

# Informe Monetario Mensual

NOVIEMBRE 2004

CONTENIDOS	
1. Síntesis	1
2. Programa Monetario	2
3. Tasas de Interés	2
3.1. Títulos Emitidos por el BCRA	3
3.2. Mercados Interfinancieros	3
3.2.1 Mercado de Pases	3
3.2.2 Mercado Interbancario	4
3.3. Tasas de Interés Pasivas	5
3.4. Tasas de Interés Activas	6
4. Agregados Monetarios y Liquidez	7
4.1. Agregados Monetarios en Pesos	7
4.2. Depósitos en Dólares	9
4.3. Liquidez Bancaria	9
5. Préstamos	10
6. Mercado de Activos Financieros	12
6.1. Mercado de Divisas	12
6.2. Mercados de Capitales	13
6.2.1. Acciones	13
6.2.2. Títulos Públicos	13
6.2.3. Inversores Institucionales	14
6.2.3.1 Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones	14
6.2.3.2 Fondos Comunes de Inversión	15
6.2.4. Títulos Privados	16
7. Indicadores Monetarios y Financieros	18

## 1. Síntesis<sup>1</sup>

- La Base Monetaria Amplia (BMA) mostró un incremento de \$571 millones (1,2%) en noviembre, ubicándose en \$47.241 millones, lo cual implica una variación interanual (i.a.) de 5,5%. La BMA ajustada por pasivos pasivos para el BCRA continúa dentro del rango previsto por el Programa Monetario, generando un aumento interanual de 18,4%. A diferencia de los dos meses previos, la colocación neta de LEBAC y NOBAC fue positiva, implicando una contracción de \$496 millones, que se sumó a los \$524 millones de contracción del sector público y a los \$440 del sector financiero (\$235 millones por pasivos y de \$204 millones por el esquema de cancelación de redescuentos ("matching")). El único factor de expansión de la BMA lo constituyó la compra neta de divisas, que implicó una expansión de \$2.022 millones.

- En el mercado de pasivos, el BCRA continuó operando en el segmento a 7 días, con el objetivo de fijar un corredor de tasas de interés de corto plazo (3% para pasivos activos, 2,5% para los pasivos). En el segmento a 1 día de plazo, se observó un incremento en los montos operados, hecho que se vio posibilitado por los cambios normativos impulsados por el BCRA para facilitar esta operatoria, a la vez que la tasa de interés se redujo levemente (0,2 p.p. a un nivel de 2,06%) y disminuyó su volatilidad. Asimismo, en el mercado de call se redujo el monto operado ya que parte de los fondos anteriormente transados en dicho mercado comenzaron a canalizarse a través del mercado de pasivos.

- Las tasas de interés pasivas registraron leves bajas en el segmento de más corto plazo (30-59 días) y en el de más largo plazo (más de 90 días) ubicándose en 3% y 4,4% respectivamente, en tanto que se mantuvieron relativamente estables en el tramo de 60 a 89 días. Las tasas de interés activas registraron descensos durante noviembre, con excepción de las tasas de interés de los préstamos personales que, debido a la fuerte demanda, evidenciaron un alza por segundo mes consecutivo, en esta oportunidad de 0,6 p.p. para ubicarse en 26,6%.

- Los medios de pago totales mostraron un incremento de \$810 millones en el mes, acumulando un aumento interanual de 32,4%. Los depósitos a plazo fijo evidenciaron un significativo crecimiento por tercer mes consecutivo, arrojando una suba de \$1.210 millones la cual está explicada, fundamentalmente, por imposiciones del sector privado y contiene un componente de arrastre del mes anterior. Como gran parte de las imposiciones a plazo se concentraron en los segmentos de más largo plazo, el plazo promedio de captación se ubicó en 50 días, el máximo desde mediados de 2001. De esta forma, el agregado monetario más amplio (M3) registró una variación positiva de \$1.760 millones (20,7% i.a.).

- Los préstamos en pesos al sector privado continuaron creciendo, arrojando un aumento de \$860 millones (2,6%), y acumulan un incremento interanual de 25,4%. Los préstamos personales adquirieron renovado dinamismo, aumentando \$390 millones (10,3%), incremento que resulta el mayor de los últimos años. Las financiaciones instrumentadas mediante documentos, que vienen adquiriendo mayor protagonismo dentro de las líneas comerciales, se incrementaron \$230 millones (3,6%) en el mes impulsadas por los documentos descontados, operatoria que se vio favorecida por los recientes cambios normativos establecidos por el BCRA tendientes a la eliminación de los aforos cuando se trata de documentos emitidos por empresas de primer nivel. También se observa una suba de los préstamos prendarios de \$76 millones (5,1%), la cual resulta la mayor desde enero de 2000. Asimismo los préstamos hipotecarios registraron su menor caída desde que se precipitara la crisis, de sólo \$27 millones (-0,3%).

- En términos nominales, el peso mostró por tercer mes consecutivo una apreciación mensual respecto al dólar estadounidense (0,5%), en tanto que se depreció con relación al real (1,7%) y al euro (3,3%). Por otra parte, de acuerdo a la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral, el peso se depreció 2,2% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales, acumulando una depreciación del 6,5% en los últimos 12 meses.

<sup>1</sup> Salvo que se indique lo contrario, todas las cifras del presente informe están expresadas en promedios mensuales de saldos diarios.



## 2. Programa Monetario

En noviembre, la Base Monetaria Ampla (BMA) aumentó \$571 millones (1,2%) y se ubicó en \$47.241 millones, nivel 5,5% superior al que registró un año antes. El crecimiento mensual evidenciado por esta variable fue el reflejo de la suba de \$370 millones de la circulación monetaria en poder del público y de \$201 millones de las reservas bancarias en pesos.

Los factores de variación de la BMA mostraron un comportamiento similar al observado a lo largo de todo el año, esto es, sectores público y financiero contractivos y el sector externo como principal factor de expansión.

En el transcurso del mes las entidades financieras continuaron volcando parte de su liquidez excedente en operaciones de pasas con el BCRA, lo que implicó una disminución de la BMA de \$235 millones. Asimismo, los bancos que adhirieron al mecanismo de cancelación de redescuentos, conocido como "matching", continuaron pagando las cuotas correspondientes, lo que también llevó a una contracción de la BMA, por \$204 millones.

El sector público continuó financiando parte de los pagos que realizó a Instituciones Financieras Internacionales (IFI) con depósitos que tenía disponibles en el sistema bancario local, lo cual contribuyó a una disminución de \$524 millones de la BMA en noviembre.

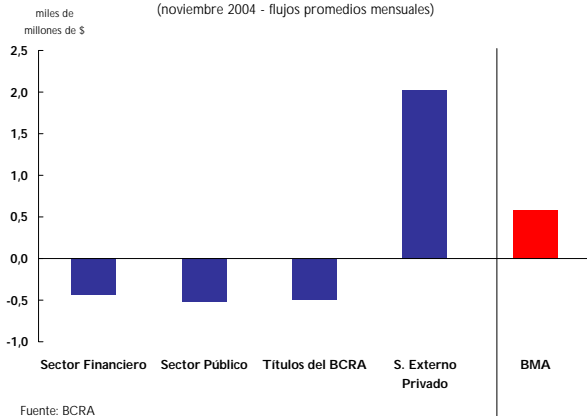
A diferencia de lo ocurrido en los dos meses anteriores, la colocación neta de LEBAC y NOBAC volvió a arrojar un efecto monetario contractivo, de \$496 millones.

La compra neta de divisas al sector privado fue el único factor que involucró expansión monetaria en noviembre y, por este concepto la BMA aumentó \$2.022 millones (ver Gráfico 2.1).

La BMA ajustada por pasas, definida como la sumatoria de la BMA y los pasas pasivos, registró un nivel de \$53.046 millones. Esta cifra es 1,6% mayor a la de octubre y 18,4% superior a la correspondiente al mismo periodo del año anterior. Asimismo, este agregado continuó ubicándose dentro de la trayectoria prevista en el Programa Monetario (ver Gráfico 2.2).

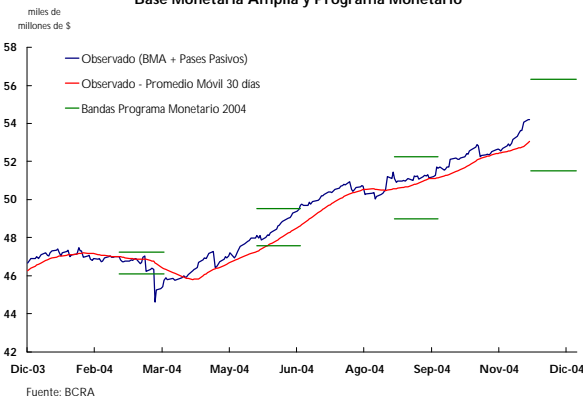
**Gráfico 2.1**

**Factores de Explicación de la Base Monetaria Ampla**  
(noviembre 2004 - flujos promedios mensuales)



**Gráfico 2.2**

**Base Monetaria Ampla y Programa Monetario**

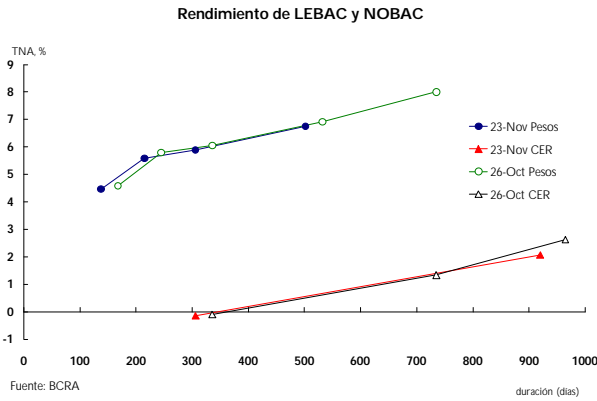


### 3.1. Tasas de Interés

En el mercado de pasas, el BCRA continuó operando en el segmento a 7 días con el objetivo de fijar un corredor de tasas de interés de corto plazo, otorgando pasas activos a 3% y tomando pasas pasivos a 2,5%. En el segmento a 1 día de plazo, se observó un incremento en los montos operados, hecho que se vio posibilitado por los cambios normativos impulsados por el BCRA para facilitar esta operatoria, a la vez que la tasa de interés se redujo levemente (0,2 p.p.) a un nivel de 2,06% y disminuyó su volatilidad. Asimismo, en el mercado de *call* se redujo el monto operado ya que parte de los fondos anteriormente transados en dicho mercado comenzaron a canalizarse a través del mercado de pasas. Las tasas de interés



Gráfico 3.1.1

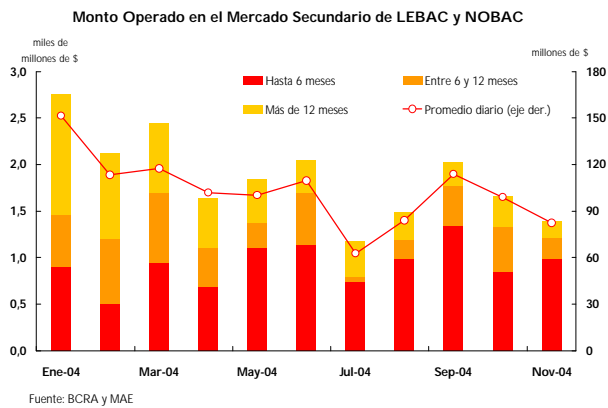


pasivas registraron leves bajas en el segmento de más corto plazo (30-59 días) y en el de más largo plazo (más de 90 días), en tanto que se mantuvieron relativamente estables en el tramo de 60 a 89 días. Las tasas de interés activas registraron descensos durante noviembre, con excepción de las tasas de interés de los préstamos personales que, debido a la fuerte demanda, evidenciaron por segundo mes consecutivo un alza.

