préstamos al Sector no Financiero en Dólares ⁽²⁾	1.378	1.358	1.543	1.644	1,5%	0,9%	-10,7%	-13,4%
Agregados Monetarios Totales								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. en Pesos y Dólares)	44.398	43.245	36.910	32.939	2,7%	2,1%	20,3%	16,6%
M2 (M1 + Caja de Ahorros en Pesos y Dólares)	58.999	57.512	46.339	42.480	2,6%	2,0%	27,3%	23,4%
M3 (M2 + Depósitos a plazo en Pesos y Dólares + CEDRO con CER)	110.611	108.663	93.490	89.019	1,8%	1,2%	18,3%	14,7%
Agregados Monetarios Privados en Pesos								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. S. Privado)	38.067	38.584	34.063	30.643	-1,3%	-1,9%	11,8%	8,3%
M2 (M1 + Caja de Ahorros S. Privado)	49.668	50.101	42.307	39.165	-0,9%	-1,4%	17,4%	13,8%
M3 (M2 + Depósitos a plazo S. Privado + CEDRO con CER S. Privado)	91.641	91.824	82.887	79.549	-0,2%	-0,8%	10,6%	7,1%
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	1.183	2,8%	831	1,9%	8.544	24,3%	12.800	41,5%
Sector Financiero	-47	-0,1%	-394	-0,9%	-1.388	-4,0%	-1.239	-4,0%
Sector Público	921	2,2%	567	1,3%	382	1,1%	749	2,4%
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	-2.613		689		7.198		9.316	
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	2.270		861		-934		-746	
Crédito Externo	1.264		-984		-5.882		-7.822	
Sector Externo Privado	750	1,8%	1.866	4,4%	12.987	37,0%	16.472	53,4%
LEBAC	-457	-1,1%	-1.224	-2,9%	-4.170	-11,9%	-4.324	-14,0%
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	-13	0,0%	-10	0,0%	-131	-0,4%	-131	-0,4%
Otros	30	0,1%	26	0,1%	863	2,5%	1.273	4,1%
Reservas Internacionales	793	6,4%	473	3,7%	2.982	29,0%	3.689	38,6%
Intervención en el Mercado Cambiario	277	2,2%	676	5,3%	4.448	43,3%	5.439	56,9%
Pago a Organismos Internacionales	461	3,7%	-327	-2,6%	-1.937	-18,9%	-2.537	-26,5%
Otras operaciones del Sector Público	0	0,0%	23	0,2%	-99	-1,0%	-89	-0,9%
Efectivo Mínimo	4	0,0%	44	0,3%	430	4,2%	609	6,4%
Valuación Tipo de Pase	41	0,3%	7	0,1%	-22	-0,2%	-22	-0,2%
Otros	10	0,1%	50	0,4%	163	1,6%	290	3,0%

(1) Cifras estimadas.

(2) Cifras provisionarias, 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	Oct-03	Sep-03	Ago-03	Dic-02	Oct-02
Call entre Bancos Privados en pesos					
Tasa	1,52	1,49	1,40	6,52	13,72
Monto	120	150	107	87	130
Plazo Fijo					
<u>En pesos</u>					
14-29 días	2,29	2,30	2,10	15,48	29,51
30 días	4,53	4,49	4,59	22,78	35,97
30-44 días, más de 1 millón	3,84	3,69	3,64	25,10	37,40
<u>En dólares</u>					
14-29 días	0,35	0,33	0,42	1,27	2,21
30 días	0,59	0,59	0,70	1,78	2,69
30-44 días, más de 1 millón	0,81	0,77	0,73	2,25	4,86
Tasas Activas	Oct-03	Sep-03	Ago-03	Dic-02	Oct-02
Prime en pesos a 30 días					
	11,18	11,96	13,09	33,48	55,24
Cauciones en pesos					
Tasa de interés bruta a 30 días	3,94	3,73	3,40	14,79	19,00
Volumen operado (total de plazos)	59	50	96	130	141
Préstamos en pesos					
Adelantos en Cuenta Corriente			33,79	50,81	63,46
Documentos a sólo firma			13,82	26,97	37,25
Hipotecarios			17,79	22,13	31,74
Prendarios			17,53	21,65	19,45
Personales			41,46	54,32	51,75
Tarjetas de Crédito			54,59	64,07	59,74
Tasas de Referencia	Oct-03	Sep-03	Ago-03	Dic-02	Oct-02
LIBOR					
1 mes	1,12	1,12	1,11	1,42	1,80
6 meses	1,21	1,19	1,20	1,42	1,74
US Treasury Bond					
2 años	1,72	1,69	1,82	1,82	1,89
10 años	4,27	4,27	4,42	4,02	3,92
FED Funds Rate					
	1,00	1,00	1,00	1,25	1,75
SELIC (a 1 año)					
	19,68	21,18	23,50	23,43	19,77



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

Tasas de LEBAC	Oct-03	Sep-03	Ago-03	Dic-02	Oct-02
En pesos					
1 mes	0,60	0,67	1,22	6,84	35,99
2 meses	2,01	2,42	2,98	7,51	n/d
3 meses	2,98	3,87	4,29	10,82	n/d
6 meses	5,94	6,92	7,01	50,34	74,00
12 meses	11,82	13,41	14,10	n/d	n/d
18 meses	13,89	15,53	15,80	n/d	n/d
En pesos ajustables por CER					
12 meses	6,63	7,38	8,45	n/d	n/d
18 meses	8,00	8,60	8,94	n/d	n/d
En dólares					
14 días	n/d	-0,23	0,00	0,00	0,09
1 mes	0,00	0,00	0,00	-0,01	0,00
Mercado Cambiario	Oct-03	Sep-03	Ago-03	Dic-02	Oct-02
Dólar Spot					
Mayorista	2,86	2,92	2,92	3,48	3,65
Casas de cambio	2,85	2,92	2,93	3,50	3,65
Referencia del BCRA	2,86	2,92	2,93	3,49	3,65
Dólar Futuro					
NDF 1 mes	2,86	2,93	2,95	3,52	3,72
INDOL 1 mes	2,86	2,93	2,93	3,54	3,71
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	2	2	3	1	1
ROFEX 1 mes	2,86	2,92	2,93	3,52	3,69
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	43	42	40	12	n/d
Peso / Real	1,00	1,00	0,98	0,96	0,97
Peso / Euro	3,34	3,29	3,27	3,55	3,59
Mercado de Capitales	Oct-03	Sep-03	Ago-03	Dic-02	Oct-02
MERVAL					
Indice	882	775	716	506	424
Volumen Operado	55	53	36	42	37
Bonos del Gobierno					
BODEN 2012 (US\$) ⁽¹⁾	60,18	61,55	58,62	46,01	41,82
BODEN 08 (\$)	80,14	76,88	75,25	n/d	n/d
Riesgo País					
EMBI+ Argentina	5.492	5.017	5.044	6.258	6.396
EMBI+ Latinoamérica (sin Argentina)	435	462	506	842	1.059

(1) La cotización está expresada en dólares estadounidenses.