



Informe Monetario Mensual

NOVIEMBRE 2003

CONTENIDOS

1. Síntesis	1
2. Programa Monetario	3
3. Metas Monetarias FMI	4
4. Tasas de interés	4
4.1. LEBAC	4
4.2. Mercado Interbancario	5
4.3. Tasas de Interés Pasivas	6
4.4. Tasas de Interés Activas	7
5. Medios de Pago, Depósitos y Liquidez	8
5.1. Medios de Pago	8
5.2. Rescate de Cuasimonedas	8
5.3. Depósitos a Plazo	9
5.4. Depósitos en dólares	10
5.5. Liquidez bancaria	11
6. Préstamos	12
7. Mercados de Activos Financieros	13
7.1. Mercado Cambiario	13
7.2. Mercado de Capitales	14
7.2.1. Acciones	14
7.2.2. Bonos Soberanos	15
7.2.3. Bonos Corporativos	15
8. Cambios Normativos	16
9. Indicadores Monetarios y Financieros	18

1. Síntesis

- En noviembre, la Base Monetaria Amplia (BMA) aumentó en promedio 2% (\$913 millones) y 36% en términos interanuales, superando levemente la cota superior pactada en el programa monetario para fines de noviembre. Sin embargo, su saldo se encuentra muy por debajo del nivel previsto para diciembre, mes caracterizado por la fuerte estacionalidad positiva de la demanda de dinero.

- Manteniendo la tendencia creciente que vienen registrando desde mediados de año, los depósitos totales en pesos crecieron 2,5% en noviembre y 19,3% respecto al mismo mes del año anterior. En lo que va del año, estos depósitos acumulan una suba del 18,6%, que medida en términos reales fue del 14,6%. En tanto que los depósitos totales en dólares registraron en noviembre un aumento cercano al 4%, habiéndose duplicado el stock existente a principios de año.

- El promedio mensual de los medios de pago totales en pesos (M2 total) durante noviembre creció en alrededor de \$2.200 millones (4%) en términos nominales. Por su parte, los medios de pago en pesos del sector privado (M2 privado) aumentaron aproximadamente \$1.000 millones (2%), variación atribuible casi en su totalidad al crecimiento de los depósitos a la vista del sector privado. En términos desestacionalizados la variación del M2 privado tuvo igual magnitud en términos porcentuales, debido a que la estacionalidad negativa de noviembre es similar a la del mes anterior.

- Las tasas de interés continuaron reflejando la holgada situación de liquidez que mantienen las entidades financieras. En lo que respecta a las LEBAC, las de mayor duración continuaron con su trayectoria descendente tanto en el mercado primario como en el secundario, en tanto que las de menor plazo se mantuvieron en niveles similares a los registrados en octubre, lo cual se tradujo en un nuevo aplanamiento de la curva de rendimientos. Por otro lado, mientras que las tasas de interés del mercado interbancario se mantuvieron estables en niveles similares a los de octubre, las tasas de interés pasivas y activas continuaron su caída a lo largo de noviembre. En el segmento de depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días, la tasa pasó de 4,6% a fin de octubre a 4,3% a fin de noviembre. Por su parte, los depósitos a plazo fijo de más de 60 días registraron una tasa de 5,4% en noviembre, 0,7 pp inferior a la de octubre. En lo que respecta a las tasas activas, la tasa de interés de los préstamos personales fue la que evidenció mayor caída, reduciéndose en 3,0 pp.

- En noviembre se dispuso una nueva baja de encajes sobre la exigencia de los depósitos a la vista del 23% al 20%, a efectivizarse a partir del último mes del año. Cabe destacar que dicha medida implicaría un incremento de la capacidad prestable de los bancos por aproximadamente \$1.000 millones a partir de diciembre.

- Las colocaciones a plazo fijo en pesos del sector privado evidenciaron una reducción de alrededor de \$290 millones (1%) en promedio en noviembre. Para este mes el BCRA estableció el alargamiento del plazo mínimo de captación, lo cual derivó en un aumento del plazo promedio de captación de 39 días en octubre a 41 días en noviembre. Se estima que alrededor del 70% de los plazos fijos originalmente pactados hasta 29 días se trasladaron al segmento de 30 a 59 días.