### 3.1. Títulos emitidos por el BCRA

Las tasas de interés resultantes en las licitaciones de LEBAC y NOBAC, tanto para los instrumentos en pesos no ajustables por CER como para los que sí se ajustan, no mostraron variaciones significativas durante noviembre y se mantuvieron en los niveles vigentes a fines de octubre (ver Gráfico 3.1.1). La demanda de estos instrumentos continuó orientada, como ocurrió en octubre, hacia los títulos en pesos no ajustables por CER y especialmente hacia aquellos de hasta 12 meses de duración, los cuales concentraron el 70% de la demanda total del mes, medida como el monto total ofertado por los inversores para comprar LEBAC y NOBAC.

Gráfico 3.1.2

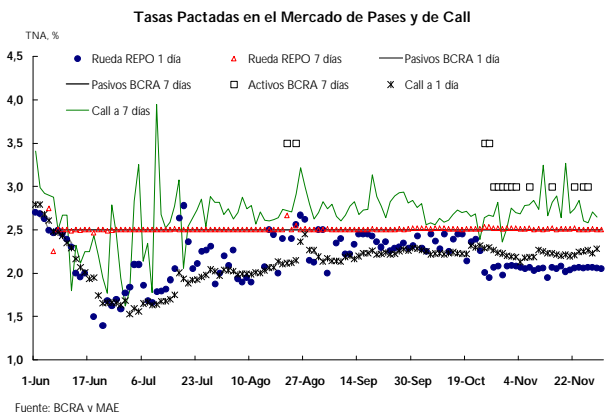


Al término de noviembre el monto total en circulación de títulos que emite el BCRA fue de VN \$14.331 millones y su composición resultó similar a la que evidenciaba un mes antes. De esa forma, el 50% del total estuvo constituido por LEBAC y NOBAC en pesos no ajustables por CER, el 49% estuvo integrado por títulos en pesos ajustables por CER, en tanto que el 1% restante estuvo comprendido por LEBAC en dólares.

En el mercado secundario las tasas de interés pactadas estuvieron alineadas con las del primario. En lo que respecta a los montos negociados, el promedio diario operado en noviembre se ubicó en \$80 millones, 17% menos que en octubre. La mayor parte de las transacciones estuvieron concentradas en las LEBAC de menor duración, y las LEBAC de hasta 6 meses de plazo residual abarcaron el 70% del monto total negociado durante el mes (ver Gráfico 3.1.2).

### 3.2. Mercados Interfinancieros

Gráfico 3.2.1.1

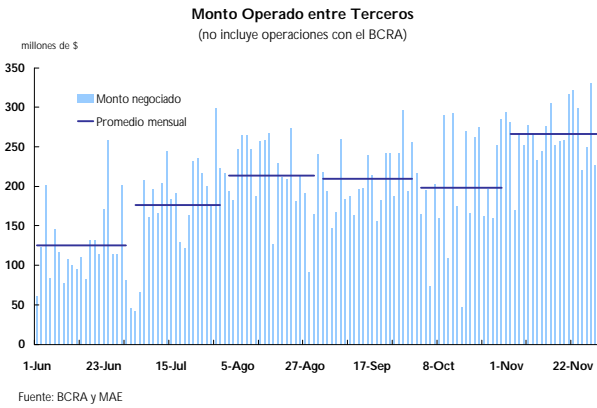


#### 3.2.1. Mercado de Pases

En noviembre, el BCRA continuó participando activamente en el mercado de pases local en el tramo de operaciones de 7 días y prosiguió concertando pases pasivos al 2,5% y activos al 3%, estableciendo así el corredor de tasas de interés de referencia de corto plazo. Las operaciones de pases pasivos para el BCRA fueron las que prevalecieron, con lo cual la tasa de interés total del mercado para 7 días fue casi la misma que la mínima del corredor de referencia y su promedio para noviembre se ubicó en 2,51%. En el tramo de operaciones de 1 día las tasas de interés pactadas resultaron menos volátiles que en los meses anteriores y se



**Gráfico 3.2.1.2**

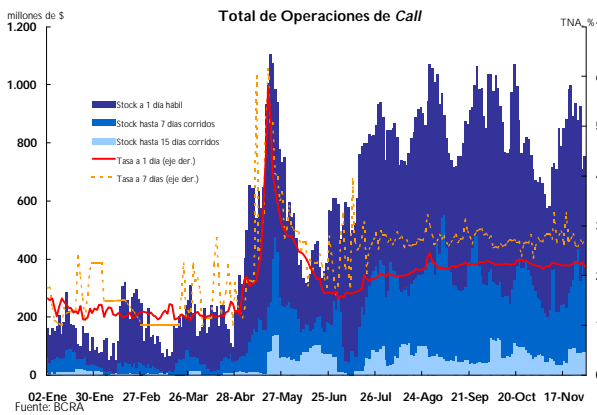


estabilizaron en un nivel cercano al 2,06%, es decir que se ubicaron 0,2 p.p. por debajo del promedio que registraron en octubre (ver Gráfico 3.2.1.1).

Adicionalmente, en noviembre se observó la entrada de nuevos participantes en el segmento del mercado de pases entre terceros (operaciones en las que el BCRA no interviene), lo cual fue facilitado por las modificaciones normativas realizadas por el BCRA a mediados de octubre. De manera resumida, cabe mencionar que estas medidas contemplan el concepto de “posición”<sup>2</sup> en lugar de “tenencia” para el cálculo de los límites normativos en materia de exposición de las entidades financieras a los activos del sector público y que equiparan el tratamiento contable a dispensar a los BOGAR con el que ya recibían los BODEN, con lo cual es factible la operatoria de pases con títulos que cuenten con mercado sin afectar su valor contable y por ende los resultados y el patrimonio de las entidades financieras.

Asimismo, ello se reflejó en un mayor monto negociado entre terceros, quienes operan principalmente en este plazo, que en promedio alcanzó a \$270 millones diarios frente a los \$200 millones de octubre (ver Gráfico 3.2.1.2).

**Gráfico 3.2.2.1**



Por su parte, el BCRA operó en promedio diariamente \$1.167 millones, 3% menos que en octubre. Como se mencionó, casi la totalidad de las transacciones fueron pasivas para esta entidad y el stock promedio de pases pasivos en noviembre ascendió a \$5.805 millones, 5% superior al del mes previo, en tanto que el saldo promedio de pases activos fue de \$57 millones, frente a \$24 millones en octubre.

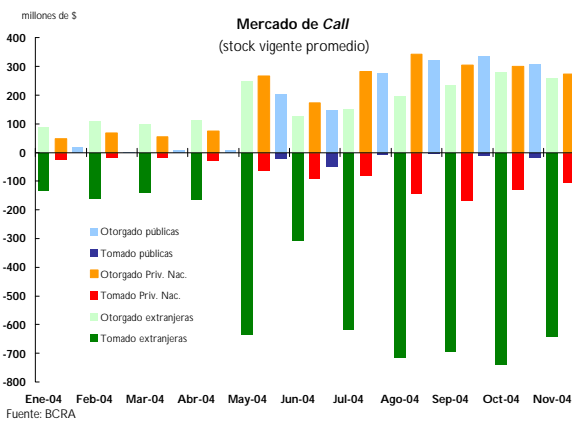
Finalmente, cabe mencionar que a partir de diciembre el BCRA participará en el mercado de pases utilizando también como activos subyacentes las LEBAC en pesos ajustables por CER, con lo cual a partir de entonces, empleará en la operatoria de pases todos los títulos que emite denominados en pesos.

### 3.2.2 Mercado Interbancario

En un contexto de holgada liquidez, especialmente en el grupo de bancos privados, las tasas de interés del mercado interbancario se mantuvieron relativamente estables durante el mes, en tanto que el stock promedio se redujo más de \$100 millones respecto al mes anterior, para ubicarse en \$780 millones.

Debido a la mayor liquidez de los bancos privados se puede apreciar que en noviembre se mantuvo la tendencia esbozada a fines del mes anterior (ver Gráfico 3.2.2.2), donde el grupo de bancos públicos redujo su stock de call otorgado (a 33,6% del total otorgado), siendo superado por el grupo de entidades de capital nacional como principal otorgante de fondos (con el 35,2% del total). Las entidades de capital extranjero, por su parte, redujeron los montos tomados (concentran el 82,8% del total tomado).

**Gráfico 3.2.2.2**

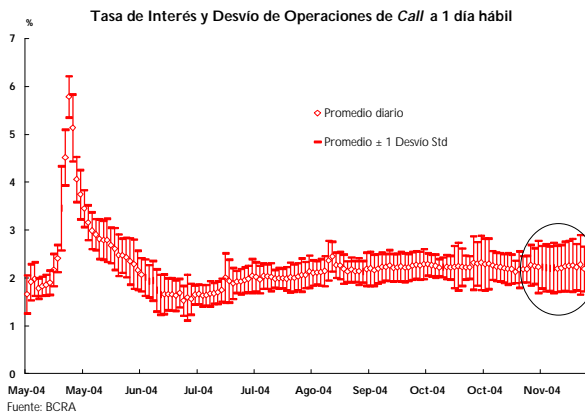


<sup>2</sup> Incluye la tenencia más la posición neta por compras y ventas al contado a liquidar y a término, y por préstamos y depósitos de títulos públicos.



La menor actividad observada en el mercado de *call* durante noviembre también responde, en parte, a que algunos operadores comenzaron a canalizar a través del mercado de pases parte de las financiaciones que anteriormente realizaban por el mercado de *call*, hecho que estuvo posibilitado por la modificación normativa tendiente a facilitar la operatoria de pases entre terceros (ver sección 3.2.1).

Gráfico 3.2.2.3



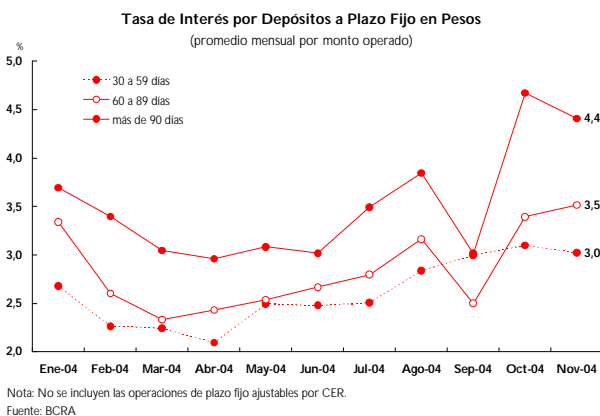
En el segmento a 1 día hábil (que concentra el 63% del total) se observa una mayor volatilidad que en los meses previos (ver Gráfico 3.2.2.3), lo que responde a que durante noviembre adquirieron mayor protagonismo entidades financieras que tomaron fondos a tasas sensiblemente superiores al promedio. No obstante, el promedio se mantuvo relativamente invariante en 2,2%.

En el segmento a 7 días de plazo (que representa el 30% del total), la tasa de interés se mantuvo alrededor del 2,7% y, al igual que lo ocurrido desde agosto, aproximadamente el 80% de los montos se transaron a tasas de interés que se encuentran dentro del corredor establecido por el BCRA mediante su operatoria de pases (2,5% - 3%).

### 3.3. Tasas de Interés Pasivas

En noviembre, el exceso de liquidez existente en el mercado se tradujo en variaciones en las tasas de interés pasivas. De esta forma, en el segmento de 30 a 59 días y en el de más largo plazo (más de 90 días) se evidenciaron leves bajas; en tanto que en el tramo de 60 a 89 días las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables (ver Gráfico 3.3.1).

