

Informe Monetario Mensual

OCTUBRE 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	8
4.3. Liquidez Bancaria	9
5. Préstamos	10
6. Mercado de Activos Financieros	11
6.1. Mercado de Divisas	11
6.2. Mercados de Capitales	12
6.2.1. Acciones	12
6.2.2. Títulos Públicos	12
6.2.3. Inversores Institucionales	13
6.2.3.1 Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones	13
6.2.3.2 Fondos Comunes de Inversión	15
6.2.4. Títulos Privados	16
7. Indicadores Monetarios y Financieros	18

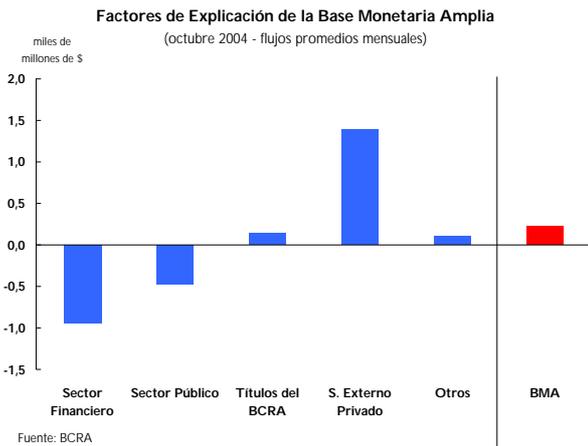
1. Síntesis¹

- En octubre, la Base Monetaria Amplia (BMA) evidenció una suba de \$225 millones respecto al mes anterior, ubicándose en \$46.671 millones y mostrando una variación interanual de 6%. La BMA ajustada por operaciones de pases pasivos continuó enmarcándose en las bandas pautadas en el Programa Monetario. Los sectores público y financiero continuaron generando contracciones de la BMA mientras que las compras netas de divisas en el mercado cambiario fueron la principal fuente de expansión. Al igual que el mes pasado, en octubre, los vencimientos de títulos del BCRA superaron a las colocaciones, resultando en un aumento de la BMA.
- El BCRA continuó participando activamente en el mercado de pases, con el objetivo de fijar una tasa de interés de referencia de corto plazo. Se estrechó el corredor de tasas de referencia, disminuyendo la tasa de interés de los pases activos al 3% en tanto la de pasivos continuó en 2,5%. El volumen diario negociado en este mercado aumentó un 27% respecto a septiembre, y se realizaron principalmente operaciones de pases pasivos para el BCRA, y algunas transacciones activas para esta institución.
- Las tasas de interés en el mercado de préstamos interbancarios (*call*) continuaron alineadas a la tasa de referencia de corto plazo. En octubre, se operaron en ese mercado alrededor de \$600 millones diarios nivel similar al del mes anterior. Por su parte, las tasas de interés pasivas evidenciaron leves alzas, en particular en los tramos superiores a los 90 días de plazo. En cambio, las tasas de interés activas se mantuvieron relativamente estables, con excepción de los préstamos prendarios que experimentaron una caída significativa (1,6 p.p.).
- Los medios de pago totales mostraron un aumento poco significativo (\$160 millones) alcanzando, en términos interanuales, un crecimiento de 35,2%, que resultó 2,7 p.p. inferior al del mes pasado, lo cual evidencia la desaceleración que viene registrando este agregado desde mediados de año. Los depósitos a plazo fijo en pesos aumentaron fuertemente por segundo mes consecutivo (\$1.520 millones en el mes, 13% i.a.). Cabe señalar que las colocaciones a plazo fijo en pesos del sector privado mostraron un aumento de \$570 millones, que se descompone en un incremento de \$370 millones de aquellas ajustables por CER y \$200 millones de colocaciones no ajustables. De esta forma, el agregado monetario más amplio en pesos (M3) aumentó \$1.010 millones manteniendo su crecimiento interanual de alrededor del 21%.
- Los préstamos al sector privado en pesos adquirieron renovado dinamismo creciendo en octubre \$890 millones (2,8% en el mes, 20,5% i.a.). Las líneas de crédito más activas, al igual que en septiembre, fueron los documentos y los préstamos personales, estos últimos alcanzando el mayor crecimiento mensual de los últimos 10 años (6,5%). Las financiaciones con tarjetas de crédito volvieron a crecer después de 2 meses de estancamiento, Los préstamos con garantía real continuaron mostrando leves caídas no obstante los prendarios acumularon 8 meses consecutivos de aumento sostenido.
- El peso se apreció en términos nominales respecto al dólar (0,9%), en tanto que mostró una depreciación en relación al real (0,5%) y al euro (1,4%). El Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral muestra que el peso se depreció 0,4% en octubre, acumulando una depreciación real (ganancia de competitividad) del 5,5% en los últimos 12 meses.

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



Gráfico 2.1



2. Programa Monetario

En octubre, la Base Monetaria Amplia (BMA) registró un nivel de \$46.671 millones, \$225 millones por encima del correspondiente al mes anterior y 6% superior al vigente un año atrás. El aumento observado correspondió en su totalidad al crecimiento de las reservas bancarias, ya que el circulante en poder del público se mantuvo en el mismo nivel de septiembre.

En general, no se observaron cambios significativos en lo que respecta a los factores de variación de la BMA. Es así que, en el transcurso de octubre continuó profundizándose el mercado de pases con el BCRA, lo cual implicó una contracción de la BMA de \$810 millones. Asimismo, las entidades financieras prosiguieron cancelando redescuentos en el marco del "matching", lo cual también se tradujo en un efecto contractivo sobre la BMA, de \$131 millones.

Por su parte, las operaciones del sector público con impacto sobre la BMA, que estuvieron asociadas a los vencimientos de deudas con Instituciones Financieras Internacionales (IFI), también resultaron contractivas. La utilización por parte del gobierno de sus depósitos en los bancos locales para afrontar estos pagos se tradujo en una caída de \$476 millones de la BMA.

Como ocurrió en septiembre, la colocación neta de LEBAC y NOBAC fue negativa, con lo cual los fondos liberados representaron una expansión monetaria de \$144 millones.

El factor que implicó mayor incremento de la BMA fue la compra neta de divisas al sector privado, que durante el mes ascendió a \$1.391 millones (ver Gráfico 2.1).

El avance del desarrollo del mercado de pases mediante la participación del BCRA y su impacto contable sobre los saldos en cuenta corriente de las entidades financieras hace necesario el monitoreo del cumplimiento del Programa Monetario a través del seguimiento de los pasivos de corto plazo del BCRA, definidos como la suma de la BMA y los pasivos concertados por esta institución. De esa forma, la trayectoria de la BMA ajustada por pases continuó enmarcándose en las bandas pautadas en el Programa Monetario (ver Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2

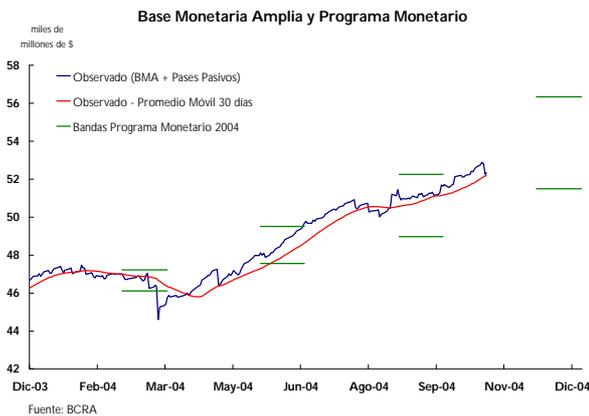
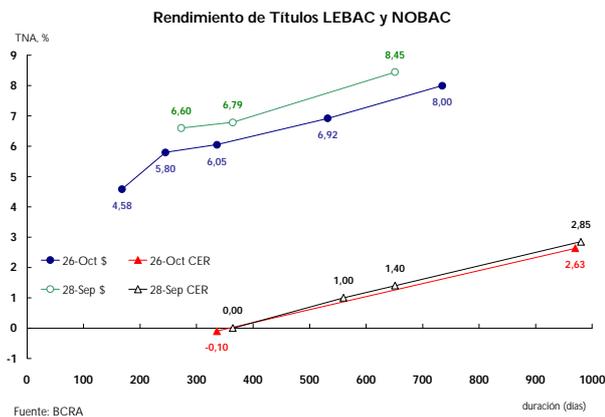


Gráfico 3.1.1



3.1. Tasas de Interés

El corredor de tasas de interés de referencia se redujo y el BCRA pasó a concertar operaciones pasivas y activas a 7 días al 2,5% y 3% respectivamente. Las tasas del mercado interbancario continuaron alineadas con las de referencia. Mientras que las tasas de interés pasivas evidenciaron leves alzas, en particular en los tramos superiores a los 90 días de plazo, las tasas de interés activas se mantuvieron relativamente estables, con excepción de los préstamos prendarios que experimentaron una caída significativa.



Gráfico 3.1.2



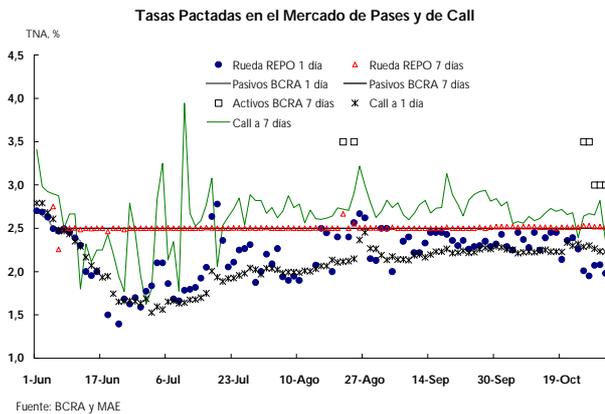
3.1. Títulos Emitidos por el BCRA

Las tasas de interés resultantes en las licitaciones de LEBAC y NOBAC a fines de octubre mostraron disminuciones respecto de las pagadas en la última colocación de septiembre. Las mayores caídas se observaron en las LEBAC en pesos no ajustables por CER, para las cuales se verificaron reducciones de la tasa de interés entre 0,7 p.p. y 1 p.p. Por otra parte, los rendimientos de las adjudicaciones de títulos ajustables por CER mostraron disminuciones leves, no mayores a 0,2 p.p.. El margen entre las tasas de interés para instrumentos ajustables por CER y la de aquellos no ajustables reflejó una disminución de la inflación implícita esperada para los próximos 12 meses de 0,6 p.p., que se ubicó en 6,2%, 0,9 p.p. por debajo de los pronósticos del REM para esta variable (ver Gráfico 3.1.1).

El comportamiento diferenciado para los tipos de instrumentos mencionados respondió en buena medida a la conducta disímil que tuvo la demanda de cada uno de ellos. En el mes, se produjo un importante aumento de la demanda de títulos en pesos, en tanto que disminuyó la demanda de LEBAC y NOBAC ajustables por CER. Asimismo, no solamente en valor absoluto se verificó una mejora a favor de los títulos en pesos, sino que además el ratio entre el monto ofertado y los vencimientos aumentó en el mes para estas especies, pasando de 76% en septiembre a 192% en octubre (ver Gráfico 3.1.2).