- Los préstamos al sector privado en pesos no variaron en promedio respecto al mes anterior. Sin embargo, si se comparan las cifras entre fines de mes, se produjo un aumento de alrededor de \$140 millones, que asciende a aproximadamente \$250 millones al excluir las variaciones de los préstamos hipotecarios y prendarios. En el mes bajo análisis, los créditos más dinámicos fueron los personales, los cuales registraron una suba de \$120 millones en promedio respecto a octubre. Los adelantos y los documentos también aumentaron, mientras que las líneas hipotecarias y prendarias continuaron disminuyendo.

- En el mercado cambiario, el peso se depreció nominalmente respecto a las tres monedas de sus principales socios comerciales, el euro, el dólar estadounidense y el real brasileño. Con mínimos diferenciales de inflación, esto implicó que el peso se depreciara en términos reales 4% en el mes, lo que implica que en lo que va del año el peso acumula una ganancia de competitividad del orden del 5%.



Gráfico 2.1

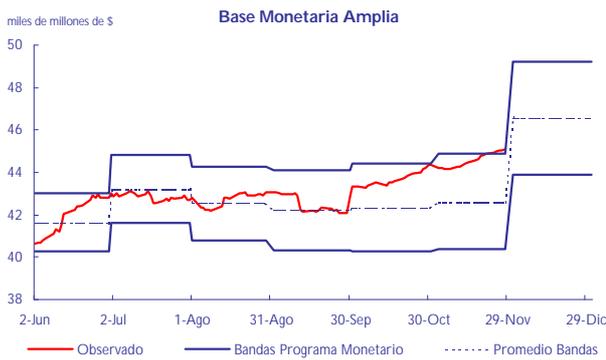


Gráfico 2.2

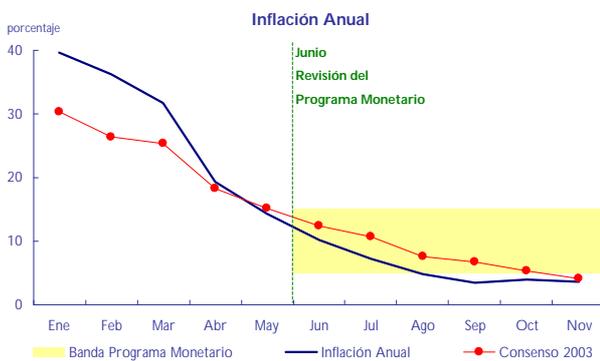
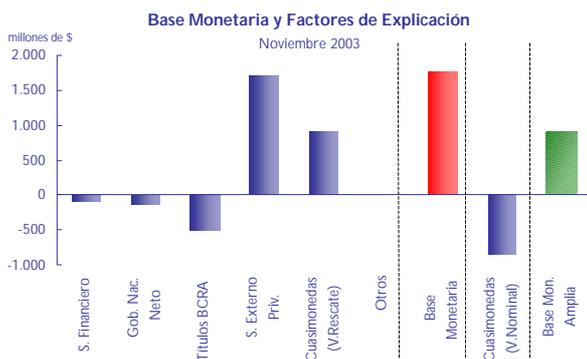


Tabla 2.1

Flujos mensuales, en millones de pesos - Noviembre 2003	Promedio	Fin de Periodo
Base Monetaria Amplia	913	746
Cuasimonedas	-856	-465
Base Monetaria	1.769	1.211
Circulación Monetaria	538	1.009
En poder del Público	481	876
En Entidades Financieras	58	133
Cuenta Corriente en el BCRA	1.230	202
Factores de Variación de la Base Monetaria Amplia		
Sector Financiero	-98	-109
Sector Público	-140	-173
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	1.294	0
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	61	-71
Crédito Externo	-1.495	-102
Sector Externo Privado	1.718	1.467
Titulos BCRA	-512	-354
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	-56	-38
Otros	-1	-48

Gráfico 2.3



2. Programa Monetario

Durante el mes de noviembre, la Base Monetaria Amplia (BMA) aumentó en promedio \$913 millones (2%). Esta expansión puede desagregarse en un aumento de la circulación monetaria de \$538 millones, una disminución del saldo de cuasimonedas de \$856 millones y un incremento de las cuentas corrientes en pesos de las entidades financieras en el BCRA de \$1.230 millones. En términos desestacionalizados, la BMA cayó levemente (1%).