Gráfico 3.3.1



Las operaciones de plazos superiores a 90 días no ajustables por CER, que representan más del 5% del total operado, aumentaron alrededor del 70% en comparación al mes anterior, impulsadas principalmente por colocaciones corporativas. El nivel de oferta de fondos por parte de estos depositantes se triplicó en relación a octubre y fue acompañado por una baja de 1 p.p. de la tasa de interés. A su vez, el sector público volvió a concertar operaciones en este segmento a tasas inferiores a la promedio; en tanto que las instituciones prestadoras de servicios financieros disminuyeron el volumen de operaciones en este tramo. Todo esto indujo la baja de la tasa de interés promedio, que pasó de 4,7% en octubre a 4,4% en noviembre.

En el tramo de 60 a 89 días, que concentra el 10% del total operado, el nivel de nuevas concertaciones disminuyó 11% y la tasa de interés promedio aumentó 1 p.p., ubicándose en 3,5%. Este incremento resultó del cambio de la participación relativa de cada grupo de depositante en el monto total operado. Si bien todos los depositantes observaron leves bajas en las tasas de interés recibidas, el incremento del volumen operado por las instituciones prestadoras de servicios financieros, que perciben una tasa de interés superior a la promedio, y la disminución del monto operado del resto de los depositantes, llevó a elevar la tasa de interés promedio de este segmento.



Gráfico 3.3.2

Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos de 30-44 días  
(Promedio móvil de 5 días)



Fuente: BCRA

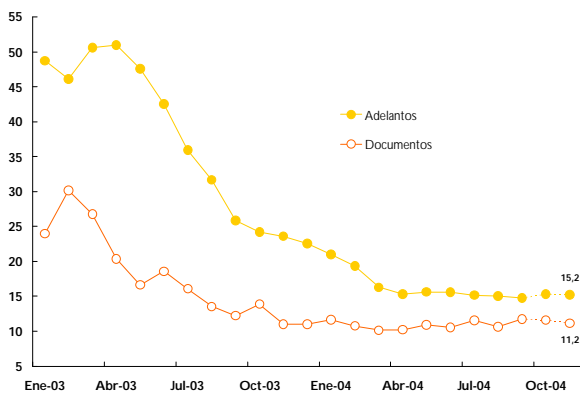
En el caso de las operaciones menores a 60 días, que representan el 85% del total negociado, el monto operado se mantuvo en los mismos niveles del mes anterior, aunque también se advierten cambios en su composición por grupo de depositante. Las colocaciones realizadas por las instituciones prestadoras de servicios financieros, que son las que reciben la mayor tasa de este tramo, disminuyeron 14%. Las imposiciones concertadas por el sector público, que son las que perciben la menor tasa de este segmento, aumentaron 11%. Como consecuencia, la tasa de interés promedio para este grupo de depósitos retrocedió 1 p.p., ubicándose en 3%.

Al analizar con más detalle el tramo de más corto plazo, restringiéndolo a las operaciones de 30-44 días, se advierte que la tasa de interés promedio también se ubicó en 3%. En el caso de las colocaciones superiores a \$1 millón, esto significó una contracción de 1 p.p. respecto al mes anterior y estuvo impulsada por las entidades privadas, cuya tasa de interés pasó de 4,4% a 4,1%, en tanto que la tasa de interés de los bancos públicos se mantuvo en 2,3%. La baja de la tasa de interés de los bancos privados estuvo relacionada con la gran oferta de recursos que recibieron en este segmento, como consecuencia del aumento del rendimiento neto de este tipo de colocaciones gracias a la eliminación del IDCCB sobre los plazos fijos, cuando se debiten y acreditan en cuentas del mismo banco. Por el contrario, en el caso de las imposiciones menores a \$100.000, no se observaron cambios respecto a octubre (ver Gráfico 3.3.2), tanto los bancos públicos como los privados mantuvieron la tasa de interés en los mismos niveles que el mes anterior (2,5% y 3,4% respectivamente).

Gráfico 3.4.1

Préstamos Comerciales

(Tasa de interés prom. mensual ponderado por monto)



Fuente: BCRA

### 3.4. Tasas de Interés Activas<sup>3</sup>

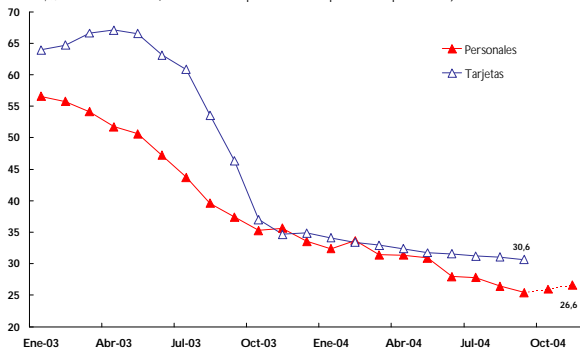
Las tasas de interés activas durante noviembre mostraron un comportamiento dispar; mientras la de los préstamos personales evidenció una nueva suba, el resto presentó disminuciones.

La tasa de interés de los préstamos instrumentados mediante documentos continúa en los niveles alcanzados a fines del año pasado, ubicándose en el mes en torno a 11,2%, nivel que resulta 0,5 p.p. inferior al de octubre. Por su parte, la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente se redujo levemente promediando el mes en 15,2%, lo que implica una baja de 0,1 p.p. respecto del mes anterior (ver Gráfico 3.4.1). Analizando los adelantos por tipo de cliente se observa un comportamiento homogéneo en el mes, la tasa de interés correspondiente a grandes empresas (personas jurídicas por importes superiores a \$1 millón) descendió 0,4 p.p., mientras que la de los pequeños clientes se redujo 0,7 p.p..

Gráfico 3.4.2

Préstamos de Consumo

(Tasa de interés prom. mensual ponderado por monto)



Fuente: BCRA

En el caso de las tasas de interés de los préstamos personales, tras haber sufrido en el año una caída casi ininterrumpida, en los últimos dos meses, comenzó a incrementarse finalizando el mes en 26,6%, lo que implica una suba de 0,6 p.p. respecto al mes anterior y de 1,1 p.p. respecto a la mínima observada en septiembre (ver Gráfico 3.4.2). Sin embargo, acumuló un descenso de 9,1 p.p.

<sup>3</sup> La información para elaborar esta sección surge del requerimiento informativo mensual SISCEN 08 el cual presenta información hasta septiembre, los valores de octubre y noviembre fueron estimados a partir del requerimiento diario SISCEN 18, con datos de préstamos otorgados al sector privado en Capital Federal y Gran Buenos Aires. Todos los datos son provisorios y están sujetos a revisión.

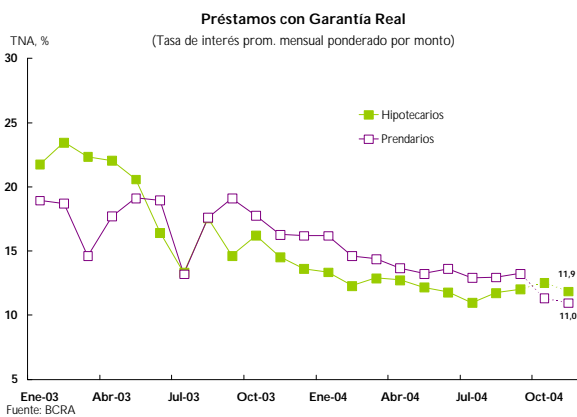




respecto a un año atrás. En lo que respecta a las financiaciones con tarjeta de crédito, aún no se dispone de información que permita estimar la tasa de interés promedio de noviembre, pero de acuerdo a la última información disponible, correspondiente a septiembre, registró un leve descenso de 0,4 p.p. en aquel mes.

Por último, las tasas de interés de las financiaciones con garantía real observaron leves descensos. En el caso de los hipotecarios, la tasa de interés, que no descendía desde julio, presentó una leve baja de 0,7 p.p. para ubicarse en 11,9% (ver Gráfico 3.4.3). En cuanto a los préstamos prendarios, su tasa de interés había experimentado una fuerte reducción en octubre, proceso que continuó aunque de forma más moderada, durante noviembre y se explica, fundamentalmente, por la política de algunos grupos del rubro automotriz que comenzaron a otorgar financiamiento a tasa cero mediante la compañía financiera del grupo. Así la tasa de interés se ubicó en 11%, lo que implica un descenso de 0,4 p.p. respecto al mes anterior.

Gráfico 3.4.3

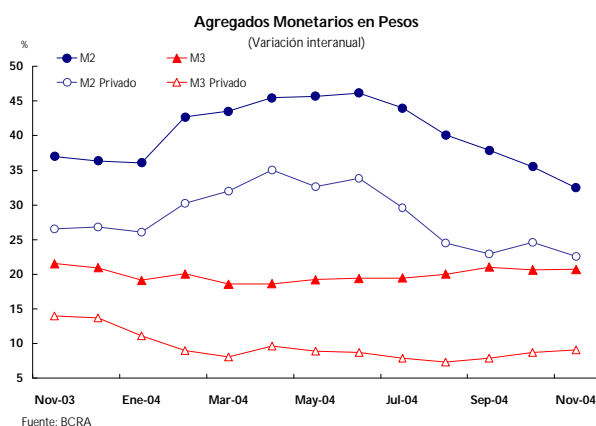


## 4. Agregados Monetarios y Liquidez

### 4.1. Agregados Monetarios en Pesos

En noviembre los agregados monetarios continuaron creciendo. Tanto los medios de pago (M2) como el agregado más amplio (M3) presentaron variaciones positivas, impulsadas principalmente por el ingreso de fondos públicos provenientes de la recaudación fiscal y, en menor medida, por el aumento de depósitos del sector privado y del circulante en poder del público.

Gráfico 4.1.1

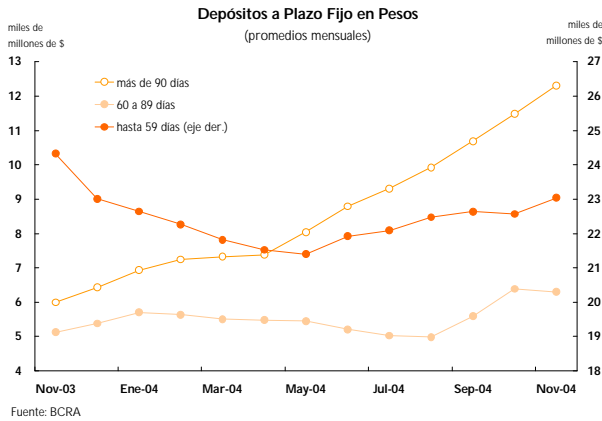


Los depósitos transaccionales mostraron un incremento de \$440 millones, que correspondió en su mayoría al sector público. De hecho, el aumento del stock de cuenta corriente de dicho sector alcanzó \$460 millones, alimentado por el superávit primario del mes bajo análisis, y fue acompañado por el incremento de \$200 millones de los saldos en caja de ahorros. En tanto que los depósitos a la vista del sector privado presentaron una caída de \$220 millones, que resultó de la diferencia entre el aumento de \$20 millones de las colocaciones en caja de ahorros y la baja de \$240 millones de las imposiciones en cuenta corriente. Las variaciones de estos depósitos contienen un importante factor de arrastre, ya que durante octubre y a raíz de la eliminación de la alícuota del IDCCB sobre los plazos fijos cuando se debiten y acreditan en cuentas del mismo banco, se produjo un fuerte traspaso de fondos depositados a la vista hacia plazos fijos de corto plazo. En noviembre, dichas imposiciones presentaron un comportamiento intramensual similar al de los meses anteriores, aunque suavizado por la concertación de plazos fijos de corto plazo con fondos que anteriormente eran depositados a la vista. Cabe señalar que en los últimos días de noviembre se observa un alza de los depósitos transaccionales, que estaría ligado a las mayores necesidades de liquidez previstas por las empresas para el mes de diciembre como consecuencia del pago de sueldos y aguinaldos. Esto generó variaciones positivas entre fines de mes, del orden de \$330 millones en el caso de la cuenta corriente privada y \$270 millones en el de la caja de ahorros privada.