A fin de octubre, el monto total en circulación de títulos emitidos por el BCRA fue de VN \$14.251 millones y estaba compuesto en un 50% por LEBAC y NOBAC en pesos no ajustables por CER, un 49% por instrumentos ajustables por CER y el residual por LEBAC denominadas en dólares.

Gráfico 3.2.1.1



3.2. Mercados Interfinancieros

3.2.1. Mercado de Pases

En el transcurso de octubre, el BCRA continuó operando a 7 días de plazo tanto en operaciones pasivas como activas. Concretó operaciones pasivas al 2,5% y activas al 3,5% hasta el día 26, y hacia fines de mes se estrechó el corredor de tasas de referencia, disminuyendo la tasa de interés de los pases activos al 3%. Dada la elevada participación del BCRA en este mercado, la tasa de interés para 7 días está prácticamente definida por las tasas de interés a las que esta entidad opera. Por otra parte, las operaciones a 1 día mostraron elevada volatilidad, lo cual está relacionado con el escaso volumen operado en este tramo. Sin embargo, en la segunda parte del mes evidenciaron cierta tendencia a la baja (ver Gráfico 3.2.1.1), lo cual estuvo significativamente influenciado por operaciones excepcionales de una entidad financiera.

El volumen operado de pases con el BCRA continuó incrementándose en octubre, en tanto que los montos negociados por los bancos entre sí se mantuvieron en niveles similares a los del

Gráfico 3.2.1.2

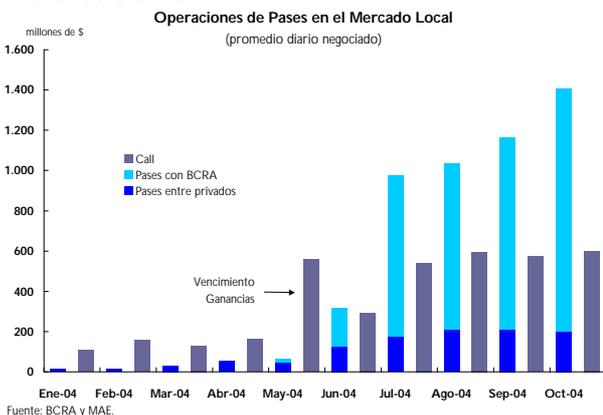
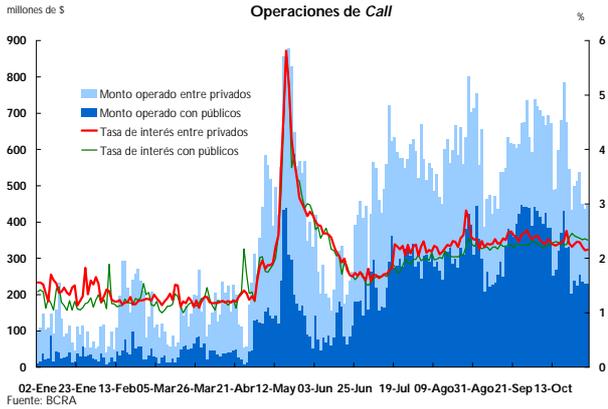




Gráfico 3.2.2.1

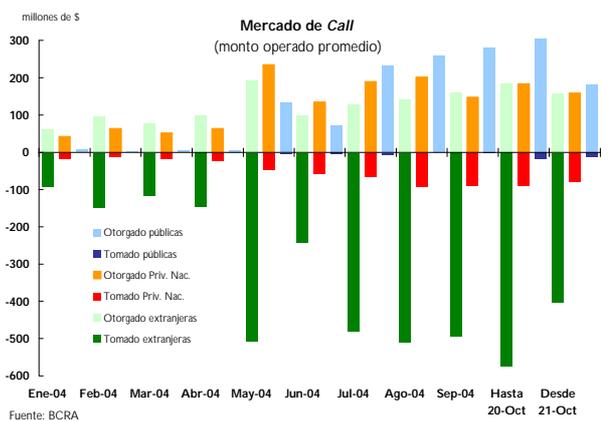


mes previo. El monto transado en promedio diariamente por el BCRA fue de \$1.200 millones, 27% más que en septiembre (ver Gráfico 3.2.1.2). En el mes bajo análisis se realizaron principalmente operaciones de pases pasivos para el BCRA, pero adicionalmente se concertaron algunas transacciones activas para esta institución. A fin de octubre, el stock de pases pasivos era de \$6.331 millones, 59% por encima del vigente un mes atrás. Asimismo, el BCRA tenía pases activos pendientes de vencimiento por \$133 millones.

Considerando que el BCRA realiza operaciones de pases utilizando como subyacente únicamente los títulos que emite, las LEBAC y NOBAC siguieron siendo los instrumentos más utilizados en este mercado. Sin embargo, en octubre se observó una mayor participación de otros títulos públicos en las operaciones pactadas entre bancos. Este comportamiento fue el reflejo del aumento de la preferencia por los BODEN 12, lo cual está asociado al significativo aumento en el monto negociado que experimentó en el mes.

3.2.2 Mercado Interbancario

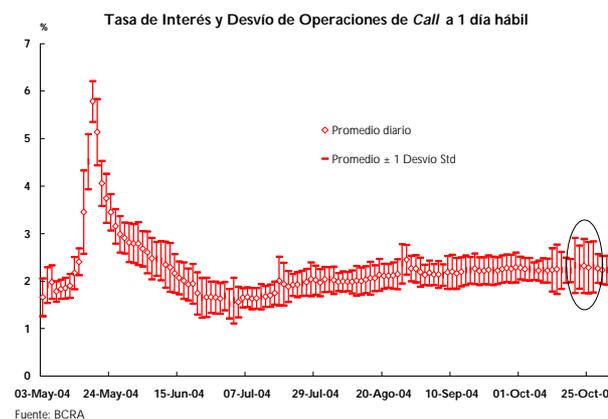
Gráfico 3.2.2.2



En octubre las tasas de interés del mercado interbancario (*call*) continuaron alineadas a las tasas de interés de referencia de corto plazo establecidas por el BCRA mediante su operatoria de pases, promediando en el mes 2,3%, similar a la de septiembre. Los montos operados diarios también resultaron análogos a los del mes anterior ubicándose en \$600 millones.

Analizando por grupo de bancos, se observó un cambio de comportamiento: mientras la tasa de interés de las operaciones pactadas entre bancos privados se mantuvo en promedio invariante, la tasa de interés pactada con bancos públicos se incrementó levemente a partir del 20 de octubre, sobrepasando esta última a la pactada entre privados (ver Gráfico 3.2.2.1). Asimismo, los montos diarios operados entre bancos privados evidenciaron un aumento respecto al mes anterior, pasando de \$234 millones a \$270 millones en octubre, mientras que los montos operados con entidades públicas se redujeron levemente de \$340 millones el mes pasado a \$329 millones en el último mes.

Gráfico 3.2.2.3

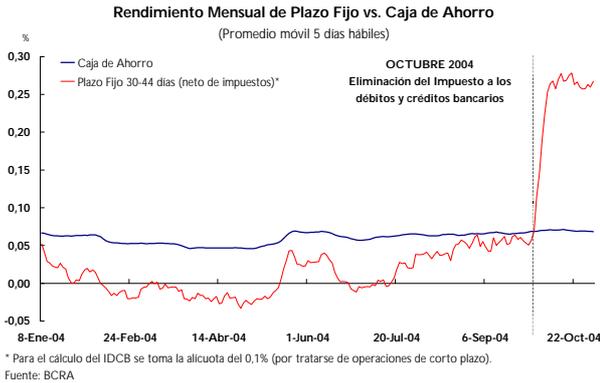


Este cambio de comportamiento determinó que, a partir de esa misma fecha, el grupo de bancos públicos perdiera participación en el mercado como principal otorgante neto (ver Gráfico 3.2.2.2), pasando de otorgar más del 46% de los fondos hasta el 20 de octubre a un 36% desde entonces. Como contrapartida puede apreciarse que las entidades extranjeras redujeron su posición tomadora en los últimos días de octubre, pasando de absorber el 84% de los fondos en septiembre y primeros días de octubre, al 80% en la última parte de este último mes.

En el segmento a 1 día hábil de plazo, que continúa siendo el más operado (62% del stock en octubre), las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables alrededor de 2,25%. Cabe resaltar que para la fecha en la que se produjo el cambio de comportamiento de las entidades públicas se observó un leve incremento de la tasa de interés (de 2,2% a 2,3%), a la vez que se experimentó un incremento en la volatilidad, fenómeno que persistió



Gráfico 3.3.1



alrededor de una semana y logró disiparse en los últimos días del mes (ver Gráfico 3.2.2.3).

3.3. Tasas de Interés Pasivas

Las tasas de interés pasivas continuaron evidenciando leves alzas en octubre. A diferencia de lo ocurrido durante los meses anteriores, las subas más significativas se produjeron en los tramos de más largo plazo, mientras que en los plazos más cortos las tasas de interés se mantuvieron relativamente estables.

En el tramo de 30-44 días, la tasa de interés promedio se ubicó en 3,1%, resultando apenas 0,1 p.p. superior a la de septiembre. En el caso de las colocaciones mayores a \$1 millón, la tasa de interés promedio aumentó 0,2 p.p. y estuvo impulsada por las entidades públicas, cuya tasa de interés pasó de 2,1% a 2,3%, mientras que la tasa de interés de los bancos privados se ubicó en 4,4%, nivel similar al de septiembre. La relativa estabilidad evidenciada por esta tasa de interés estaría relacionada con el mayor rendimiento neto de las colocaciones a plazo resultante de la eliminación del impuesto a los débitos y créditos bancarios sobre ese tipo de depósitos, lo que generó un cambio en las preferencias de los depositantes, que destinaron parte de sus depósitos a la vista hacia colocaciones a plazo, quitando presión sobre la liquidez de los bancos (ver Gráfico 3.3.1). Por su parte, la tasa de interés de las colocaciones menores a \$100.000 se mantuvo en 3%. En este caso, tanto las tasas de interés de los bancos públicos como la de los bancos privados continuaron en los niveles del mes anterior (2,5% y 3,4%, respectivamente) (ver Gráfico 3.3.2).

Al definir de forma más amplia el tramo de más corto plazo, incluyendo las colocaciones hasta 59 días, y teniendo en cuenta todos los estratos de monto, también se aprecia una relativa estabilidad de las tasas de interés. Al analizarlas por tipo de depositante, se observa que tanto las personas físicas como las instituciones prestadoras de servicios financieros recibieron la misma tasa de interés promedio del mes anterior, 3,2% y 4,5% respectivamente. En cambio, los depositantes corporativos obtuvieron una tasa de interés promedio 0,2 p.p. superior a la de septiembre, del orden del 3,4%. En el tramo de 60 a 89 días, también se advierten tasas de interés promedio similares a las del mes anterior. En este caso, la única suba correspondió a la tasa de interés promedio recibida por las personas físicas, que pasó de 3,5% a 3,6% (ver Gráfico 3.3.3).