A fin de noviembre, la BMA excedió la banda superior prevista en el Programa Monetario para el año en curso, que fuera revisado en junio. Sin embargo, este comportamiento se explica por la metodología de medición de la banda y la estacionalidad de la demanda de dinero. Dado que la meta se mide como un stock a fin de cada mes y diciembre tiene una alta estacionalidad en relación a noviembre, la evolución de la base en los últimos días sólo refleja este cambio de tendencia de corto plazo. Como habíamos mencionado en el Informe Monetario Mensual anterior, recién a partir de octubre la BMA comenzó a acercarse al límite superior establecido para esta variable. Este comportamiento está de acuerdo con el sostenido crecimiento de la actividad económica en el transcurso del año y con la trayectoria descendente de la tasa de inflación. Como puede observarse en el Gráfico 2.2, la tasa de inflación interanual a noviembre es 3,6%; con lo cual, se estima que la variación de precios anual estará por debajo de la banda establecida en el Programa Monetario (5-15%).

El BCRA continuó con la política de abastecer la demanda de liquidez a través del sector externo. En ese sentido, el único factor con efecto expansivo sobre la BMA fue la compra neta de divisas al sector privado, que en promedio totalizó \$1.718 millones. Entre los factores que implicaron una contracción de la BMA, el que tuvo mayor significancia fue la colocación de LEBAC, mediante la cual se absorbieron \$512 millones, monto 12% superior al correspondiente a octubre y 39% mayor al promedio mensual absorbido durante el año. Es importante mencionar que el aumento en el saldo de estos instrumentos se realizó en un contexto de exceso de demanda, que permitió disminuir especialmente las tasas de interés pagadas para los plazos más largos (ver Sección 4.1).

En lo que respecta a las operaciones del sector público, durante noviembre, conllevaron una contracción monetaria de \$140 millones. Este resultado fue producto de la absorción de fondos para afrontar pagos a organismos internacionales y para aumentar el saldo de su cuenta en el BCRA. Por su parte, las operaciones del BCRA con el sector financiero, implicaron una contracción monetaria de \$98 millones, las cuales son atribuibles al cobro de intereses y amortizaciones de redescuentos. Finalmente, el rescate de cuasimonedas originó una ligera absorción de \$56 millones, debido a que, como se detallará en la Sección 5, durante noviembre se produjo el rescate de bonos provinciales a precios inferiores a la paridad.



3. Metas Monetarias FMI

Tabla 3.1

Metas monetarias: Octubre 2003*	En millones	En promedio		
	Moneda	Al 17-Nov	Meta	Desvio**
Activos Internos Netos	Pesos	56.175	59.147	-2.972
Reservas Internacionales Netas	Dólares	-4.151	-5.118	967
Base Monetaria Amplia (indicativa)	Pesos	44.137	44.305	-168

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

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

La medición de las metas monetarias acordadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para el mes de octubre finalizó el 17 de noviembre¹, arrojando un sobrecumplimiento para todas las variables monitoreadas. Como se observa en la tabla 3.1, los Activos Internos Netos (AIN) se ubicaron \$2.972 millones por debajo del límite superior pautado mientras que las Reservas Internacionales Netas (RIN) se encontraban a esa fecha US\$967 millones por encima del límite inferior previsto². Por su parte, la meta indicativa de BMA también fue satisfactoriamente cumplida, habiéndose ubicado el promedio en \$44.137 millones frente al límite superior fijado de \$44.305 millones.