Como consecuencia del aumento de las colocaciones a la vista totales y del incremento de \$370 millones del circulante en poder del público, el M2 presentó un alza de \$810 millones, que en términos interanuales se tradujo en un crecimiento de 32,4%, 3,1 p.p. inferior al del mes pasado. De esta manera, continúa evidenciándose la desaceleración del ritmo de crecimiento interanual que comenzó a mediados de año (ver Gráfico 4.1.1).

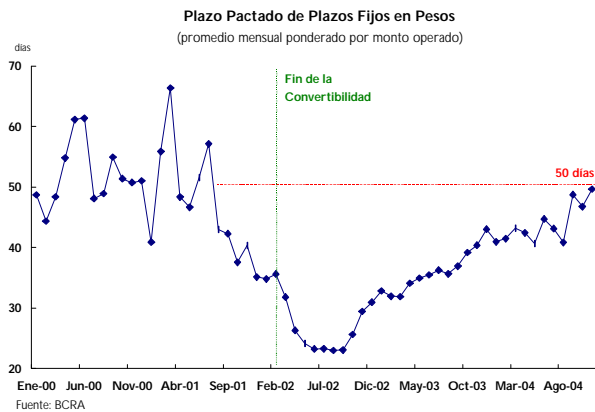
Gráfico 4.1.2



Por su parte, los depósitos a plazo fijo presentaron, por tercer mes consecutivo, un importante aumento que alcanzó \$1.210 millones, alimentados por las colocaciones del sector privado que crecieron \$930 millones y, en menor medida, por las imposiciones del sector público que subieron \$280 millones. Cabe señalar que los mencionados aumentos son en promedio y por lo tanto contienen un importante factor de arrastre, ya que entre fines de mes las variaciones fueron más homogéneas, alcanzando \$410 millones y \$370 millones respectivamente. Como viene sucediendo desde principios de año, la mayor parte de las operaciones realizadas durante el mes se concentró en el tramo mayorista, mientras que las imposiciones menores a \$1 millón se mantuvieron relativamente estables.

Las nuevas colocaciones se realizaron principalmente a plazos más largos, aunque también se advierte un importante volumen de operaciones en el tramo de más corto plazo. De hecho, el stock de plazos fijos en el segmento de 30 a 59 días aumentó \$470 millones, de los cuales \$300 millones correspondieron a recursos del sector público y \$166 millones a fondos del sector privado. En el caso del sector público, este comportamiento es de carácter estacional y está asociado a la necesidad de ampliar el margen de disponibilidad de fondos para el mes próximo, a fin de poder hacer frente a los mayores egresos asociados al pago de aguinaldos. En efecto, la mitad de los nuevos plazos fijos del sector público concertados en este tramo de plazo provino de imposiciones originariamente realizadas en el segmento de 60 a 89 días cuyo vencimiento tuvo lugar en el mes bajo análisis. En el caso del sector privado, el aumento resulta consecuencia de la eliminación de la alícuota del IDCCB sobre los plazos fijos, cuando se debiten y acreditan en cuentas del mismo banco, lo que atrajo fondos transaccionales. Por otro lado, en el tramo de más de 90 días, se observa un aumento de \$830 millones, que fue impulsado principalmente por colocaciones del sector privado. Al analizar con más detalle este tramo, se aprecian crecimientos de \$220 millones en el segmento de 90 a 180 días y de \$610 millones en el segmento de más de 180 días. (ver Gráfico 4.1.2). En estos segmentos están incluidas las imposiciones ajustables por CER, que registraron un crecimiento de \$480 millones, correspondiendo en su totalidad al sector privado. La gran afluencia de fondos hacia los segmentos de más largo plazo contribuyó a alargar el plazo promedio de captación de los plazos fijos, que en noviembre se ubicó en 50 días, siendo el máximo nivel alcanzado desde mediados del año 2001 (ver Gráfico 4.1.3).

Gráfico 4.1.3

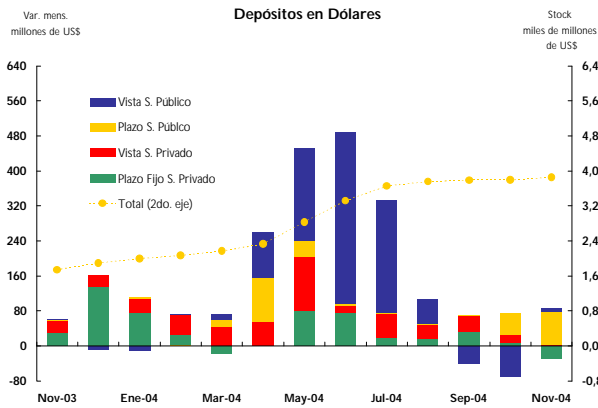


La suba de las colocaciones a plazo fijo fue en parte compensada por la disminución de \$270 millones del stock de CEDRO con CER, lo que se tradujo en un aumento neto de los depósitos a plazo de \$940 millones. Dicho incremento junto con la suba de \$10 millones de otros depósitos y el alza de \$810 millones de los medios de pago generó un crecimiento de \$1.760 millones del agregado monetario más amplio (M3). En términos interanuales, la





**Gráfico 4.2.1**



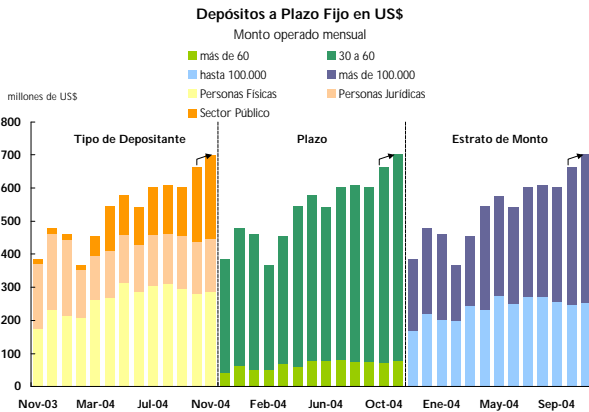
variación resultó similar a la del mes anterior, ubicándose alrededor del 20,7%.

### 4.2. Depósitos en Dólares

Los depósitos en dólares registraron en noviembre un incremento de US\$56 millones que comprende una suba de US\$80 millones en los depósitos del sector público y una caída de US\$24 millones en los correspondientes al sector privado (ver Gráfico 4.2.1). Cabe mencionar que estas cifras incluyen una reclasificación de depósitos a plazo desde el sector privado al sector público por US\$15 millones.

Si se analiza por tipo de depósito, la suba de noviembre queda explicada mayormente por colocaciones a plazo fijo cuyo incremento mensual alcanzó US\$43 millones, correspondientes al tramo de 30 a 59 días. Al respecto, entre renovaciones y nuevas colocaciones el monto de depósitos a plazo operado en noviembre fue de US\$700 millones (6% más que el mes pasado) registrándose un incremento en el volumen operado por el sector público, mayormente en el tramo de más de US\$1 millón, de 30 a 60 días (ver Gráfico 4.2.2). El plazo promedio de captación subió a 44 días (resultando 3 días superior al de octubre).

**Gráfico 4.2.2**

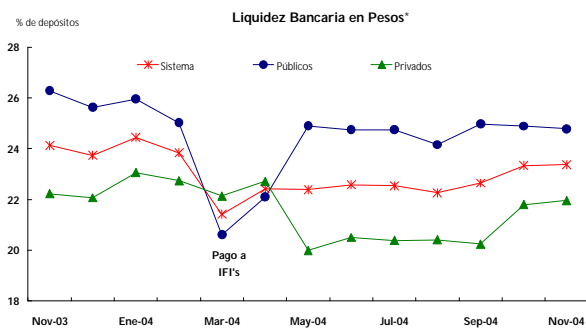


Por su parte, los depósitos a la vista registraron un incremento de US\$17 millones con lo cual el stock total de depósitos en moneda extranjera alcanzó en noviembre US\$3.800 millones, acumulando una suba en lo que va de 2004 de aproximadamente 100%.

### 4.3. Liquidez Bancaria

La liquidez bancaria en pesos (definida como la sumatoria del efectivo en bancos, las cuentas corrientes en el BCRA y los pasivos pasivos de los bancos con el BCRA) alcanzó en noviembre el 23,4% de los depósitos totales, nivel semejante al del mes pasado y medio punto porcentual por debajo del observado a fines de 2003. Analizado por grupo de bancos, en noviembre los bancos públicos mantuvieron recursos líquidos por un 24,8% de sus depósitos (sin cambios respecto al mes pasado) en tanto los bancos privados lo hicieron por un 22,0% de sus depósitos (0,2 p.p. más que en octubre y 1,7 p.p. más que en septiembre) (Ver Gráfico 4.3.1). A diferencia de octubre, mes en que un 50% de la suba en la liquidez de los bancos privados fue destinada a incrementar las cuentas corrientes en el BCRA, este mes la totalidad del incremento de la liquidez de los mismos se concentró en pasivos con el BCRA. Así los bancos privados mantuvieron un 12% de su liquidez total en pasivos pasivos con el BCRA (contra 10% en octubre y sólo 6% en septiembre). Para el total del sistema, los recursos líquidos mantenidos en pasivos representan un 25% de la liquidez total.

**Gráfico 4.3.1**

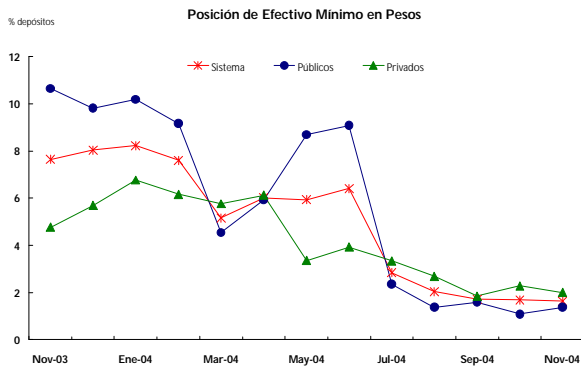


\* Incluye efectivo en bancos, cuentas corrientes en el BCRA y pasivos pasivos realizados con el BCRA. Fuente: BCRA

En lo que respecta a las normas de Efectivo Mínimo exigidas por el BCRA, por tercer mes consecutivo la posición en pesos se mostró invariante en 1,7% de los depósitos totales. El excedente de



Gráfico 4.3.2

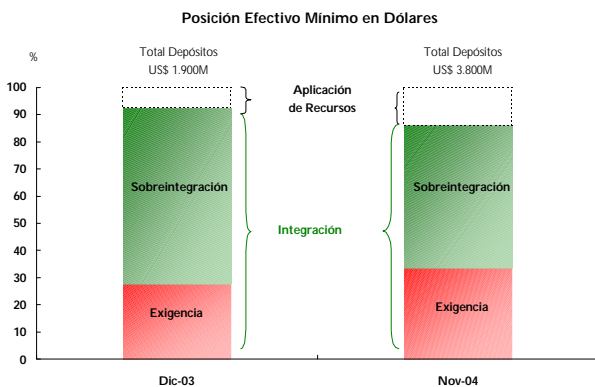


efectivo mínimo en pesos se concentró mayormente en bancos privados que mantuvieron un exceso de fondos líquidos de aproximadamente 2% de los depósitos (levemente inferior a octubre). Por su parte, los bancos públicos registraron un excedente por sobre lo exigido por el BCRA de cerca de 1,4% de sus depósitos (levemente superior al mes pasado) (ver Gráfico 4.3.2).