Por el contrario, en el tramo de más largo plazo, que engloba las operaciones mayores a 90 días, las tasas de interés promedio registraron importantes aumentos. Este comportamiento responde principalmente a las expectativas de las entidades financieras en relación a sus necesidades de liquidez hacia fin de año. Dado que en los meses de diciembre y enero se produce una importante merma estacional de depósitos, la captación de fondos de mediano plazo que les permita asegurarse recursos para dicho período cobró más importancia en el mes bajo análisis, impulsando al alza las tasas de interés. Las subas más significativas se apreciaron en el caso de las imposiciones corporativas, cuya tasa de interés promedio creció 0,5 p.p., ubicándose en 5,1%, y en el caso de las colocaciones de

Gráfico 3.3.2



Gráfico 3.3.3

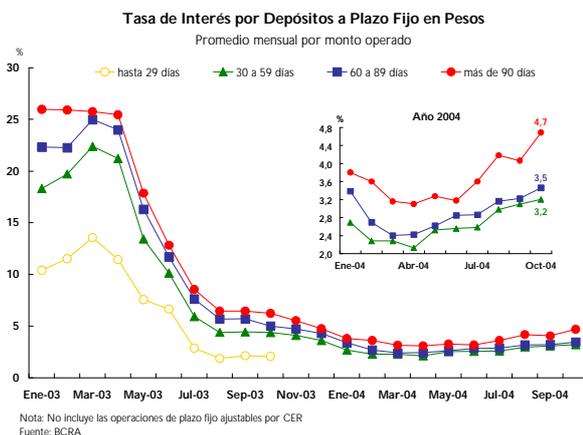
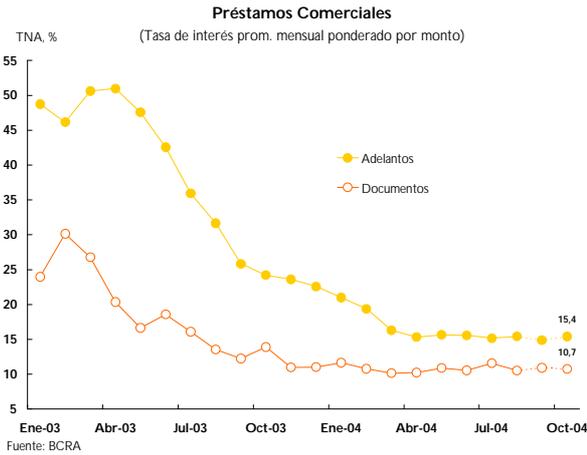




Gráfico 3.4.1



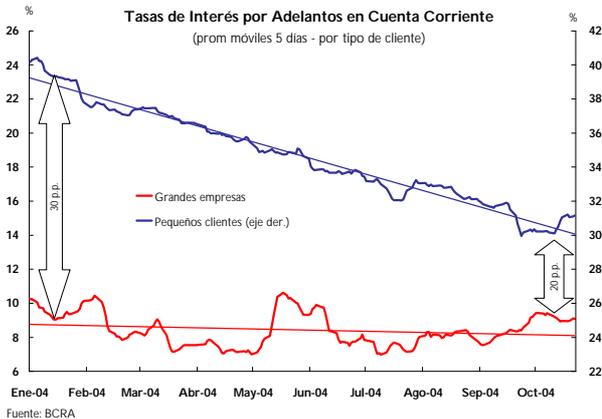
personas físicas, cuya tasa de interés promedio se incrementó 0,4 p.p., colocándose en 4,6%; mientras que, en el caso de las instituciones prestadoras de servicios financieros, la tasa de interés promedio se ubicó en niveles similares a los del mes anterior. Finalmente, en lo que respecta a las imposiciones ajustables por CER, las tasas de interés nominales continuaron ubicándose en el rango entre el 0% y el 2%.

3.4. Tasas de Interés Activas²

Durante octubre las tasas de interés activas se mantuvieron relativamente estables, con excepción de la de los préstamos prendarios que experimentó un descenso considerable.

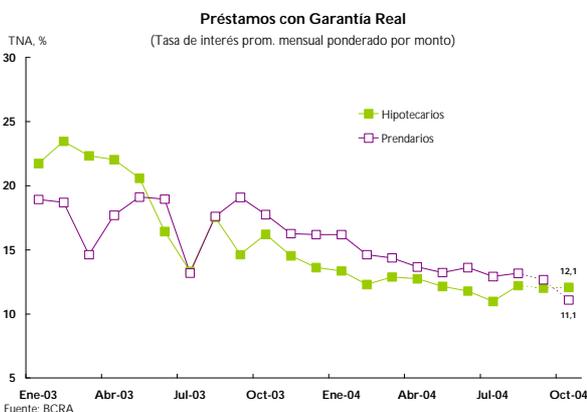
La tasa de interés de los préstamos instrumentados mediante compra o descuento de documentos continúa en los niveles alcanzados a fines del año pasado, ubicándose en el mes en torno a 10,7%, nivel que resulta 0,2 p.p. inferior al de septiembre. Por su parte la tasa de interés de los adelantos en cuenta corriente se incrementó levemente promediando el mes 15,4%, lo que implica un alza de 0,5 p.p. respecto del mes anterior. Analizando por tipo de cliente se observa un comportamiento diferenciado. Mientras que la tasa de interés correspondiente a grandes empresas (personas jurídicas por importes superiores a \$1 millón) se incrementó ligeramente, la de los pequeños clientes, se redujo levemente. Consecuentemente, si bien aún la tasa de interés que deben pagar estos últimos es considerablemente superior a la que acceden los grandes clientes (31,7% respecto a 9,2%) el *spread* entre éstas se ha reducido alrededor de 10 p.p. en lo que va del año (ver Gráfico 3.4.2).

Gráfico 3.4.2



En el caso de las tasas de interés de los préstamos personales, tras haber sufrido en el año una caída casi ininterrumpida, en el último mes se habrían elevado levemente 0,4 p.p. ubicándose en 24,3%. De esta forma acumuló en el año un descenso de más de 9 p.p. Respecto a las financiacines con tarjeta de crédito, aún no se dispone de información que permita estimar la tasa de interés promedio de octubre, pero de acuerdo a la última información disponible, correspondiente a agosto, registró un leve descenso de 0,2 p.p. en aquel mes.

Gráfico 3.4.3



Por otra parte, mientras que la tasa de interés de los préstamos hipotecarios se mantuvo invariante alrededor del 12,1%, la de los préstamos prendarios sufrió un significativo descenso (1,6 p.p.) respecto al mes anterior, finalizando así en 11,1% (ver Gráfico 3.4.3). Este importante descenso estaría explicado por la política de algunas compañías financieras vinculadas a empresas automotrices que consiste en otorgar financiamiento a tasa cero para la compra de vehículos fabricados por la automotriz del grupo, con el fin de estimular sus ventas.

² La información para elaborar esta sección surge del requerimiento informativo mensual SISCEN 08 el cual presenta información hasta julio, los valores de agosto y septiembre 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.



4. Agregados Monetarios y Liquidez

4.1. Agregados Monetarios en Pesos

En octubre los agregados monetarios totales evidenciaron un comportamiento similar al del mes anterior. El agregado más amplio (M3) continuó con la tendencia creciente de los meses precedentes y los medios de pago casi no presentaron variaciones en comparación con el mes anterior. Esto se explica nuevamente por el traspaso de fondos transaccionales hacia imposiciones a plazo, que en el mes bajo análisis se produjo principalmente en el caso del sector privado. Por su parte, en octubre los agregados monetarios privados se mantuvieron estables.

Los depósitos transaccionales mostraron un incremento de \$170 millones, que resultó del neto entre la baja de \$510 millones de los recursos en caja de ahorro y el crecimiento de \$690 millones de los fondos en cuenta corriente. La evolución de ambos tipos de depósitos fue completamente distinta a la del mes anterior. En el caso de la cuenta corriente, el aumento se explica principalmente por la afluencia de \$610 millones de recursos del sector público, que fue acompañada por el ingreso de \$80 millones del sector privado. En el caso de la caja de ahorro, las colocaciones del sector privado evidenciaron una baja de \$50 millones que contrasta fuertemente con el alza cercana a los \$380 millones presentada en septiembre. Este fenómeno responde al traspaso de fondos hacia colocaciones a plazo que tuvo lugar como consecuencia del incremento del rendimiento neto de las imposiciones a plazo al suprimirse el impuesto a los créditos y débitos bancarios, mencionado en la sección 3.3. Por otro lado, se advierte una caída de \$460 millones en el caso de los depósitos en caja de ahorros del sector público, que está asociada también al traspaso de fondos hacia plazo fijo.

El circulante en poder del público, por su parte, no presentó variaciones en octubre respecto a septiembre. Sin embargo, en términos desestacionalizados este instrumento presentó una suba del orden del 1,4%.

Como consecuencia de las variaciones poco significativas de sus componentes, que prácticamente se compensaron entre sí, el M2 total se mantuvo relativamente estable, presentando un incremento cercano a los \$160 millones. En términos interanuales, este agregado registró un alza del 35,2%, 2,7 p.p. inferior a la del mes pasado. De esta manera, continúa evidenciándose la desaceleración de su ritmo de crecimiento interanual que comenzó a mediados de año (ver Gráfico 4.1.1). En el caso del M2 privado, no se aprecian variaciones respecto al mes anterior, registrando una suba interanual del orden del 24,1%.

Por su parte, los depósitos a plazo fijo presentaron, por segundo mes consecutivo, un importante aumento que alcanzó los \$1.520 millones. La mayor parte del crecimiento del mes se concentró en los bancos públicos (\$950 millones) y, por ende, en el tramo mayorista, cuyo stock evidenció un incremento de \$1.560 millones, mientras que las imposiciones menores a \$1 millón registraron una leve baja que rondó los \$40 millones. Sin embargo, cabe señalar que los mencionados aumentos son en promedio y por lo tanto contienen un importante factor de arrastre, ya que

Gráfico 4.1.1

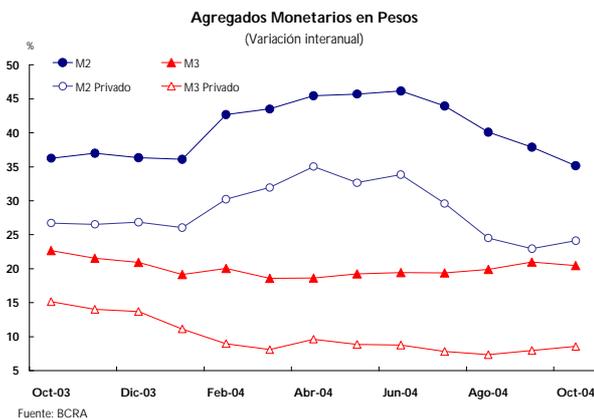
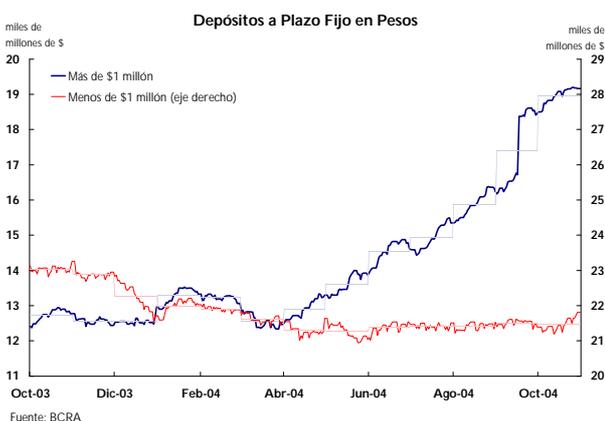


Gráfico 4.1.2





considerando cifras a fines de mes, las imposiciones a plazo del sector público sólo aumentaron alrededor de \$120 millones, en tanto que las colocaciones a plazo del sector privado presentaron un alza superior a los \$1.000 millones, siendo la más significativa desde junio de 2003. (ver Gráfico 4.1.2).