Tabla 3.2

Metas monetarias: Diciembre 2003*	En millones	En promedio		
	Moneda	Al 16-Dic	Meta	Desvio**
Activos Internos Netos	Pesos	56.964	63.246	-6.282
Reservas Internacionales Netas	Dólares	-3.782	-5.336	1.554
Base Monetaria Amplia (indicativa)	Pesos	45.996	47.770	-1.774

*Medición entre el 16 de diciembre y el 15 de enero.

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

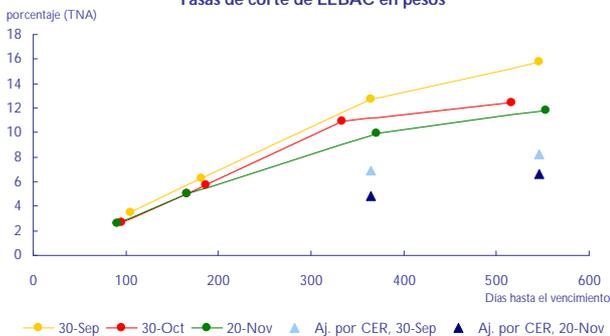
Las próximas metas fueron establecidas al 31 de diciembre. El límite superior de BMA se fijó en \$47.770 millones; en tanto que, teniendo en cuenta los pagos al BID y al BIRF acumulados a partir del 1º de septiembre, las metas originalmente pautadas de AIN y de RIN se ubican actualmente en los niveles consignados en la Tabla 3.2. Considerando los valores observados a la fecha, todas las variables se ubican en niveles que permiten prever que las metas van a cumplirse holgadamente.

4. Tasas de interés

Las tasas de interés volvieron a reflejar en noviembre la cómoda situación de liquidez que mantienen las entidades financieras, así como también las bajas expectativas de inflación. En el mercado de LEBAC en pesos, tanto en el primario como en el secundario, continuaron evidenciándose bajas en las tasas de interés, sobre todo en los plazos más largos. Esta tendencia decreciente se observó también en las tasas de interés pasivas y en las tasas de interés activas, mientras que las tasas de interés del mercado interbancario se mantuvieron estables.

Gráfico 4.1.1

Tasas de corte de LEBAC en pesos



4.1. LEBAC

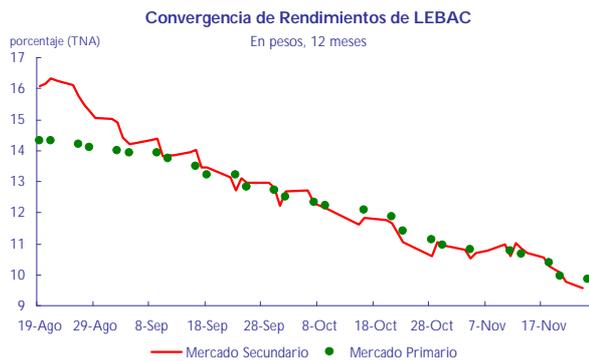
Durante el mes de noviembre continuó evidenciándose un aplanamiento en la curva de rendimientos de LEBAC en pesos. Como puede observarse en el Gráfico 4.1.1, nuevamente disminuyeron en mayor proporción las tasas de interés que ofrecen las LEBAC de mayor duración, lo cual implica en parte una reducción en la inflación esperada en el mediano plazo. Para los plazos de 12 y 18 meses, las tasas de interés disminuyeron en noviembre en 1 pp. y en 0,7 pp. respectivamente. Por otra parte, para los plazos más cortos, los rendimientos permanecieron en los niveles registrados en el mes anterior. Asimismo, puede apreciarse en el Gráfico 4.1.2 que existe una convergencia entre los rendimientos del mercado

¹ Se recuerda que las metas se calculan como el promedio de 21 días hábiles, 10 días anteriores y posteriores al último día hábil del mes bajo meta.

² La meta de AIN fija un techo para su crecimiento mientras que la meta de RIN fija un piso.