Por el contrario, en el segmento de depósitos en dólares el excedente de liquidez continúa siendo muy amplio y en noviembre fue de alrededor de US\$2.000 millones<sup>4</sup>, mostrándose también invariante por cuarto mes consecutivo. Específicamente, las entidades financieras mantuvieron integrado en sus cuentas corrientes en el BCRA cerca de un 90% de sus depósitos en moneda extranjera, en tanto sólo un 10% de los mismos fue aplicado a la prefinanciación y financiación de exportaciones (ver Gráfico 4.3.3)<sup>5</sup>. Hasta el momento, la aplicación de recursos en moneda extranjera se ha limitado a estos préstamos vinculados al comercio exterior y fue realizada mayormente por bancos privados que explican el 75% del total de aplicaciones efectuadas (y un 40% del excedente total de efectivo mínimo en moneda extranjera).

De este modo, la liquidez del sistema continuó también en noviembre con la holgada situación que ha evidenciado en todo el año.

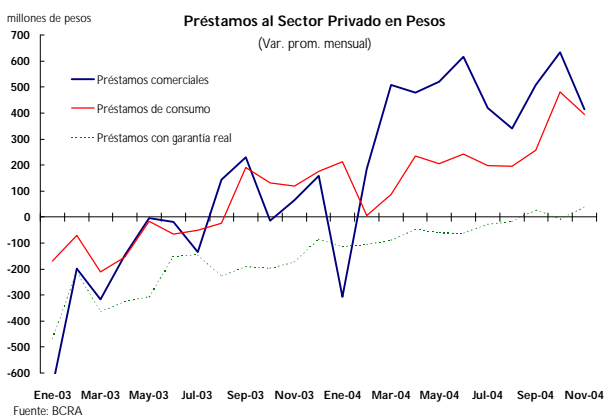
Gráfico 4.3.3



\* Datos observados para diciembre. Datos estimados para noviembre.  
Fuente: BCRA

## 5. Préstamos<sup>6</sup>

Gráfico 5.1



Fuente: BCRA

En noviembre los préstamos en pesos al sector privado continúan creciendo al buen ritmo que vienen presentando en los últimos meses, arrojando un aumento en promedio de \$860 millones (2,6%) y acumulando un incremento interanual de 25,4%. A diferencia de lo que venía ocurriendo en los meses anteriores, y gracias al renovado dinamismo que vienen presentando los préstamos personales, en el mes bajo análisis los préstamos de consumo crecieron casi a la par de los comerciales (ver Gráfico 5.1). También se observa, por segunda vez desde que se precipitara la crisis, que los préstamos con garantía real mostraron un aumento ya que, al igual que lo que había ocurrido en septiembre, el crecimiento de los préstamos prendarios superó la caída de los hipotecarios.

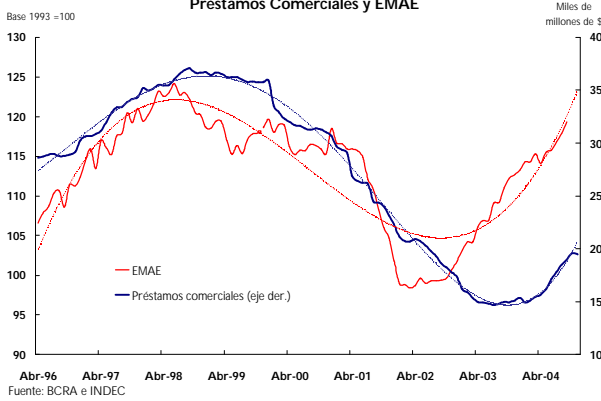
<sup>4</sup> Acorde a lo establecido por el BCRA, el defecto de aplicación de la capacidad de préstamo en moneda extranjera que verifiquen las entidades financieras en un determinado período queda sujeto a un incremento equivalente de la exigencia de efectivo mínimo de dicho período. Por tal razón, el exceso de liquidez que normativamente acreditan las entidades financieras es menor al mencionado en esta sección en la cual se computa solamente la exigencia que surge de aplicar los coeficientes de encajes sobre las obligaciones en moneda extranjera, sin considerar el incremento en la misma equivalente al defecto de aplicación de recursos.

<sup>5</sup> Según Comunicación A 4168 los bancos podrían aplicar la capacidad de préstamos en moneda extranjera a la financiación de exportaciones, préstamos interfinancieros, Letras del BCRA en dólares, fideicomisos financieros cuyos activos subyacentes sean préstamos destinados al financiamiento de exportaciones, préstamos a productores de bienes finales o intermedios que cuenten con avales de los exportadores y títulos de deuda o certificados de participación en fideicomisos financieros emitidos en moneda extranjera y con oferta pública autorizada por la Comisión Nacional de Valores cuyos activos subyacentes estén constituidos por documentos comprados por el fiduciario con el fin de financiar operaciones vinculadas a la exportaciones.

<sup>6</sup> Las cifras de préstamos se encuentran ajustadas por los movimientos contables, fundamentalmente ocasionados por traspasos de fideicomisos financieros, que si bien afectan los saldos de este rubro de balance no afectan el stock de financiaciones otorgadas. A su vez, en noviembre se produjo una corrección de la serie de préstamos personales, ya que una entidad pública incorporó las financiaciones que hasta el momento no estaba informando.

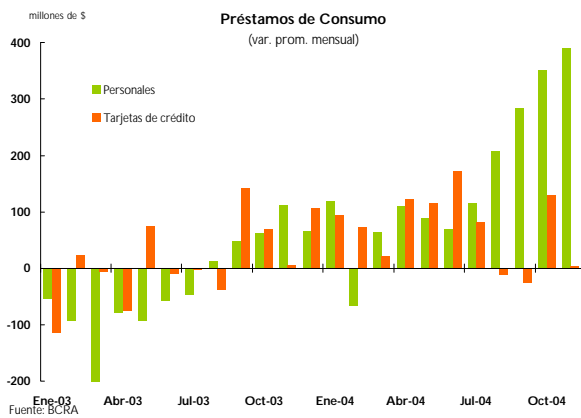


Gráfico 5.2



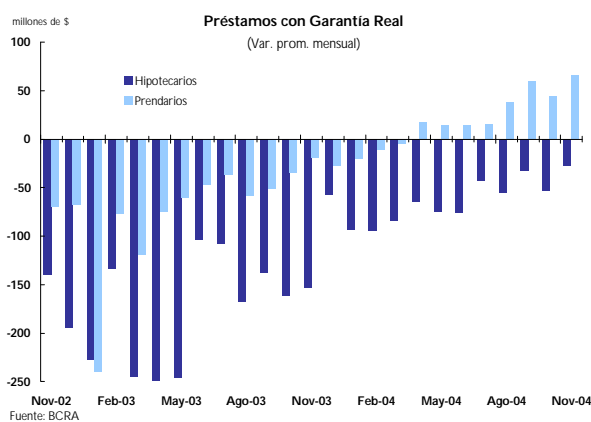
Al compás de la actividad económica que, de acuerdo a datos del INDEC, estaría alcanzando los niveles de fines del año 2000 (ver Gráfico 5.2), los préstamos comerciales continúan mostrando un buen ritmo de crecimiento, y en noviembre se incrementaron \$420 millones (2,7%). Al igual que lo ocurrido en los dos meses anteriores, en el último mes fue la operatoria relacionada con documentos la que explica la mayor proporción del incremento, que ascendió a \$230 millones (3,6%), de los cuales alrededor del 70% correspondieron a documentos descontados. Esta tendencia de mayor crecimiento de documentos liderados por los documentos descontados es de esperar continúe e incluso se acentúe en los próximos meses, debido a los cambios normativos implementados a fines de noviembre tendientes a eliminar el aforo para el descuento de documentos librados por empresas cuya calidad crediticia hace innecesaria una garantía<sup>7</sup>. Por su parte, los adelantos en cuenta corriente evidenciaron en el mes un crecimiento de \$110 millones (1,8%), mientras que el resto de las financiaciones englobadas en “otros préstamos” se incrementaron unos \$80 millones (2,5%).

Gráfico 5.3



En un contexto de mejoramiento del empleo formal y de buenas expectativas de los consumidores, los préstamos personales continúan acelerando el ritmo de crecimiento, registrando un incremento de \$390 millones (10,3%) en noviembre (ver Gráfico 5.4), el cual resulta el máximo aumento de los últimos años. En cambio, las financiaciones efectuadas mediante tarjetas de crédito presentaron un crecimiento casi nulo en el mes. Cabe recordar que el mes pasado habían mostrado un importante incremento debido al mayor consumo estacional de octubre y a la reaparición de las promociones de hasta 6 cuotas sin interés por el día de la madre.

Gráfico 5.4



Acompañando la buena coyuntura del sector agrario, que conlleva crecientes ventas de maquinaria agrícola, y al buen desempeño de las ventas de automóviles, que desde mayo se encuentran en niveles superiores al promedio del año 2000, los préstamos prendarios mostraron un aumento de \$76 millones (5,1%) en noviembre, el mayor desde enero de 2000. En el caso de los préstamos hipotecarios, las amortizaciones y precancelaciones continúan superando a los montos de las nuevas financiaciones, por lo que se observa una nueva caída, en esta oportunidad de apenas \$27 millones (-0,3%), que resulta ser la menor desde que se precipitara la crisis. Así es como, al igual que había ocurrido en septiembre, en noviembre el mayor crecimiento de préstamos prendarios, aunado a la menor caída de hipotecarios, implicó una suba neta de los préstamos con garantía real, los cuales aumentaron \$49 millones (0,5%).

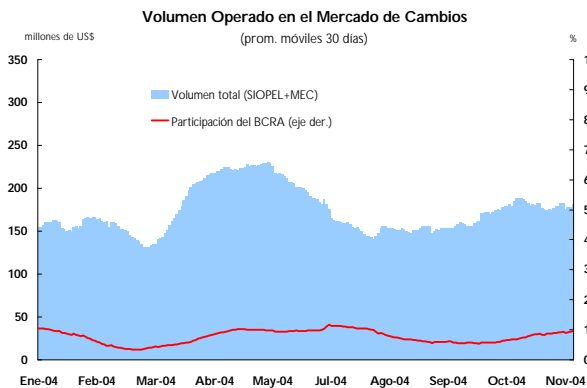
Los préstamos al sector privado en moneda extranjera adquirieron renovado dinamismo durante noviembre, arrojando un crecimiento de alrededor de US\$45 millones (3,3%) el cual se encuentra explicado por el descuento de documentos asociado a la financiación de exportaciones, que creció US\$69 millones (8,6%), parcialmente compensado por leves caídas en el resto de las líneas.

<sup>7</sup> Para mayores precisiones sobre estos cambios normativos ver la Comunicación “A” 4242.

## 6. Mercado de Activos Financieros

Las cotizaciones en los mercados locales de títulos públicos y de acciones mostraron el impacto de las novedades sobre la reestructuración de la deuda pública. En el primero de ellos, los resultados fueron mixtos, en tanto que los precios de las acciones líderes quebraron la tendencia ascendente que evidenciaron los dos meses anteriores. El mercado de deuda corporativa logró diferenciarse y sus rendimientos continuaron disminuyendo. En el mercado spot de divisas, el peso se depreció en términos reales 2,2% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales.