Gráfico 4.1.3

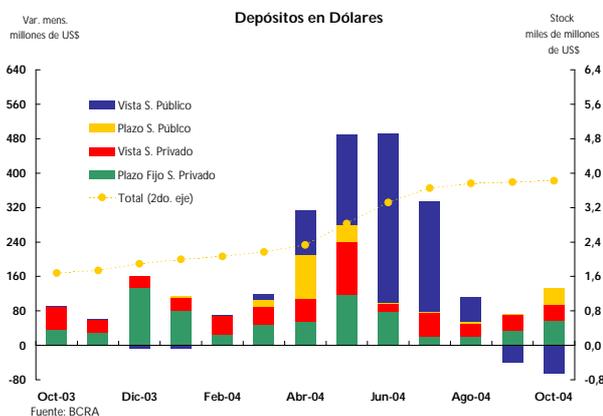


La totalidad de la variación en el stock de depósitos a plazo fijo se observó a plazos superiores a los 60 días. Es así que \$800 millones se concretaron en el tramo de 60 a 89 días y \$790 millones se realizaron a más de 90 días, mientras que el stock promedio de las imposiciones hasta 59 días disminuyó \$70 millones. Una vez más, es preciso resaltar que entre fines de mes las cifras resultan diferentes. De hecho, los depósitos a más corto plazo presentaron un incremento cercano a los \$220 millones, que se corresponde con el traspaso de fondos desde colocaciones a la vista ya mencionado. En tanto que las imposiciones en el tramo de 60 a 89 días aumentaron \$390 millones y las colocaciones a más de 90 días crecieron \$510 millones (ver Gráfico 4.1.3).

En el caso del sector privado, el incremento promedio de plazos fijos se compone de una suba de \$370 millones de las imposiciones ajustables por CER y un aumento de \$200 millones de los depósitos no indexados.

La suba de las colocaciones a plazo fijo fue en parte compensada por la disminución de \$310 millones del stock de CEDRO con CER, lo que se tradujo en un aumento neto de los depósitos a plazo de \$1.210 millones. Dicho incremento junto con la baja de \$360 millones de otros depósitos y la leve suba de los medios de pago desembocó en un crecimiento de \$1.010 millones del agregado monetario más amplio (M3 total). En términos interanuales, la variación resultó 0,5 p.p. inferior a la del mes anterior, ubicándose alrededor del 20,5%. El M3 privado, se mantuvo relativamente estable, registrando un crecimiento interanual del 8,6%, similar al de los meses precedentes.

Gráfico 4.2.1



4.2. Depósitos en Dólares

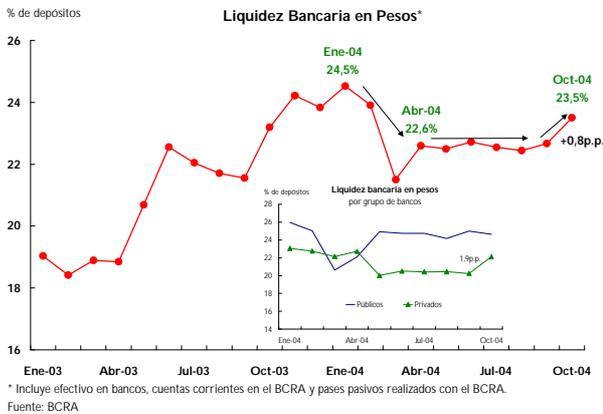
Los depósitos en dólares no registraron en octubre cambios significativos respecto a septiembre. La suba mensual fue de US\$30 millones, con un stock de US\$3.800 millones que duplica al existente a fines de 2003. Al respecto, luego de cuatro meses (entre abril y julio) de importantes crecimientos mensuales producto de una mayor participación del sector público en el mercado, a partir de agosto las colocaciones en dólares retomaron su curso normal mostrando una tendencia levemente creciente.

Si se analiza por tipo, los depósitos del sector privado registraron una suba de US\$50 millones que se concentró en colocaciones a la vista. Por su parte, los depósitos a la vista del sector público registraron una caída de US\$60 millones producto del "arrastre estadístico" de los pagos a IFI's que fueron realizados en la segunda mitad de septiembre en tanto los depósitos a plazo mostraron un aumento de US\$40 millones (ver Gráfico 4.2.1).

4.3. Liquidez Bancaria

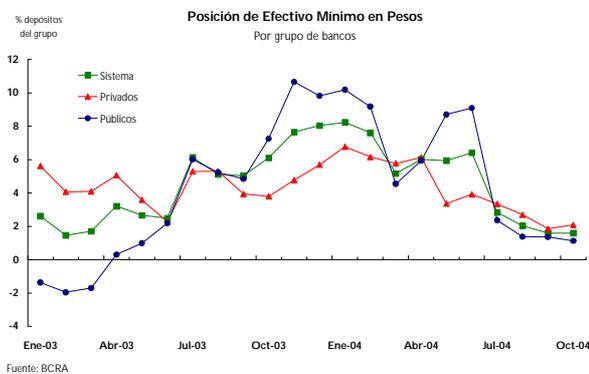
El ratio de liquidez bancaria (definido como la suma del efectivo en bancos, las cuentas corrientes en el BCRA, y los pasivos pasivos para el BCRA) fue en octubre de 23,5%. Contrariamente a la tendencia decreciente que se observó en la liquidez mantenida por las entidades financieras en los primeros meses del año (cayó de 24,5% en enero a 22,6% en abril, manteniéndose luego en ese nivel) en octubre el ratio de liquidez registró un incremento de 0.8 p.p. Este incremento se explica por un aumento en la liquidez mantenida por los bancos privados (aumentó casi 2 p.p. respecto a septiembre) en tanto los bancos públicos mantuvieron su ratio en niveles semejantes al mes pasado. Específicamente, el mayor fondeo en octubre de los bancos privados provino del ingreso de depósitos y de la cancelación neta de tenencias de LEBAC, que fue mantenido casi en un 70% en reservas bancarias y en pasivos con el BCRA.

Gráfico 4.3.1



Paralelamente, en lo que respecta a la posición de efectivo mínimo en pesos, los bancos privados registraron un leve incremento en su posición (por un aumento de integración) en tanto los bancos públicos la mantuvieron relativamente constante respecto a septiembre. De esta manera el excedente de liquidez en pesos existente en el sistema en octubre se mantuvo en aproximadamente 1,6 p.p. de los depósitos que se distribuye, por grupo de bancos, en 2,1 p.p. para los privados y 1,1 p.p. para los públicos. Respecto a 2003, los fondos excedentes en las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA se redujo un 76%, unos \$5.000 millones que fueron paulatinamente volcados por las entidades financieras al mercado de pasivos y de préstamos.

Gráfico 4.3.2



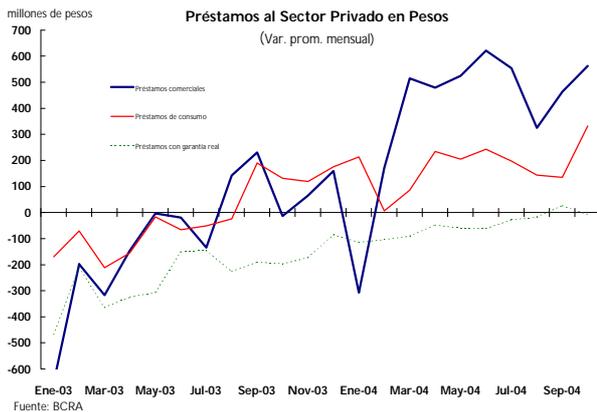
Por el contrario, en el segmento de depósitos en dólares el excedente de liquidez continúa siendo muy amplio y en octubre totalizó alrededor de US\$2.000 millones³. Esto es consecuencia de que mes a mes cerca de un 90% de los depósitos en moneda extranjera que ingresan al sistema es mantenido por las entidades financieras en sus cuentas corrientes en el BCRA⁴. Hasta el momento, la aplicación de recursos en moneda extranjera se ha limitado a las prefinanciamientos y financiamientos vinculados con exportaciones (un 95% sobre el total de aplicaciones) que fueron realizadas mayormente por bancos privados (concentraron el 75% del total de aplicaciones realizadas en octubre). Cabe mencionar no obstante que, si bien el excedente de liquidez en dólares es aún muy amplio, si se compara con principios de 2004, las aplicaciones en moneda extranjera se incrementaron en más de un 140%.

³ 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.

⁴ Según Comunicación A 4168 los bancos podrían aplicar alternativamente dichos fondos a 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,



Gráfico 5.1



5. Préstamos⁵

En octubre los préstamos en pesos al sector privado adquirieron renovado dinamismo arrojando un aumento en promedio de \$890 millones (2,8%), el mayor desde junio de 1998. Al igual que en los meses anteriores, los préstamos comerciales siguen siendo los principales motores del crecimiento, seguidos por los de consumo, que han mostrado un aumento muy significativo (ver Gráfico 5.1).

Los préstamos comerciales se incrementaron \$560 millones (3,7%) en octubre. A diferencia de lo ocurrido durante el primer semestre del año, desde el mes pasado la línea que mayor crecimiento presenta es la asociada a la operatoria con documentos, que arrojó en octubre un aumento de \$420 millones (7,2%), de los cuales \$280 millones corresponden a documentos a sola firma, \$100 millones a documentos descontados y \$40 a documentos comprados (ver Gráfico 5.2). No obstante, cerca de dos terceras partes del incremento que muestra en promedio en octubre corresponde a "arrastre" del mes anterior. En cambio, los adelantos en cuenta corriente evidenciaron en octubre un crecimiento más modesto, de \$70 millones (1,2%). Este cambio en la composición de las nuevas financiaciones, con un menor protagonismo de los adelantos, implica un alargamiento de los plazos de la cartera de préstamos.