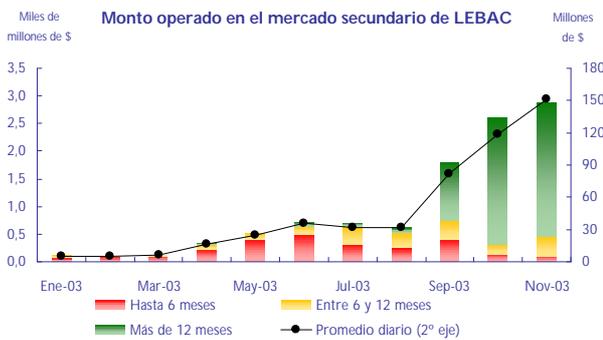
Gráfico 4.1.2



primario y secundario para estos instrumentos. Allí se grafican las tasas resultantes en las licitaciones de LEBAC en pesos de 12 meses de duración, junto a la tasa de interés implícita en las negociaciones de las especies más líquidas de plazo residual similar. Se verifica que a partir de septiembre, cuando el volumen de las transacciones en el mercado secundario de LEBAC comenzó a adquirir mayor importancia, las tasas de interés se alinearon en forma significativa, lo cual refleja la convalidación del mercado respecto a las tasas de interés pactadas en el mercado primario.

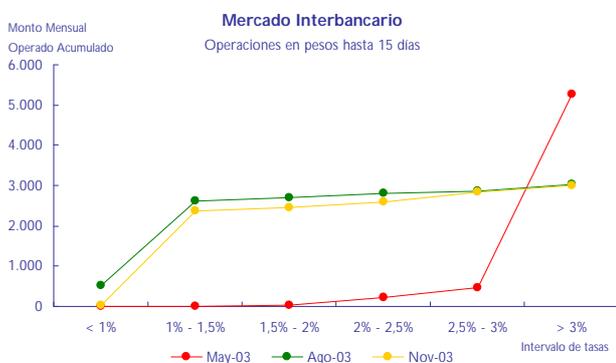
Al 28 de noviembre, la vida promedio de la cartera en circulación de LEBAC en pesos se ubicó en 251 días, un nivel similar al vigente al término de octubre. A la misma fecha, el stock total en circulación de LEBAC en pesos era de VN \$9.614 millones, VN \$466 millones superior al registrado un mes atrás. El 75% de este incremento corresponde a instrumentos ajustables por CER, cuyo stock alcanzó a fines del mes a VN \$1.556 millones. Por su parte, las LEBAC emitidas en dólares alcanzaban a VN US\$ 86 millones.

Gráfico 4.1.3



En lo que respecta al monto operado en el mercado secundario de LEBAC, se observó nuevamente un significativo aumento de acuerdo a la información disponible sobre las transacciones concretadas en el MAE. En tal sentido, el volumen promedio diario para noviembre alcanzó \$151 millones, un nivel equivalente al 130% del monto negociado el mes anterior. Como puede apreciarse en el Gráfico 4.1.3, a partir de septiembre se aceleró el ritmo de crecimiento de estas negociaciones, lo cual coincide con el incremento de la demanda no satisfecha en el mercado primario. Como se señaló en los informes monetarios mensuales anteriores, en este período la distribución por instrumento de la demanda de LEBAC en las licitaciones mostró que se intensificó la preferencia por instrumentos de mayor duración, lo cual tuvo como contrapartida el hecho de que prácticamente la totalidad de las operaciones en el mercado secundario estuviera volcada a LEBAC con plazo residual superior a 12 meses.