Gráfico 6.1.1



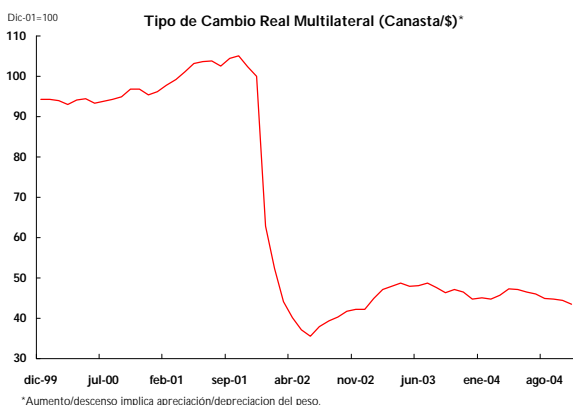
Fuente: BCRA y MAE

### 6.1. Mercado de Divisas<sup>8</sup>

En noviembre el Mercado Único y Libre de Cambios volvió a arrojar superávit, lo cual en parte se tradujo en un aumento de las reservas internacionales. Adicionalmente, el sector público continuó cancelando deudas con IFIs y por consiguiente, sus operaciones implicaron una salida neta de reservas. Sin embargo, el primero de los efectos fue el que prevaleció, con lo que las reservas internacionales aumentaron en noviembre US\$360 millones y alcanzaron a fines de mes los US\$18.944 millones, acumulando en el 2004 un crecimiento del 34%.

El volumen promedio operado diariamente en el mercado spot del dólar estadounidense fue similar al registrado en octubre, aunque en noviembre se cursó mayor monto por SIOPEL y menos por el Mercado Electrónico de Cambios (MEC). La participación del BCRA en el total del mercado aumentó, pasando del 7% en octubre al 10% en noviembre (ver Gráfico 6.1.1).

Gráfico 6.1.2



En términos nominales, el peso mostró por tercer mes consecutivo una apreciación mensual respecto al dólar estadounidense (0,5%), en tanto que se depreció con relación al real (1,7%) y al euro (3,3%). Por otra parte, de acuerdo a la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral, el peso se depreció 2,2% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales, acumulando una depreciación del 6,5% en los últimos 12 meses (ver Gráfico 6.1.2).

En el Mercado a Término de Rosario, el monto negociado de contratos de dólar futuro volvió a los niveles máximos registrados en septiembre. En consecuencia, el promedio diario transado fue 25% superior a octubre y alcanzó a \$127 millones. En línea con lo ocurrido en el mercado spot, las cotizaciones del dólar estadounidense disminuyeron entre 0,6% para los contratos de menor duración (1 mes) y 1,4% para los de mayor plazo (5 meses).

<sup>8</sup> Para un análisis del resultado del Mercado Único y Libre de Cambios en noviembre, ver el Informe Trimestral sobre Evolución del Mercado Cambiario que se publicará en <http://www.bkra.gov.ar>.

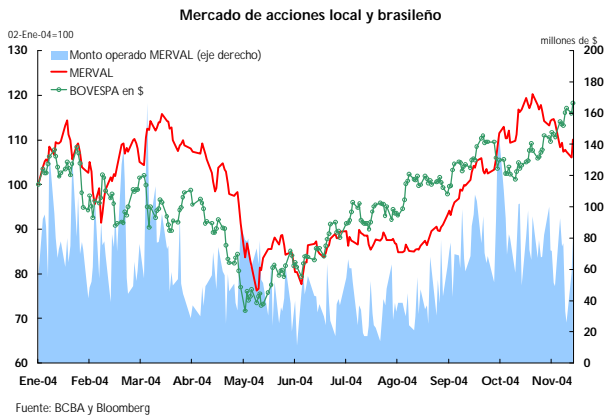
## 6.2. Mercado de Capitales

### 6.2.1. Acciones

De acuerdo a la evolución del índice Merval, en noviembre las cotizaciones de los títulos de renta variable cayeron 5,8%, discontinuando la tendencia positiva de los meses anteriores, aunque sigue acumulando una ganancia del 13% en lo que va del año. La caída de los precios estuvo influenciada negativamente por las noticias generadas por la reestructuración de la deuda pública nacional, que contrarrestaron la mejora en los resultados operativos del tercer trimestre de las empresas cotizantes y el buen desempeño de los mercados emergentes (ver Gráfico 6.2.1.1).

El monto promedio operado diariamente de acciones que componen el Merval fue de \$71 millones, 17% menor al transado en octubre. Vale destacar que los bajos montos negociados en los días 25 y 26 de noviembre estuvieron relacionadas con la falta de operatoria bursátil en los Estados Unidos (con motivo del día de acción de gracias)<sup>9</sup>.

Gráfico 6.2.1.1

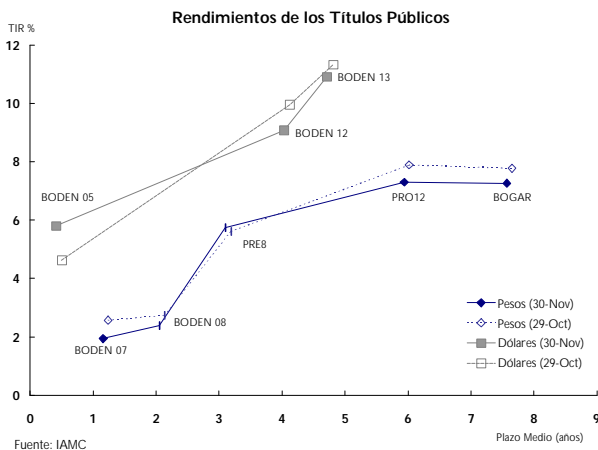


### 6.2.2. Títulos Públicos

Los rendimientos de los bonos emitidos luego de la cesación de pagos tuvieron resultados mixtos, aunque marginales. Entre los más líquidos, se destacaron los Bonos de Consolidación y, entre ellos, el Pro12 (en pesos) que registró una caída de 0,6 p.p. en su tasa interna de retorno (TIR). Por su parte, entre los bonos en dólares, el BODEN 12 registró una disminución en su TIR de 0,9 p.p. entre fines de mes, en tanto que la TIR del BODEN 05 aumentó 1,2 p.p. en el mismo período. El resto de los bonos soberanos, registraron variaciones marginales en sus TIR, sin lograr desplazar la curva de rendimientos de los títulos públicos respecto a octubre (ver Gráfico 6.2.2.1). Por su parte, el anuncio de la postergación del canje hasta el próximo 17 de enero (en lugar de comenzar el 29 de noviembre) produjo caídas en los precios en la mayoría de los títulos.

En términos de riesgo soberano, esto se vio reflejado en el comportamiento del *spread* entre el rendimiento del BODEN 12 y el de los títulos comparables del Tesoro de Estados Unidos, en el transcurso del mes. Tras alcanzar los 6,8 p.p. hacia mediados de mes, el impacto negativo de las noticias relacionadas con la reestructuración de la deuda pública hizo que finalizara el mes en 7,3 p.p. Por otro lado, el aumento de 0,25 p.p. en la tasa de política de la Reserva Federal de Estados Unidos el día 10 de noviembre y la expectativa de un nuevo incremento el próximo 14 de diciembre, hicieron que la tasa de referencia del bono a 10 años del Tesoro de Estados Unidos pasara de 4,0 a 4,4 p.p. en el transcurso del mes. Igualmente, los mercados emergentes continuaron disminuyendo sus primas de riesgo en general (excluyendo Argentina) para situarse en 3 p.p. a fines de noviembre, el menor valor desde octubre de 1997.

Gráfico 6.2.2.1



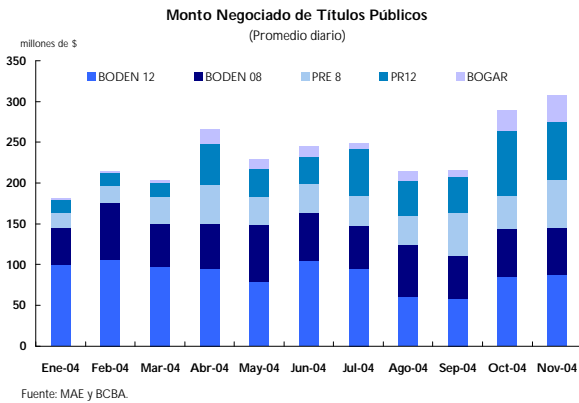
<sup>9</sup> Este hecho aportó un 5% a la caída en el promedio diario operado durante noviembre.



El monto negociado de los títulos públicos más líquidos, considerando el promedio diario, aumentó 6%<sup>10</sup> respecto a octubre (ver Gráfico 6.2.2.2). Este incremento es explicado fundamentalmente por la mayor cantidad de operaciones con PRE8 (en pesos ajustables por CER) y BODEN 13 (en dólares).

### 6.2.3. Inversores Institucionales<sup>11</sup>

Gráfico 6.2.2.2

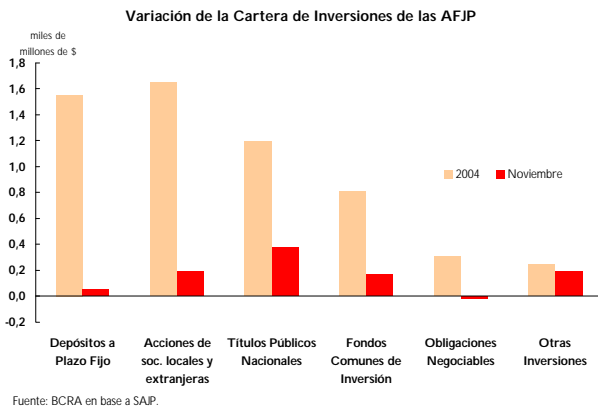


#### 6.2.3.1. Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

Las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) contaron con una cartera de inversión de \$51.908 millones a fines de noviembre, 2% superior a la que tenían al término de octubre. La rentabilidad histórica del sistema<sup>12</sup> se ubicó en 14,64%, 0,11 p.p. por encima de la correspondiente a octubre, en tanto que la rentabilidad anual promedio<sup>13</sup> pasó de 9,45% el mes pasado a 11,5% en noviembre.

En lo que respecta a su composición, en términos generales, su portafolio no mostró cambios importantes. En particular, la participación de los títulos públicos emitidos por el Gobierno Nacional continuó siendo 62%. En términos absolutos, este tipo de colocación experimentó un crecimiento del 1,2% respecto a octubre, la cual estuvo asociada al crecimiento de similar magnitud de los títulos públicos no garantizados negociables, que constituyen el 90% del total. Aunque la variación agregada fue de escasa magnitud, se evidenció una sustitución de bonos cuyos servicios se pagan regularmente, especialmente Bonos de Consolidación y BODEN en pesos, por títulos elegibles en el proceso de reestructuración de la deuda pública actualmente en marcha.

Gráfico 6.2.3.1.1



Las acciones, considerando tanto aquellas emitidas por sociedades anónimas locales como por empresas extranjeras, también mantuvieron su participación en el total de la cartera de inversión en 23%. Respecto al mes anterior, y a pesar de la disminución que los precios de estos títulos en el mercado local, las AFJP aumentaron su tenencia de este tipo de colocación en 1,6% (ver Gráfico 6.2.3.1.1).

La porción que ocupan los depósitos a plazo fijo se mantuvo en 6%, en tanto que en términos absolutos este tipo de inversión mostró un aumento leve respecto a fines de octubre, de \$50 millones (1,7%). Este incremento resultó de la suba de las imposiciones a plazo ajustables por CER, que ascendió a \$230 millones, la cual fue parcialmente compensada por la disminución de los depósitos a plazo fijo en pesos no ajustables por CER, de \$180 millones (ver Gráfico 6.2.3.1.2).

<sup>10</sup> Se consideran las operaciones en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) y en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).

<sup>11</sup> Las cifras en esta sección corresponden a datos a fines de mes, excepto que se indique otra especificación.

<sup>12</sup> Corresponde a la rentabilidad histórica publicada por la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP). Es la rentabilidad obtenida desde el inicio del sistema, expresada en forma anual.