En el Gráfico 5.3 se muestra la evolución del stock de préstamos comerciales y la del Estimator Mensual de Actividad Económica (EMAE). Allí puede apreciarse que, a grandes rasgos, el crédito acompaña a las oscilaciones que presenta el índice de actividad, aunque con cierto rezago. Se debe tener en cuenta que el crédito es un stock, con lo cual demora en ajustarse, por lo que este desfase temporal no implica un sentido de causalidad. En todo caso, los índices de actividad podrían interpretarse como indicadores adelantados de la evolución futura del stock de crédito. En este sentido, el buen desempeño del EMAE permite ser optimistas sobre el crecimiento de los préstamos comerciales en los próximos meses.

Gráfico 5.2

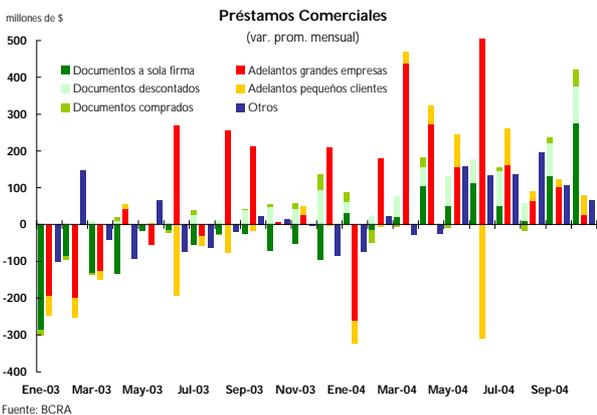
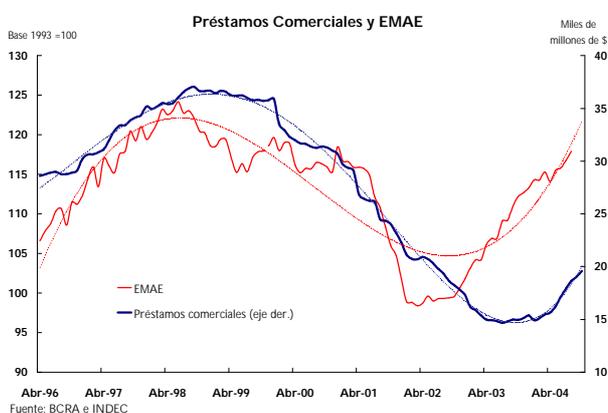


Gráfico 5.3



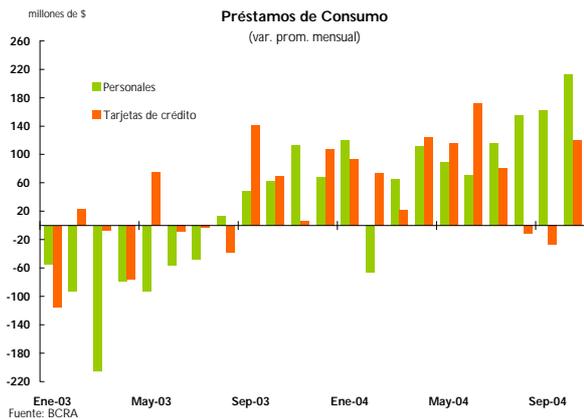
En un contexto de mejoramiento del empleo formal y de buenas expectativas de los consumidores, los préstamos personales continúan acelerando el ritmo de crecimiento, registrando un incremento de \$210 millones (6,5%) en octubre (ver Gráfico 5.4), el cual resulta el máximo aumento de, al menos, los últimos diez años. A esto se le suma un incremento de las financiaciones con tarjeta de crédito de \$120 millones (4,4%). Esta última línea había dejado de aumentar en los dos meses anteriores debido a la finalización de las promociones de compras en hasta seis cuotas sin interés, las cuales reaparecieron durante octubre para aprovechar el mes de un consumo estacionalmente elevado por el día de la madre. De esta forma, el total de financiaciones de consumo totalizó en octubre un aumento de \$330 millones (5,6%).

Al igual que en los meses precedentes, gracias a las mayores ventas de maquinaria agrícola y al muy buen desempeño de las ventas de automotores, que se encuentran desde mayo en niveles superiores al promedio del año 2000, los préstamos prendarios continúan recuperándose de forma sostenida, arrojando por octavo

⁵ 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.



Gráfico 5.4

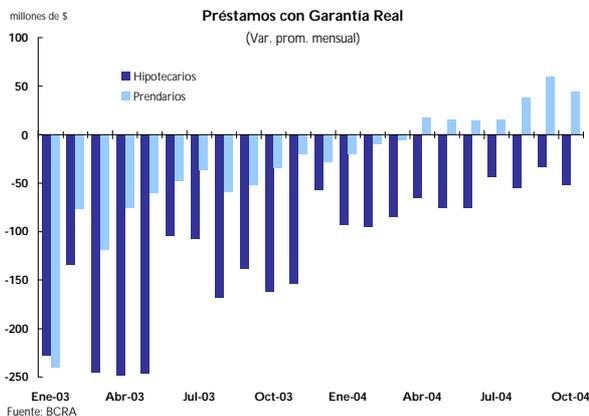


mes consecutivo un incremento, en esta oportunidad de \$45 millones (3,1%). Por el contrario, los préstamos hipotecarios continúan mostrando caídas netas (ver Gráfico 5.5), en esta ocasión de \$50 millones, debido a que las amortizaciones siguen superando a las nuevas financiaciones (0,6%).

6. Mercado de Activos Financieros

En general, los mercados de activos financieros mostraron buen desempeño durante el mes, destacándose los títulos de renta variables, cuyas cotizaciones alcanzaron niveles máximos y los bonos soberanos, cuyos precios continuaron elevándose. Asimismo, en el mercado de deuda corporativa, se produjeron emisiones en pesos y en dólares. Por otra parte, el peso se depreció en términos reales 0,5% respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales.

Gráfico 5.5



6.1. Mercado de Divisas⁶

En octubre, los principales factores que afectan la evolución de las reservas internacionales se comportaron de manera similar a los meses anteriores. De esa forma, las operaciones del sector público con impacto sobre las reservas continuaron estando vinculadas principalmente al pago de deudas con IFI, e implicaron salida de divisas. Por otra parte, el Mercado Único y Libre de Cambios volvió a arrojar un superávit, que tuvo en buena medida su contrapartida en las compras de divisas al sector privado realizadas por el BCRA. La magnitud de estas últimas superó a las del gobierno y el saldo de las reservas internacionales se elevó a \$18.587 millones, \$363 millones superior al correspondiente a fines de septiembre (ver Gráfico 6.1.1).

El volumen operado en el mercado spot de divisas registró un aumento del 18%, habiendo crecido tanto el monto negociado en el Mercado Electrónico de Cambios (MEC) como el transado en SIOPEL. La participación del BCRA sobre el total operado subió levemente, abarcando alrededor del 7% de las transacciones en octubre.

Como ocurrió el mes anterior, en octubre el peso mostró una apreciación nominal respecto al dólar, que en este mes resultó del 0,9%. Por otra parte, la moneda local se depreció, también en términos nominales, respecto al real (0,5%) y al euro(1,4%). De acuerdo a la evolución del Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM), en octubre el peso se depreció 0,4% respecto a la canasta de monedas que componen el indicador mencionado, acumulando una depreciación real del 5,5% en los últimos 12 meses.

En línea con el comportamiento de la cotización del peso contra el dólar estadounidense en el mercado spot, la evolución de

Gráfico 6.1.1



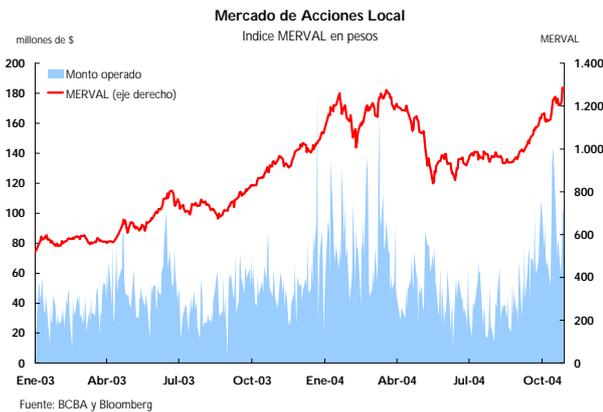
⁶ Para un análisis del resultado del Mercado Único y Libre de Cambios en septiembre, ver el Informe Trimestral sobre Evolución del Mercado Cambiario que se publicará en <http://www.bcra.gov.ar/estadis/es030400.asp>.



los precios en el mercado de dólar futuro ROFEX, mostró una apreciación del peso en la primera parte del mes y luego una depreciación que no llegó a compensar el primer efecto. Así, respecto a fines de septiembre, las cotizaciones de los contratos de dólar futuro disminuyeron alrededor de 1%. El monto promedio negociado diariamente en este mercado se ubicó en \$101 millones, 19% por debajo del máximo alcanzado en septiembre.

En el OCT MAE, otro de los ámbitos de negociación de contratos de peso contra dólar futuro, el comportamiento de las cotizaciones fue similar al descrito en el párrafo precedente, aunque los montos operados continúan siendo escasos, no superando los US\$10 millones diarios.

Gráfico 6.2.1.1



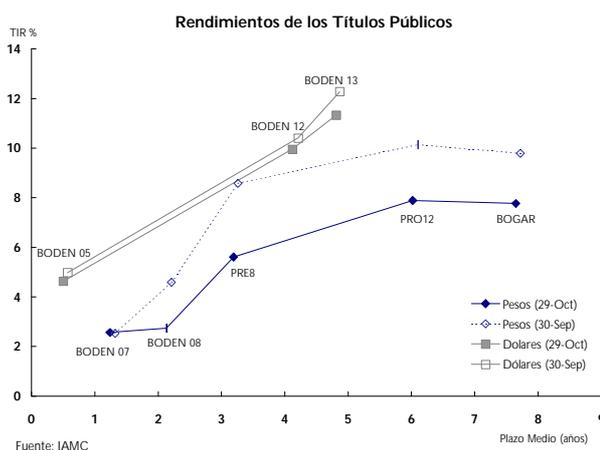
6.2. Mercado de Capitales

6.2.1. Acciones

De acuerdo a la evolución del índice Merval, en octubre las cotizaciones de los títulos de renta variable aumentaron 13%, continuando con la tendencia positiva del mes anterior, acumulando una ganancia del 20% en lo que va del año y alcanzando el máximo histórico de la serie⁷. El aumento de los precios estuvo influenciado favorablemente por el buen desempeño de los mercados internacionales, las noticias generadas por la reestructuración de la deuda pública nacional y el fallo de la corte suprema sobre la pesificación (ver Gráfico 6.2.1.1). Asimismo, se destacaron especialmente el grupo de acciones correspondientes al sector bancario que tuvieron incrementos en sus precios de hasta un 27% en el mes.