Gráfico 4.2.1



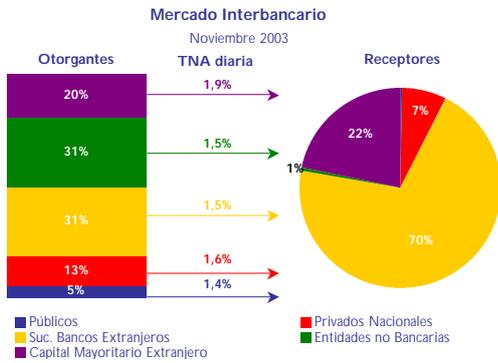
4.2. Mercado Interbancario

Las tasas de interés del mercado de *call* no registraron variaciones respecto al mes anterior ubicándose en 1,6% el promedio mensual de las mismas. Cabe destacar que, como se observa en el gráfico 4.2.1, el 80% de las operaciones realizadas durante noviembre se ubicaron en el intervalo de tasas menores a la media. La volatilidad, medida a través del coeficiente de variación, se mantuvo relativamente estable, pasando de 0,54 en octubre a 0,57 en noviembre. En el mismo gráfico se delimitan los montos negociados tres y seis meses atrás. Se verifica que la distribución por intervalo de tasas de las operaciones pactadas en agosto fue similar a la de las negociadas en noviembre, dado que en ambos meses la tasa promedio se ubicó en niveles similares. Por el contrario, en mayo la distribución era significativamente diferente. En tal sentido, hace seis meses el 91% de las operaciones hasta 15 días en el mercado interbancario fueron realizadas a tasas de interés mayores al 3%.

Respecto al promedio de los montos diarios operados, se observa una leve disminución en relación a octubre (\$13 millones), alcanzando en noviembre \$165 millones. Si se considera el efecto

monetario promedio de las operaciones diarias teniendo en cuenta sus días de incidencia³, se observó una disminución del 12% en el mes bajo análisis.

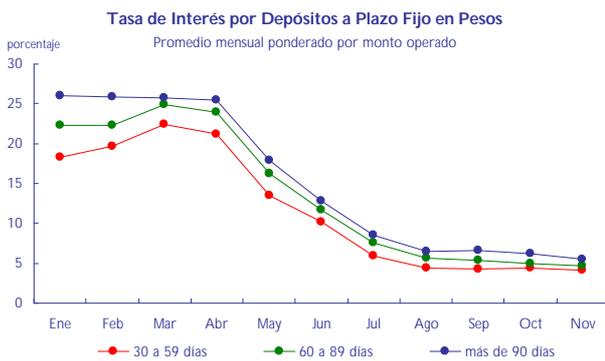
Gráfico 4.2.2



En este mercado participan alrededor de la mitad de las entidades del sistema, de las cuales, cerca de la tercera parte interviene como otorgante y receptora de fondos a lo largo del mes. Por el lado de los otorgantes se observa una diversificación importante, siendo las sucursales de bancos extranjeros y las entidades no bancarias los principales participantes (en conjunto abarcan el 62% de los fondos otorgados). En cambio, las entidades receptoras de fondos se hallan más concentradas, siendo las sucursales de bancos extranjeros las de mayor participación relativa (70%). En este grupo están incluidos los principales bancos mayoristas, cuya participación en este mercado es tradicionalmente elevada. (Ver Gráfico 4.2.2). En general, los receptores son entidades que prefieren mantenerse sin excesos de liquidez y ajustan su posición de caja obteniendo fondeo a bajo costo a través de este mercado.

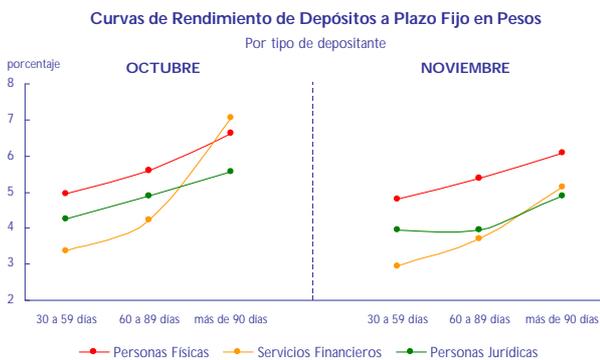
4.3. Tasas de Interés Pasivas

Gráfico 4.3.1



El exceso de fondos líquidos por parte de las entidades financieras se reflejó nuevamente en las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo en pesos, que continuaron evidenciando una tendencia decreciente. Si bien la mayor parte de la baja de dichas tasas se produjo entre marzo y julio de este año, en los últimos meses continuaron registrándose variaciones negativas, aunque a un ritmo mucho menor. Como se observa en el Gráfico 4.3.1, las tasas de interés que más disminuyeron en noviembre fueron las correspondientes a depósitos a más de 90 días, las cuales mostraron una baja de 0,7 pp., ubicándose en 5,5%. Por su parte, las tasas de interés por depósitos entre 30 y 59 días y entre 60 y 89 días se redujeron 0,3 pp., alcanzando niveles del 4,1% y 4,7% respectivamente.