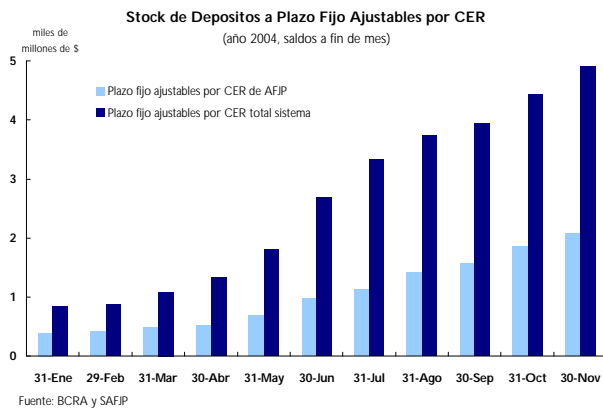
<sup>13</sup> Es la rentabilidad de los últimos 12 meses medida por la variación del valor de la cuota promedio mensual, excluyendo el fondo administrado por Nación AFJP, según normativa vigente.





Las inversiones en fondos comunes de inversión de las AFJP pasaron a representar el 4% de su cartera, frente al 3% de un mes atrás. En el mes mostraron un incremento de \$165 millones, el que se concentró en los fondos de plazo fijo en pesos, cuya tenencia registró una suba de \$100 millones. Asimismo, aunque en menor medida, las participaciones en el resto de los tipos de fondos también evidenciaron variaciones mensuales positivas.

Gráfico 6.2.3.1.2

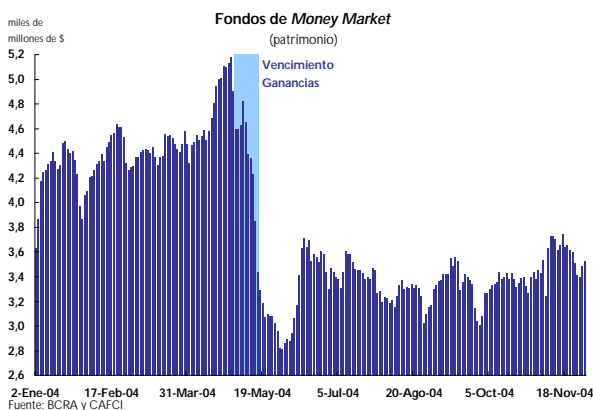


Por otra parte, a pesar de que los fideicomisos financieros ocupan una pequeña proporción de la cartera de inversiones de las AFJP, tan sólo el 0,5%, merece señalarse que en el transcurso de noviembre mostraron un incremento destacado por sobre el habitual. De tal forma, en el mes, las AFJP incrementaron sus colocaciones en este tipo de inversión en \$95 millones (60%), debido a su participación en los fideicomisos de Tarjeta Naranja<sup>14</sup>, que explicaron el 80% del crecimiento.

### 6.2.3.2 Fondos Comunes de Inversión

En noviembre, los fondos comunes de inversión crecieron \$194 millones, siendo nuevamente los fondos de plazo fijo y dinero (*money market*) los que impulsaron esta suba. Al igual que en los últimos meses, todos los fondos presentaron una rentabilidad mensual positiva, aunque en casi todos los casos fue sensiblemente menor a la del mes anterior.

Gráfico 6.2.3.2.1



El patrimonio de los *money market* aumentó en el mes \$134 millones, de los cuales el 75% provino de recursos de AFJP. Al igual que en los meses anteriores, durante noviembre se observaron movimientos intramensuales de carácter estacional. Hasta mediados de mes, como consecuencia de los ingresos propios de la actividad comercial, se advirtió un incremento de \$347 millones; mientras que desde entonces y hasta fin de mes, como resultado del pago de impuestos, se apreció una baja de \$213 millones. (ver Gráfico 6.2.3.2.1). En términos de rendimiento, estos fondos registraron una suba de 0,2 p.p., que resultó en una rentabilidad del orden del 2,5% anual.

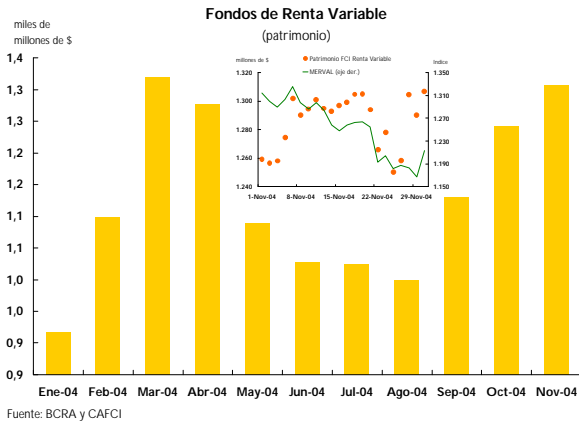
Los fondos de renta variable, por su parte, continuaron con la tendencia patrimonial creciente que vienen registrando desde agosto, presentando un incremento de \$65 millones, que implicó una suba mensual del 5%. Contrariamente a lo que venía ocurriendo durante los últimos meses, la mayor parte de este crecimiento se explica por la afluencia de nuevos recursos. En tanto que el valor de sus cuotas partes, al estar ligado al índice Merval, presentó variaciones negativas que repercutieron sobre la rentabilidad de estos fondos, la cual pasó de 66,4% en octubre a 12,3% anual en noviembre. (ver Gráfico 6.2.3.2.2).

El patrimonio de los fondos de renta fija se mantuvo relativamente estable durante noviembre, registrando una leve baja de \$7 millones en relación al mes anterior. Este cambio de comportamiento por parte de los inversores, que venían aumentando sus tenencias en estos fondos a una tasa del orden del 15% mensual, podría estar reflejando cierta actitud de cautela

<sup>14</sup> Se trata de una tarjeta de crédito regional que recientemente titulizó parte de su cartera de créditos, por un total de \$100 millones.

asumida frente a la postergación del canje de deuda. Como se mencionó en la Sección 6.2.2, el anuncio de dicha prórroga afectó negativamente el precio de los títulos públicos, lo que repercutió negativamente en el rendimiento de estos fondos, que pasó de 23% en octubre a 4,4% en noviembre.

Gráfico 6.2.3.2.2

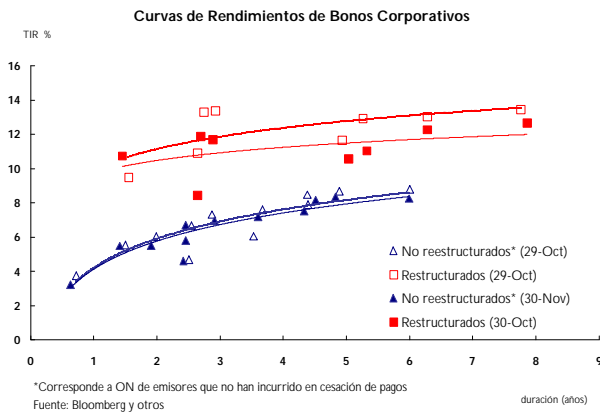


Finalmente, los fondos de renta mixta presentaron un leve aumento patrimonial cercano a los \$2 millones, que representa un alza mensual del 1%, en tanto que su rendimiento disminuyó 5 p.p., ubicándose en 5,7%.

### 6.2.4. Títulos Privados

El **Banco Hipotecario** colocó la segunda serie de cédulas hipotecarias por un total de \$50 millones. La colocación tuvo una fuerte participación de inversores minoristas alcanzando el 54%, mientras que el 22% fue para entidades financieras, 14% para compañías de seguro y 10% para otros inversores institucionales. Las cédulas ofrecen una tasa variable, la mayor entre CER +3 p.p. y la de plazo fijo para depósitos entre \$100 mil y \$499 mil +4 p.p. con un mínimo del 8% y un máximo del 15%. En el mercado secundario, la TIR de la primera serie era de 9,25% al momento de la colocación.

Gráfico 6.2.4.1



En el marco de la reestructuración integral de sus pasivos financieros, **Transportadora de Gas del Sur S.A.** anunció el consentimiento por parte de los tenedores de deuda de su propuesta de reestructuración de VN US\$1.016 millones. La propuesta tuvo una aceptación del 99,76% y será implementada mediante una combinación de un pago en efectivo por el 11% del capital y dos nuevos títulos de deuda a 6 y 9 años de plazo por el 89% restante. Dado que la empresa logró más del 96% de adhesión a la oferta no pedirá la homologación de un Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE).

Asimismo, **Edenor S.A.** lanzó una oferta de compra en efectivo de su deuda financiera en dólares por un total de US\$65 millones. El precio de compra será determinado según un procedimiento de subasta holandesa modificada, con un rango de precios de entre el 70% y el 75% del valor nominal. Al 30 de septiembre de 2004, la empresa contaba con aproximadamente VN US\$420 millones de deuda de capital pendiente de pago.

Luego de haber mejorado su propuesta de canje en febrero de 2004, **Cablevisión S.A.** consiguió una aceptación del 98,6% sobre un total de VN US\$725 millones a reestructurar en el marco de un APE. La empresa ofreció una combinación de alternativas entre un pago en efectivo por el 40% del capital y bonos con cupón creciente con vencimiento en el 2011 y 2014.

Por su parte, **Metrogas S.A.** prorrogó nuevamente el vencimiento de su oferta de canje de deuda hasta el 15 de diciembre. La compañía informó que al 5 de noviembre había recibido contratos de adhesión por un monto de aproximadamente US\$92 millones.

En lo que respecta al comportamiento del mercado secundario de los instrumentos de deuda corporativa, a partir del análisis de las curvas de rendimientos, se observa que los inversores



continúan diferenciando entre los deudores que nunca dejaron de servir sus obligaciones y aquellos que tuvieron que recurrir a la reestructuración de sus pasivos financieros. En términos de la TIR, la prima adicional requerida para las ON emitidas con posterioridad a procesos de reestructuración va desde 4,3 p.p. hasta 5,2 p.p. Para las ON reestructuradas, se observaron disminuciones de TIR de 1,1 p.p. en promedio respecto de fines de octubre (ver Gráfico 6.2.4.1).