El monto promedio operado diariamente de acciones que componen el Merval fue de \$86 millones, 32% superior al transado en septiembre, ubicándose en el mayor nivel en pesos de los últimos 10 años.

Gráfico 6.2.2.1



6.2.2. Títulos Públicos

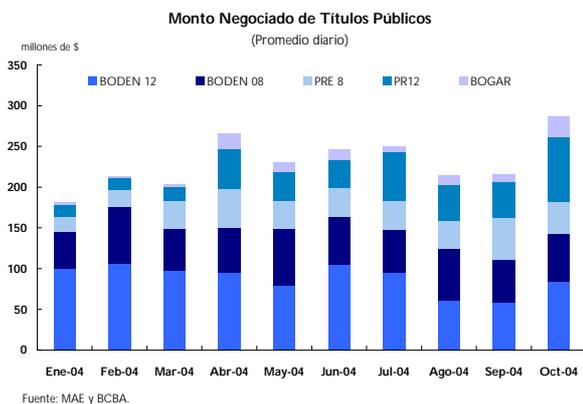
En el transcurso del mes continuó la disminución del rendimiento de los bonos emitidos luego de la cesación de pagos, especialmente los denominados en pesos ajustables por CER. Entre los más líquidos, se destacaron los Bonos de Consolidación y, entre ellos, el PRE8 (en pesos) que registró una caída de 3 p.p. en su tasa interna de retorno (TIR). Por su parte, entre los bonos en dólares, el BODEN 13 registró una disminución en su TIR de 1 p.p. entre fines de mes, en tanto que la TIR del BODEN 12 cayó 0,5 p.p. en el mismo periodo. El resto de los bonos soberanos, también registraron reducciones en sus TIR, desplazando hacia abajo la parte más larga de la curva de rendimientos de los títulos públicos respecto a septiembre (ver Gráfico 6.2.2.1). Por otra parte, el 18 de

⁷ El día 29 de octubre el índice Merval alcanzó los 1287 puntos.



octubre Standard&Poors subió la calificación de la deuda en BODEN y Préstamos Garantizados a “CCC+” desde “CCC” y “CC” respectivamente. La suba de la calificación se fundamentó, según aduce la calificadora, en el menor peligro de una reestructuración involuntaria de cualquiera de estas clases de deuda en los próximos años, los pagos puntuales que realiza el gobierno y el crecimiento económico que ha potenciado la recaudación. Las calificaciones de ambas clases de deuda probablemente se vean equiparadas con la de los nuevos títulos a ser emitidos por el gobierno una vez finalizado el proceso de reestructuración.

Gráfico 6.2.2.2



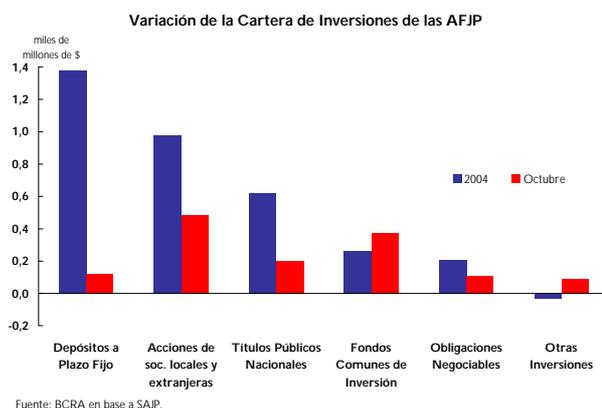
En términos de riesgo soberano, esto se vio reflejado en la sostenida disminución del *spread* entre el rendimiento del BODEN 12 y el de los títulos comparables del tesoro de Estados Unidos, que alcanzó a 8,4 p.p. a fin de octubre, siendo el menor diferencial registrado desde la emisión de este instrumento. Además, se pudo observar una disminución del margen entre la prima de riesgo del BODEN 12 y la de los mercados emergentes en general (excluyendo Argentina), que se situó en 5,0 p.p. a fines de octubre.

El monto negociado de los títulos públicos más líquidos, considerando el promedio diario, aumentó 31%⁸ respecto a septiembre (ver Gráfico 6.2.2.2). Este incremento es explicado fundamentalmente por la mayor cantidad de operaciones con PRO 12 (en pesos ajustables por CER) y BODEN 12 (en dólares).

6.2.3 Inversores Institucionales

6.2.3.1 Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones⁹

Gráfico 6.2.3.1.1



Las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP) concentran un elevado nivel de ahorro interno, con lo cual el análisis de sus inversiones permite explicar en buena medida la evolución de los principales mercados financieros locales, incluido el mercado monetario.

Dada su naturaleza, las AFJP han dirigido históricamente una importante porción de sus fondos hacia el mercado de deuda pública, donde en la década del 90 prevalecieron las emisiones locales de mayor duración. Asimismo, la composición de su cartera está sujeta a límites máximos por tipo de inversión, los cuales privilegian al sector público en la asignación de sus recursos. Teniendo en cuenta estos factores puede entenderse mejor la evolución del rendimiento de las AFJP, que hasta fines de 2001, estuvo vinculada principalmente a la trayectoria del precio de los títulos emitidos por el gobierno nacional. De esa forma, la rentabilidad¹⁰ de las AFJP sufrió el impacto de las crisis internacionales que afectaron desfavorablemente los mercados de deuda de los países emergentes. Sin embargo, a partir de fines de 2001 la declaración de la cesación de pagos de casi la totalidad de la

⁸ Se consideran las operaciones en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) y en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA).

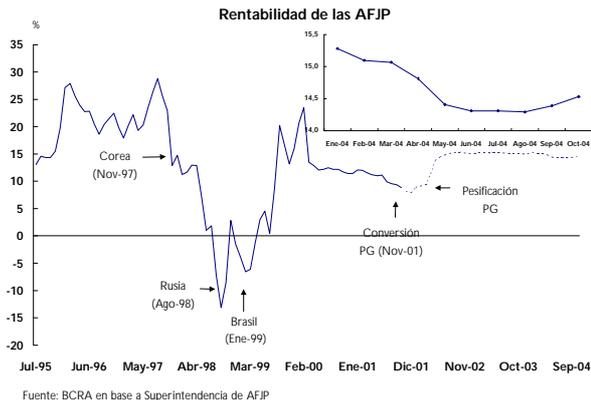
⁹ Las cifras en esta sección corresponden a datos a fin de mes, excepto que se indique otra especificación.

¹⁰ 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.



deuda de la que eran acreedoras las AFJP y su conversión a pesos hicieron que privilegiaran otros tipos de inversión, como las acciones y los depósitos a plazo fijo, para asignar los nuevos fondos que recibieron (ver Gráfico 6.2.3.1.1). Teniendo en cuenta estos factores, resulta inadecuado comparar los niveles actuales de rentabilidad con los observados históricamente. Sin embargo, puede notarse que en el transcurso de 2004, esta variable disminuyó, lo cual estuvo en buena medida explicado por la evolución de las cotizaciones de las acciones. En tal sentido, la mayor caída se produjo en abril y mayo, cuando las expectativas de subas de tasas de interés internacionales motivaron la disminución de los precios de los títulos de renta variable. No obstante, la reversión de la tendencia que evidenciaron esos precios en los últimos dos meses motivó un aumento de la rentabilidad histórica, que pasó de 14,39% en septiembre a 14,53% en octubre (ver Gráfico 6.2.3.1.2). Asimismo, se verificó un aumento en la rentabilidad anual promedio del sistema¹¹, que pasó de 7,95% a 9,45% en el mismo período.

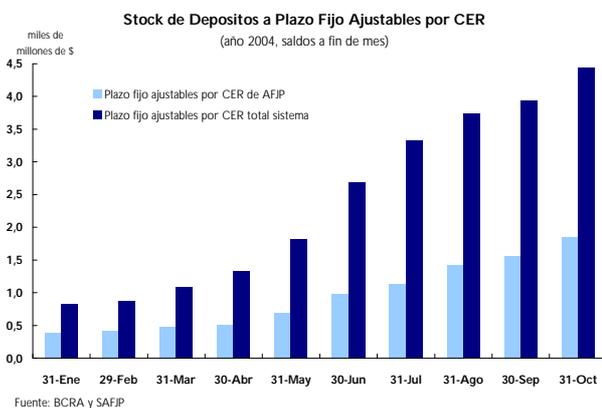
Gráfico 6.2.3.1.2



Al término de octubre, el total de la cartera de inversión de las AFJP ascendía a \$50.958 millones. Alrededor del 62% estaba compuesta por títulos públicos emitidos por el Gobierno Nacional, de los cuales el 20% eran títulos cuyos servicios se pagan regularmente y entre los que prevalecen los instrumentos ajustables por CER. Cabe mencionar que las AFJP son participantes activos en el mercado de LEBAC y NOBAC y al 29 de octubre eran tenedoras de \$927 millones de los títulos que emite el BCRA, 6% del stock total en circulación.

El segundo tipo de inversión, considerando su participación en el total de la cartera, son las acciones. Los títulos de renta variable, incluyendo las acciones de sociedades anónimas locales y las emitidas por empresas extranjeras, abarcaron el 23% de la cartera según la última información publicada por la SAFJP. El sostenido incremento de los precios de las acciones en el último mes, favoreció el aumento de su tenencia.

Gráfico 6.2.3.1.3



Otro de los principales destinos de los fondos de las AFJP son los depósitos a plazo fijo, que a fines de octubre componían el 6% de su cartera de inversión. Cabe destacar que en el transcurso del año estos inversores cambiaron la composición de estas colocaciones a favor de los depósitos a plazo fijo en pesos ajustables por CER, de forma tal que, en octubre las AFJP eran titulares de alrededor del 40% de este tipo de depósitos constituidos en el total del sistema (ver Gráfico 6.2.3.1.3). En el mes bajo análisis, las colocaciones a plazo fijo registraron un aumento de \$120 millones, el cual provino del crecimiento de los depósitos ajustables por CER (\$290 millones).

Las colocaciones en fondos comunes de inversión de las AFJP a fines de octubre abarcaban el 3% de su portafolio total. En el mes se evidenció un aumento de alrededor de \$370 millones en este rubro de la cartera y casi la totalidad del incremento fue explicada por la suba de la participación en fondos de plazo fijo y de renta variable en pesos, que mostraron crecimientos de \$240 millones y \$85 millones respectivamente. Si bien en términos de participación en su cartera, la tenencia de fondos comunes de inversión parece de escasa magnitud, cuando se observa la proporción que cubren sobre el patrimonio total de los fondos, adquiere mayor importancia la

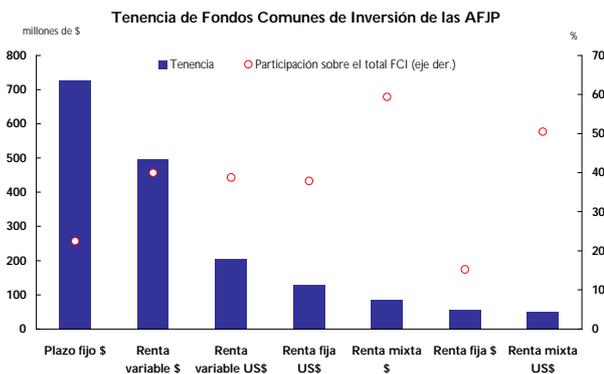
¹¹ Es la rentabilidad de los últimos 12 meses medida por la variación del valor de la cuota promedio mensual, excluyendo el fondo administrado por Nación AFJP, según normativa vigente.



decisión sobre este tipo de inversión por parte de las AFJP (ver Gráfico 6.2.3.4).