Gráfico 4.3.2



Al analizar los distintos tramos por tipo de depositante, se observa que si bien prevalece la tendencia decreciente de las tasas de interés, estas presentan niveles diferentes. En todos los tramos, las personas físicas resultaron las beneficiarias de las tasas más altas. En el caso de los depósitos entre 30 y 59 días, que representaron el 86% del monto operado en noviembre, las tasas de interés fueron desde 2,9% para las prestadoras de servicios financieros hasta 4,8% para las personas físicas. En tanto que en el segmento de depósitos de plazos entre 60 y 89 días, la dispersión entre las tasas de interés según el tipo de depositante fue menor, ubicándose en el rango de 3,7% a 5,4%. Por último, en el tramo de depósitos a más de 90 días, que constituye el de menor volumen operado (6% del total negociado), las tasas de interés variaron de 4,9% (personas jurídicas) a 6,1% (personas físicas). En este segmento, cabe señalar la importante reducción verificada por las tasas de interés para las prestadoras de servicios financieros que alcanzó casi 2 pp., pasando de 7,1% en octubre a 5,1% en noviembre. Hasta el mes pasado, estas empresas eran las beneficiarias de las mayores tasas de interés en este tramo de plazo.

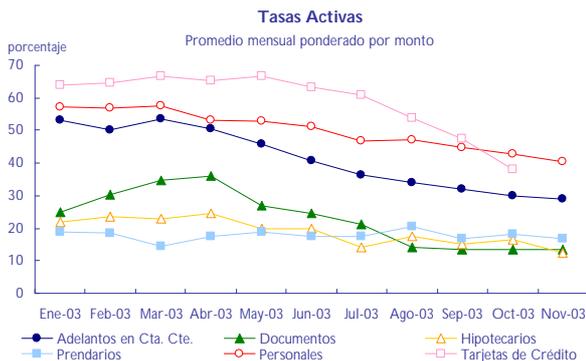
³ Es decir, considerando el promedio de las operaciones diarias teniendo en cuenta su plazo y llevándolas todas a un solo día de duración.



A la luz de lo antedicho y observando el Gráfico 4.3.2, se puede concluir que durante noviembre se produjo un aplanamiento de las curvas de rendimiento de los depósitos a plazo para todos los tipos de depositante, registrando en todos los casos niveles de tasa de interés inferiores a los del mes anterior.

4.4. Tasas de Interés Activas

Gráfico 4.4.1



En noviembre las tasas de interés activas convalidaron la tendencia decreciente que las viene caracterizando desde hace varios meses. Las tasas de interés de los adelantos y los préstamos personales, así como las de los documentos son las que registraron la mayor caída acumulada desde principios de año, mientras que las tasas de interés de los préstamos hipotecarios y prendarios verificaron descensos más suaves.

En el caso de los adelantos, la tasa de interés mostró una baja de 1pp., ubicándose alrededor del 29%. Desde principios de año, la tasa de interés de este tipo de préstamos acumula una caída de 24pp. Como se mencionó en informes monetarios mensuales anteriores, existe una importante segmentación en este mercado. El 71% de los montos operados en noviembre correspondió a grandes empresas, cuya tasa se ubicó en 17%, nivel similar al del mes anterior. Las personas físicas, por su parte, operaron el 24% del total, con una tasa cercana al 60%, algo más alta que la registrada en octubre. En tanto que las PyMEs, habiendo representado el 5% del mercado, operaron a una tasa del 53%⁴. Finalmente, la tasa negociada por las prestadoras de servicios financieros (AFJP, FCI, etc.), cuya participación en el mercado es casi nula, se mantuvo alrededor del 41%, al igual que en octubre.