## 7. 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			
	Nov-04	Oct-04	Dic-03	Nov-03	Mensual		Últimos 12 meses	
					Nominal	Real	Nominal	Real
<b>Base Monetaria Amplia</b>	<b>47.241</b>	<b>46.671</b>	<b>46.273</b>	<b>44.785</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>5,5%</b>	<b>0,0%</b>
Cuasimonedas	111	111	894	1.287	0,0%	0,0%	-91,4%	-91,8%
<b>Base Monetaria</b>	<b>47.131</b>	<b>46.560</b>	<b>45.378</b>	<b>43.498</b>	<b>1,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>8,4%</b>	<b>2,8%</b>
Circulación Monetaria	32.442	32.121	28.716	26.331	1,0%	1,0%	23,2%	16,9%
En poder del Público	29.110	28.745	25.423	23.414	1,3%	1,3%	24,3%	17,9%
En Entidades Financieras	3.332	3.376	3.293	2.917	-1,3%	-1,3%	14,2%	8,3%
Cuenta Corriente en el BCRA	14.689	14.439	16.662	17.167	1,7%	1,7%	-14,4%	-18,9%
<b>Stock de Pases Pasivos</b>	<b>5.805</b>	<b>5.537</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>-71,4%</b>	<b>-72,9%</b>
<b>Stock de Pases Activos</b>	<b>57</b>	<b>24</b>	<b>201</b>	<b>200</b>				
<b>Reservas Internacionales del BCRA</b>	<b>18.720</b>	<b>18.388</b>	<b>13.820</b>	<b>13.285</b>	<b>1,8%</b>		<b>40,9%</b>	
<b>Depósitos Totales en Pesos <sup>1</sup></b>	<b>100.042</b>	<b>98.650</b>	<b>84.586</b>	<b>83.923</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>	<b>19,2%</b>	<b>13,1%</b>
Depósitos Privados	70.824	70.392	69.896	69.366	0,6%	0,6%	2,1%	-3,2%
Cuenta Corriente	16.458	16.694	14.742	14.078	-1,4%	-1,4%	16,9%	10,9%
Caja de Ahorros	16.657	16.642	12.890	12.109	0,1%	0,1%	37,6%	30,5%
Plazo Fijo	26.180	25.739	29.944	30.793	1,7%	1,7%	-15,0%	-19,4%
Plazo Fijo ajustable por CER	4.552	4.067	506	309	11,9%	11,9%	1371,6%	1295,7%
Otros Depósitos	4.678	4.676	4.845	4.707	0,0%	0,0%	-0,6%	-5,7%
Canjeados por BODEN (contabilizado)	178	183	1.717	1.738	-3,1%	-3,1%	-89,8%	-90,3%
CEDRO incluyendo CER	2.122	2.391	5.253	5.633	-11,2%	-11,2%	-62,3%	-64,3%
Depósitos del Sector Público	29.218	28.258	14.690	14.557	3,4%	3,4%	100,7%	90,4%
<b>Depósitos Totales en Dólares <sup>1</sup></b>	<b>3.848</b>	<b>3.788</b>	<b>1.891</b>	<b>1.738</b>	<b>1,6%</b>		<b>121,4%</b>	
<b>Préstamos al Sector no Financiero en Pesos <sup>1</sup></b>	<b>53.666</b>	<b>55.388</b>	<b>49.953</b>	<b>52.499</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>-3,1%</b>
Al Sector Privado	33.314	32.575	26.825	26.576	2,3%	2,3%	25,4%	18,9%
Adelantos	6.281	6.171	4.386	4.181	1,8%	1,8%	50,3%	42,5%
Documentos	6.476	6.250	4.727	4.688	3,6%	3,6%	38,1%	31,0%
Hipotecarios	8.719	8.746	9.317	9.374	-0,3%	-0,3%	-7,0%	-11,8%
Prendarios	1.551	1.485	1.270	1.298	4,5%	4,5%	19,5%	13,3%
Personales	4.031	3.753	2.337	2.269	7,4%	7,4%	77,6%	68,4%
Tarjetas de Crédito	2.879	2.873	2.223	2.115	0,2%	0,2%	36,1%	29,1%
Otros	3.377	3.296	2.565	2.651	2,5%	2,5%	27,4%	20,8%
Al Sector Público	20.352	22.814	23.128	25.924	-10,8%	-10,8%	-21,5%	-25,5%
<b>Préstamos al Sector no Financiero en Dólares <sup>1</sup></b>	<b>1.599</b>	<b>1.546</b>	<b>1.444</b>	<b>1.413</b>	<b>3,4%</b>		<b>13,2%</b>	
<b>Agregados Monetarios Totales</b>								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. en Pesos y Dólares)	57.526	56.942	48.196	45.793	1,0%	1,0%	25,6%	19,1%
M2 (M1 + Caja de Ahorros en Pesos y Dólares)	84.045	83.203	63.888	60.720	1,0%	1,0%	38,4%	31,3%
M3 (M2 + Depósitos a plazo en Pesos y Dólares + CEDRO con CER)	140.453	138.572	114.788	111.906	1,4%	1,4%	25,5%	19,0%
<b>Agregados Monetarios Privados en Pesos</b>								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. S. Privado)	45.678	45.550	41.060	38.778	0,3%	0,3%	17,8%	11,7%
M2 (M1 + Caja de Ahorros S. Privado)	62.336	62.192	53.949	50.887	0,2%	0,2%	22,5%	16,2%
M3 (M2 + Depósitos a plazo S. Privado + CEDRO con CER S. Privado)	99.867	99.064	94.497	92.329	0,8%	0,8%	8,2%	2,6%

Factores de Variación	Variaciones promedio							
	Mensual		Trimestral		Acumulado 2004		Últimos 12 meses	
	Nominal	Contribución <sup>2</sup>	Nominal	Contribución <sup>2</sup>	Nominal	Contribución <sup>2</sup>	Nominal	Contribución <sup>2</sup>
<b>Base Monetaria Amplia</b>	<b>571</b>	<b>1,2%</b>	<b>624</b>	<b>1,3%</b>	<b>969</b>	<b>2,1%</b>	<b>2.457</b>	<b>5,5%</b>
Sector Financiero	-439	-0,9%	-2.367	-5,1%	-7.436	-16,1%	-7.490	-16,7%
Sector Público	-524	-1,1%	-1.893	-4,1%	-6.847	-14,8%	-6.905	-15,4%
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	813		2.281		4.299		4.857	
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	-100		50		-188		-249	
Crédito Externo	-1.237		-4.224		-10.959		-11.513	
Sector Externo Privado	2.022	4,3%	4.637	9,9%	18.699	40,4%	20.530	45,8%
Títulos BCRA	-496	-1,1%	-237	-0,5%	-3.820	-8,3%	-4.057	-9,1%
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	0	0,0%	0	0,0%	-33	-0,1%	-6	0,0%
Otros <sup>3</sup>	7	0,0%	484	1,0%	405	0,9%	385	15,7%
<b>Reservas Internacionales</b>	<b>331</b>	<b>1,8%</b>	<b>658</b>	<b>3,6%</b>	<b>4.900</b>	<b>35,5%</b>	<b>5.435</b>	<b>40,9%</b>
Intervención en el Mercado Cambiario	681	3,7%	1.556	8,6%	6.380	46,2%	7.037	53,0%
Pago a Organismos Internacionales	-344	-1,9%	-1.216	-6,7%	-2.996	-21,7%	-3.146	-23,7%
Otras operaciones del Sector Público	-5	0,0%	-13	-0,1%	-11	-0,1%	-13	-0,1%
Efectivo Mínimo	-195	-1,1%	-28	-0,2%	1.079	7,8%	1.054	7,9%
Valuación Tipo de Pase	148	0,8%	220	1,2%	142	1,0%	185	1,4%
Otros	46	0,2%	138	0,0%	306	2,2%	338	2,5%

<sup>1</sup> No incluye a Residentes en el Exterior. Cifras provisionarias, sujetas a revisión.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Incluye la variación de cuasimonedas sin efecto monetario.

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



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

<b>Tasas de Interés Pasivas</b>	<b>Nov-04</b>	<b>Oct-04</b>	<b>Sep-04</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Nov-03</b>
<b>Call en pesos (a 1 día)</b>					
Tasa	2,26	2,29	2,28	1,57	1,57
Monto operado	550	627	618	111	158
<b>Plazo Fijo</b>					
<u>En pesos</u>					
30 días	3,02	3,03	2,99	3,71	4,32
30-44 días, más de 1 millón	3,07	3,29	3,14	2,93	3,55
60 días o más	3,94	3,76	3,47	4,45	5,16
<u>En dólares</u>					
30 días	0,29	0,28	0,28	0,58	0,51
30-44 días, más de 1 millón	0,29	0,20	0,35	0,70	0,76
60 días o más	0,60	0,55	0,56	0,93	0,79
<b>Tasas de Interés Activas</b>	<b>Nov-04</b>	<b>Oct-04</b>	<b>Sep-04</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Nov-03</b>
<b>Prime en pesos a 30 días</b>	5,79	5,85	5,82	10,32	10,76
<b>Cauciones en pesos</b>					
Tasa de interés bruta a 30 días	4,25	4,53	4,49	3,33	3,71
Volumen operado (total de plazos)	73	66	66	63	63
<b>Préstamos en pesos <sup>(1)</sup></b>					
Adelantos en Cuenta Corriente	15,24	15,34	14,74	22,58	23,60
Documentos a sólo firma	11,16	11,61	11,77	11,03	10,99
Hipotecarios	11,86	12,55	12,03	13,63	14,54
Prendarios	10,96	11,35	13,25	16,20	16,28
Personales	26,59	25,95	25,44	33,55	35,65
Tarjetas de Crédito	n/d	n/d	30,64	34,88	34,65
<b>Tasas de Interés Internacionales</b>	<b>Nov-04</b>	<b>Oct-04</b>	<b>Sep-04</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Nov-03</b>
<b>LIBOR</b>					
1 mes	2,13	1,90	1,78	1,15	1,12
6 meses	2,50	2,23	2,09	1,24	1,24
<b>US Treasury Bond</b>					
2 años	2,85	2,56	2,50	1,88	1,90
10 años	4,19	4,08	4,12	4,25	4,28
<b>FED Funds Rate</b>	1,92	1,75	1,59	1,00	1,00
<b>SELIC (a 1 año)</b>	16,95	16,43	16,13	17,07	18,45

(1) Los datos hasta septiembre corresponden al requerimiento informativo mensual SISCEN 08, en tanto que los de octubre y noviembre son estimaciones realizadas a partir del requerimiento informativo diario SISCEN 18.



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

Tasas de Interés de Referencia	Nov-04	Oct-04	Sep-04	Dic-03	Nov-03
<b>Tasas de pases BCRA</b>					
Pasivos 7 días	2,50	2,50	2,50	s/o	s/o
Activos 7 días	2,18	3,20	s/o	s/o	s/o
<b>Tasas de pases total rueda REPO</b>					
1 día	2,06	2,27	2,34	s/o	s/o
7 días	2,52	2,52	2,50	s/o	s/o
Monto operado de pases rueda REPO (promedio diario)	1276	1307	991	s/o	s/o
<b>Tasas de LEBAC en pesos</b>					
9 meses	5,62	6,16	6,64	s/o	s/o
12 meses	5,94	6,35	6,86	8,99	10,30
18 meses	6,83	7,04	s/o	10,80	11,99
24 meses	7,78	8,33	8,59	s/o	s/o
<b>Tasas de LEBAC en pesos ajustables por CER</b>					
12 meses	-0,12	-0,04	0,01	3,71	5,63
18 meses	s/o	0,87	1,04	5,46	7,13
24 meses	1,33	1,36	1,47	s/o	s/o
<b>Tasa de NOBAC en pesos ajustables por CER</b>	2,16	2,73	2,88	6,65	s/o
Monto operado de LEBAC y NOBAC (promedio diario)	80	99	114	169	151
<b>Mercado Cambiario</b>	<b>Nov-04</b>	<b>Oct-04</b>	<b>Sep-04</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Nov-03</b>
<b>Dólar Spot</b>					
Casas de cambio	2,95	2,97	2,99	2,95	2,88
Referencia del BCRA	2,95	2,97	3,00	2,96	2,88
<b>Dólar Futuro</b>					
NDF 1 mes	2,97	2,98	3,01	2,97	2,89
INDOL 1 mes	2,98	2,99	2,99	2,96	2,89
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	0	0	0	1	1
ROFEX 1 mes	2,96	2,97	3,00	2,96	2,89
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	126	101	126	38	43
<b>Real (Pesos x Real)</b>	1,06	1,04	1,04	1,01	0,99
<b>Euro (Pesos x Euro)</b>	3,84	3,71	3,66	3,64	3,39
<b>Mercado de Capitales</b>	<b>Nov-04</b>	<b>Oct-04</b>	<b>Sep-04</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Nov-03</b>
<b>MERVAL</b>					
Indice	1253	1199	1048	1020	950
Volumen Operado (millones de pesos)	71	86	65	65	43
<b>Bonos del Gobierno (por cada VN 100)</b>					
BODEN 2012 (US\$)	79,57	75,61	72,05	61,92	59,18
BODEN 08 (\$)	108,27	105,00	101,69	87,73	83,36
<b>Riesgo País (puntos básicos)</b>					
Spread BODEN 2012 vs. US Treasury Bond	724	857	977	1.355	1.447
EMBI+ Latinoamérica (sin Argentina)	322	344	358	372	405

(1) Corresponden a promedios de los resultados de las licitaciones de cada mes.