La escasa actividad que caracteriza al mercado primario de bonos corporativos hace que el leve incremento que muestran las AFJP en este tipo de activos permita explicar en buena medida los movimientos observados en el mercado de Obligaciones Negociables (ON). Así, en octubre la tenencia de ON aumentó \$100 millones, lo cual se corresponde con su participación en la colocación de Telefónica (ver Sección 6.2.4), donde adquirieron el 33% del monto total emitido. Las ON abarcan el 2% de la cartera total de inversiones a fines de octubre.

Gráfico 6.2.3.1.4



Fuente: BCRA en base a SAFIP y CAFCI

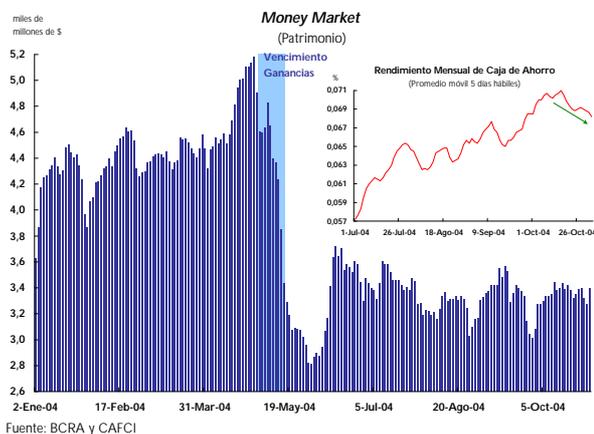
El resto de inversiones (4% del total) estuvieron colocadas principalmente en títulos públicos provinciales y en fideicomisos financieros.

6.2.3.2 Fondos Comunes de Inversión¹²

Durante octubre los fondos comunes de inversión crecieron \$463 millones, impulsados principalmente por los fondos de plazo fijo y dinero (*money market*). En términos de rendimiento, todos los fondos presentaron una rentabilidad mensual positiva, que en el caso de los fondos de renta fija fue sensiblemente mayor a la del mes anterior.

Los *money market* están compuestos por fondos de carácter transaccional y fondos destinados al ahorro. En mayo, con motivo del pago del impuesto a las ganancias correspondiente al año 2003, se produjo una importante salida de recursos, sobre todo de este último tipo, que luego no regresaron a estos fondos. La mayor parte de ellos se trasladó a depósitos a plazo, como consecuencia del alza de las tasas de interés pasivas, que generó un atractivo *spread* entre el rendimiento de los plazos fijos y el de los *money market*. El patrimonio de éstos quedó entonces conformado casi en su totalidad por fondos transaccionales, que muestran una clara estacionalidad intramensual: aumentan en la primer mitad del mes, como consecuencia de los ingresos propios de la actividad comercial, y luego disminuyen hacia fines de mes, como resultado del pago de impuestos. En octubre, se observó la suba patrimonial a principios de mes, pero la posterior salida de fondos fue menor a la habitual. Esto puede explicarse en parte por la afluencia extraordinaria de \$150 millones provenientes de AFJP y en parte por la baja evidenciada por la tasa de interés de las colocaciones a la vista en el sistema financiero. A mediados de mes, dicha tasa de interés emprendió una trayectoria decreciente, interrumpiendo la tendencia al alza que venía mostrando desde julio, lo cual indujo a una parte de los inversores corporativos a utilizar los recursos depositados en caja de ahorro para afrontar las obligaciones tributarias en lugar de los fondos colocados en *money market*, como lo venían haciendo. Como consecuencia, el patrimonio de estos últimos finalizó el mes en niveles superiores a los de los meses anteriores, registrando un incremento de \$313 millones en relación a septiembre, que equivale al 10% de los activos que tenían en cartera a fines de dicho mes (ver Gráfico 6.2.3.2.1).

Gráfico 6.2.3.2.1



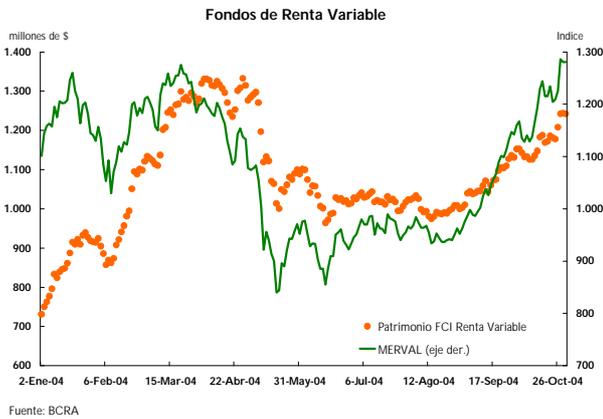
Fuente: BCRA y CAFCI

¹² Las cifras de la presente sección corresponden a datos a fin de mes, salvo que se indique otra especificación.



Los fondos de renta variable, por su parte, continuaron con la tendencia patrimonial creciente que vienen registrando desde agosto, evidenciando un incremento superior a los \$110 millones, que implicó una suba mensual del 10%. La mayor parte de este crecimiento se explica, al igual que en el mes anterior, por el aumento del valor de sus cuotas partes, cuya evolución se halla íntimamente ligada a la del índice Merval. La sostenida alza de dicho índice, explicada en la sección 6.2.1., contribuyó a nutrir el rendimiento de los fondos de renta variable, que cerró el mes en 66% (ver Gráfico 6.2.3.2).

Gráfico 6.2.3.2.2



El patrimonio de los fondos de renta fija volvió a registrar una variación positiva, que alcanzó los \$35 millones, lo que equivale a una suba del 10% mensual. Este aumento se explica en parte por la afluencia de nuevos recursos, pero principalmente por el alza del valor de sus activos, como consecuencia de la suba de los precios de los títulos públicos y privados, explicada en la sección 6.2.2. Esto también repercutió positivamente en el rendimiento de estos fondos que aumentó 12,2 p.p., ubicándose en 23% al finalizar el mes.

Finalmente, los fondos de renta mixta presentaron un leve aumento patrimonial cercano a los \$3 millones, que representa un alza mensual del 3,5%. En tanto que su rendimiento se ubicó en 10,6%.

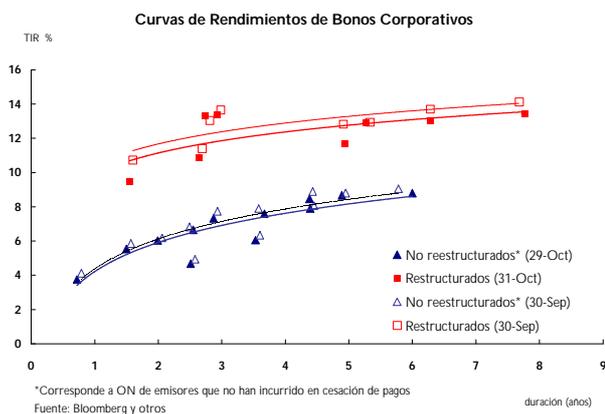
6.2.4. Títulos Privados

En el marco de la reestructuración integral de sus pasivos financieros, **Transportadora de Gas del Sur (TGS) S.A.** anunció su propuesta de reestructuración para sus títulos de deuda y otras obligaciones por un total de VN US\$ 1.019 millones. La propuesta será implementada mediante una combinación de un pago en efectivo por el 11% del capital y dos nuevos títulos de deuda por el 89% restante. Las nuevas emisiones serán a 6 y 9 años de plazo, con amortización periódica y cupón a tasa fija creciente. Además, se reconocerán los intereses devengados e impagos con la tasa original hasta el 31 de diciembre de 2003 y, a partir de esa fecha y hasta el cierre del canje se utilizará una tasa del 6,2%. La empresa anunció que si logra más del 96% de adhesión a la oferta no pedirá la homologación de un Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE).

Luego de haber extendido la fecha de vencimiento y mejorado su oferta de canje de deuda el mes pasado, **Mastellone Hermanos S.A.** consiguió una participación del 98% sobre un total de VN US\$329 millones a reestructurar. También se informó que la oferta de recompra en efectivo (al 60% del VN) fue sobre suscripta, aceptándose el 54% del capital de deuda existente. Con respecto a la oferta de canje, fueron emitidas Obligaciones Negociables (ON) por US\$157 millones a tasa fija del 8% y vencimiento en el 2012 y US\$78 millones a tasa de interés variable. Además la compañía anunció que no procederá con un APE y simplemente modificará los términos de sus ON existentes.

Por su parte, **Metrogas S.A.** prorrogó nuevamente el vencimiento de su oferta de canje de deuda hasta el 5 de noviembre. La compañía informó que al 20 de octubre había recibido contratos de adhesión por un monto de aproximadamente US\$90 millones.

Gráfico 6.2.4.1





Pan American Energy S.A volvió al mercado primario mediante la colocación de la tercera serie de ON bajo su programa global de emisiones de ON garantizadas en dólares, por VN US\$100 millones a una tasa de interés del 7,1% con vencimiento en el 2009.

Asimismo, **Telefónica de Argentina S.A** emitió dos series de ON en pesos por un total de VN \$200 millones. Una de ellas fue colocada a tasa fija del 8,25% y 365 días de plazo (VN \$135 millones) y la otra pagará una tasa variable y fue emitida a 548 días de plazo (VN \$65 millones). El primer cupón para ésta última fue fijado en 7% y será actualizado trimestralmente en base a la BADLAR operada por bancos privados más un margen del 2,4%.

En lo que respecta al comportamiento del mercado secundario de los instrumentos de deuda corporativa, a partir del análisis de las curvas de rendimiento, 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 4,7 p.p. hasta 5,8 p.p. Para las ON reestructuradas, se observaron disminuciones de TIR de 0,5 p.p. en promedio respecto de fines de septiembre (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			
	Oct-04	Sep-04	Dic-03	Oct-03	Mensual		Últimos 12 meses	
					Nominal	Real	Nominal	Real
Base Monetaria Amplia	46.671	46.446	46.273	43.882	0,5%	0,1%	6,4%	0,6%
Cuasimonedas	111	111	894	2.153	0,0%	-0,4%	-94,9%	-95,1%
Base Monetaria	46.560	46.335	45.378	41.729	0,5%	0,1%	11,6%	5,6%
Circulación Monetaria	32.121	32.023	28.716	25.793	0,3%	-0,1%	24,5%	17,8%
En poder del Público	28.747	28.748	25.423	22.937	0,0%	-0,4%	25,3%	18,6%
En Entidades Financieras	3.374	3.274	3.293	2.855	3,0%	2,6%	18,2%	11,8%
Cuenta Corriente en el BCRA	14.439	14.313	16.662	15.937	0,9%	0,5%	-9,4%	-14,3%
Stock de Pases Pasivos	5.537	4.703	0	0	17,7%	17,3%		
Stock de Pases Activos	24	0	201	203			-88,0%	-88,7%
Reservas Internacionales del BCRA	18.388	18.200	13.820	13.247	1,0%		38,8%	
Depósitos Totales en Pesos ¹	98.494	97.587	84.586	82.127	0,9%	0,5%	19,9%	13,5%
Depósitos Privados	70.229	70.397	69.896	68.542	-0,2%	-0,6%	2,5%	-3,1%
Cuenta Corriente	16.602	16.526	14.742	13.219	0,5%	0,1%	25,6%	18,8%
Caja de Ahorros	16.493	16.541	12.890	11.597	-0,3%	-0,7%	42,2%	34,5%
Plazo Fijo	25.796	25.600	29.944	31.137	0,8%	0,4%	-17,2%	-21,6%
Plazo Fijo ajustable por CER	4.067	3.692	506	252	10,2%	9,7%	1514,6%	1427,5%
Otros Depósitos	4.696	5.037	4.845	4.577	-6,8%	-7,1%	2,6%	-2,9%
Canjeados por BODEN (contabilizado)	183	302	1.717	1.759	-39,4%	-39,7%	-89,6%	-90,1%
CEDRO incluyendo CER	2.391	2.699	5.253	6.000	-11,4%	-11,7%	-60,1%	-62,3%
Depósitos del Sector Público	28.265	27.190	14.690	13.585	4,0%	3,5%	108,1%	96,8%
Depósitos Totales en Dólares ¹	3.812	3.784	1.891	1.673	0,7%		127,8%	
Préstamos al Sector no Financiero en Pesos ¹	55.310	54.602	49.953	53.211	1,3%	0,9%	3,9%	-1,7%
Al Sector Privado	32.257	31.395	26.825	26.564	2,7%	2,3%	21,4%	14,9%
Adelantos	6.178	6.108	4.386	4.132	1,1%	0,8%	49,5%	41,4%
Documentos	6.249	5.822	4.727	4.668	7,3%	6,9%	33,9%	26,7%
Hipotecarios	8.747	8.799	9.317	9.527	-0,6%	-1,0%	-8,2%	-13,1%
Prendarios	1.484	1.440	1.270	1.317	3,1%	2,7%	12,7%	6,6%
Personales	3.440	3.255	2.337	2.157	5,7%	5,3%	59,5%	50,9%
Tarjetas de Crédito	2.864	2.741	2.223	2.109	4,5%	4,1%	35,8%	28,5%
Otros	3.295	3.230	2.565	2.654	2,0%	1,6%	24,2%	17,5%
Al Sector Público	23.053	23.207	23.128	26.647	-0,7%	-1,1%	-13,5%	-18,2%
Préstamos al Sector no Financiero en Dólares ¹	1.546	1.532	1.444	1.380	0,9%		12,1%	
Agregados Monetarios Totales								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. en Pesos y Dólares)	56.781	56.095	48.196	44.299	1,2%	0,8%	28,2%	21,3%
M2 (M1 + Caja de Ahorros en Pesos y Dólares)	83.062	83.043	63.888	58.684	0,0%	-0,4%	41,5%	33,9%
M3 (M2 + Depósitos a plazo en Pesos y Dólares + CEDRO con CER)	138.487	137.489	114.788	110.239	0,7%	0,3%	25,6%	18,9%
Agregados Monetarios Privados en Pesos								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. S. Privado)	45.459	45.385	41.060	38.310	0,2%	-0,2%	18,7%	12,3%
M2 (M1 + Caja de Ahorros S. Privado)	61.952	61.926	53.949	49.907	0,0%	-0,4%	24,1%	17,4%
M3 (M2 + Depósitos a plazo S. Privado + CEDRO con CER S. Privado)	98.903	98.954	94.497	91.874	-0,1%	-0,4%	7,7%	1,8%

Factores de Variación	Variaciones promedio							
	Mensual		Trimestral		Acumulado 2004		Últimos 12 meses	
	Nominal	Contribución ²	Nominal	Contribución ²	Nominal	Contribución ²	Nominal	Contribución ²
Base Monetaria Amplia	225	0,5%	65	0,1%	398	0,9%	2.788	6,4%
Sector Financiero	-1.005	-2,2%	-2.482	-5,3%	-7.062	-15,3%	-7.214	-16,4%
Sector Público	-478	-1,0%	-2.123	-4,6%	-6.682	-14,4%	-6.881	-15,7%
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	1.093		2.194		3.487		5.339	
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	225		363		-3		-3	
Crédito Externo	-1.708		-4.396		-9.719		-11.769	
Sector Externo Privado	1.353	2,9%	4.061	8,7%	16.639	36,0%	20.189	46,0%
Títulos BCRA	181	0,4%	123	0,3%	-3.288	-7,1%	-4.036	-9,2%
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	0	0,0%	0	0,0%	-33	-0,1%	-62	-0,1%
Otros ³	174	0,4%	486	1,0%	823	1,8%	793	11,7%
Reservas Internacionales	188	1,0%	467	2,6%	4.568	33,1%	5.141	38,8%
Intervención en el Mercado Cambiario	467	2,6%	1.374	7,7%	5.699	41,2%	6.957	38,8%
Pago a Organismos Internacionales	-519	-2,9%	-1.216	-6,8%	-2.652	-19,2%	-3.334	-25,2%
Otras operaciones del Sector Público	-3	0,0%	-56	-0,3%	-6	0,0%	-9	-0,1%
Efectivo Mínimo	119	0,7%	173	1,0%	1.274	9,2%	1.203	9,1%
Valuación Tipo de Pase	82	0,4%	57	0,3%	-6	0,0%	27	0,2%
Otros	43	0,2%	135	0,6%	260	1,9%	317	2,4%

¹ No incluye depósitos de Residentes en el Exterior. Cifras provisionales, sujetas a revisión.² 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.³ 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.

Tasas de Interés Pasivas	Oct-04	Sep-04	Ago-04	Dic-03	Oct-03
Call en pesos (a 1 día)					
Tasa	2,30	2,28	2,19	1,57	1,58
Monto operado	601	574	596	111	173
Plazo Fijo					
<u>En pesos</u>					
30 días	3,03	2,99	2,85	3,71	4,53
30-44 días, más de 1 millón	3,29	3,14	3,01	2,93	3,83
60 días o más	3,76	3,47	3,47	4,45	5,48
<u>En dólares</u>					
30 días	0,28	0,28	0,30	0,58	0,59
30-44 días, más de 1 millón	0,20	0,35	0,28	0,70	0,81
60 días o más	0,55	0,56	0,61	0,93	0,81
Tasas de Interés Activas	Oct-04	Sep-04	Ago-04	Dic-03	Oct-03
Prime en pesos a 30 días	5,85	5,82	5,79	10,32	11,18
Cauciones en pesos					
Tasa de interés bruta a 30 días	4,53	4,49	4,28	3,33	3,94
Volumen operado (total de plazos)	66	66	65	63	59
Préstamos en pesos ⁽¹⁾					
Adelantos en Cuenta Corriente	15,41	14,88	15,41	22,58	24,20
Documentos a sólo firma	10,75	10,92	10,53	11,03	13,90
Hipotecarios	12,08	12,03	12,22	13,63	16,21
Prendarios	11,10	12,67	13,18	16,20	17,75
Personales	24,26	23,83	24,81	33,55	35,26
Tarjetas de Crédito	n/d	n/d	30,99	34,88	37,00
Tasas de Interés Internacionales	Oct-04	Sep-04	Ago-04	Dic-03	Oct-03
LIBOR					
1 mes	1,90	1,78	1,60	1,15	1,12
6 meses	2,23	2,09	1,94	1,24	1,21
US Treasury Bond					
2 años	2,56	2,50	2,49	1,88	1,72
10 años	4,08	4,12	4,27	4,25	4,27
FED Funds Rate	1,75	1,59	1,43	1,00	1,00
SELIC (a 1 año)	16,43	16,13	16,00	17,07	19,68

(1) Los datos hasta agosto corresponden al requerimiento informativo mensual SISCEN 08, en tanto que los de septiembre y octubre 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	Oct-04	Sep-04	Ago-04	Dic-03	Oct-03
Tasas de pases BCRA					
Pasivos 7 días	2,50	2,50	2,50	s/o	s/o
Activos 7 días	3,20	s/o	1,17	s/o	s/o
Tasas de pases total rueda REPO					
1 día	2,27	2,34	2,23	n/d	n/d
7 días	2,52	2,50	2,51	n/d	n/d
Monto operado de pases rueda REPO (promedio diario)	1307	991	844	n/d	n/d
Tasas de LEBAC en pesos					
9 meses	6,16	6,64	6,73	n/d	n/d
12 meses	6,35	6,86	6,85	8,99	11,82
18 meses	7,04	n/d	7,45	10,80	13,89
24 meses	8,33	8,59	8,70	n/d	n/d
Tasas de LEBAC en pesos ajustables por CER					
12 meses	-0,04	0,01	-0,08	3,71	6,63
18 meses	0,87	1,04	0,90	5,46	8,00
24 meses	1,36	1,47	1,81	n/d	n/d
Tasa de NOBAC en pesos ajustables por CER					
	2,73	2,88	3,00	6,65	n/d
Monto operado de LEBAC y NOBAC (promedio diario)	104	114	84	169	118
Mercado Cambiario					
Dólar Spot					
Casas de cambio	2,97	2,99	3,01	2,95	2,85
Referencia del BCRA	2,97	3,00	3,01	2,96	2,86
Dólar Futuro					
NDF 1 mes	2,98	3,01	3,04	2,97	2,86
INDOL 1 mes	2,99	2,99	3,03	2,96	2,86
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	0	0	0	1	2
ROFEX 1 mes	2,97	3,00	3,02	2,96	2,86
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	101	126	122	38	43
Real (Pesos x Real)	1,04	1,04	1,01	1,01	1,00
Euro (Pesos x Euro)	3,71	3,66	3,68	3,64	3,34
Mercado de Capitales					
MERVAL					
Indice	1199	1048	954	1020	882
Volumen Operado (millones de pesos)	86	65	36	65	55
Bonos del Gobierno (por cada VN 100)					
BODEN 2012 (US\$)	75,38	71,74	68,76	61,70	60,27
BODEN 08 (\$)	83,80	90,37	89,31	87,72	80,60
Riesgo País (puntos básicos)					
Spread BODEN 2012 vs. US Treasury Bond	857	977	1.091	1.355	1.366
EMBI+ Latinoamérica (sin Argentina)	344	358	405	372	435

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