La otra línea de préstamos cuya tasa de interés evidenció una importante caída desde principios de año es la de los personales. La tasa de interés pasó de 57% en enero a 40% en noviembre, mes en el que registró una baja de 3pp.

Los documentos también registraron una significativa reducción de la tasa de interés desde enero, acumulando una baja de 11,5pp. Sin embargo, en los últimos meses la tasa de interés de este tipo de préstamos se mantuvo relativamente estable, habiendo registrado una pequeña disminución en noviembre de 0,5pp., para ubicarse en 13,5%.

Por otro lado, la tasa de interés de los préstamos prendarios viene registrando una trayectoria oscilante con tendencia a la baja. Si bien el mes pasado dicha tasa había aumentado levemente, en noviembre volvió a descender 1,3pp., para ubicarse en el nivel de septiembre del 17%. Cabe señalar que el volumen negociado en este mercado es muy pequeño, por lo que la tasa de interés observada se ve influenciada por entidades particulares, cuya participación no es constante.

⁴ En ocasiones los préstamos a PyMEs se instrumentan como préstamos a sus titulares, por lo cual la distinción entre adelantos a personas físicas y a PyMEs no es muy clara.



Finalmente, la tasa de interés de los préstamos hipotecarios, segmento en el cual se registraron muy pocas operaciones, evidenció una baja de 4pp., ubicándose en 12,4%. En lo que va del año, esta tasa acumula una reducción de 9,4 pp.

5. Medios de Pago, Depósitos y Liquidez

5.1. Medios de Pago

Gráfico 5.1.1

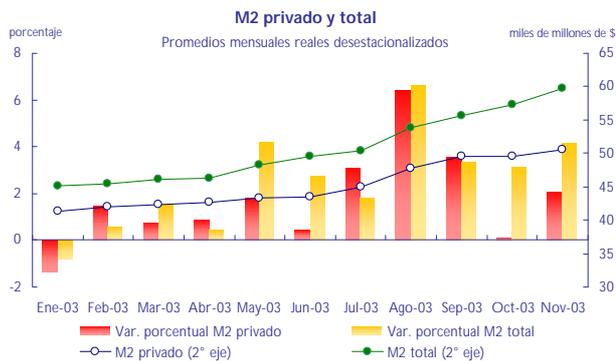


Tabla 5.1.1

Flujos promedio nominales, en millones de pesos. NOVIEMBRE 2003	Mensual	Interanual
Depósitos Totales en Pesos	2.029	13.694
Depósitos Privados	866	5.851
Cuenta Corriente	871	3.399
Caja de Ahorros	501	3.776
Plazo Fijo	-287	15.167
Otros Depósitos	170	1.238
Canjeados por BODEN (contabilizado)	-21	-2.041
CEDRO incluyendo CER	-367	-15.689
Depósitos del Sector Público	1.062	7.620
Depósitos Totales en Dólares	65	966

Nota: Cifras provisionarias, sujetas a revisión.

El promedio mensual de los medios de pago totales en pesos, (M2 total) durante noviembre creció en alrededor de \$2.200 millones (4%) en términos nominales. Por su parte, los medios de pago en pesos del sector privado (M2 privado) aumentaron aproximadamente \$1.000 millones (2%). Esta variación corresponde prácticamente en su totalidad al aumento de los depósitos a la vista del sector privado, dado que el circulante amplio no mostró cambios significativos respecto al promedio mensual de octubre. Por otro lado, si se considera el agregado en términos reales desestacionalizados, puede observarse que el aumento mensual fue de similar magnitud, dada la inflación casi nula en el período, y teniendo en cuenta que la estacionalidad de noviembre es similar a la del mes anterior (ver Gráfico 5.1.1).

Cabe destacar que la variación en promedio de los depósitos a la vista del sector privado antes señalada está fuertemente influenciada por el aumento que tuvo lugar en los últimos días del mes de octubre. Sin embargo, si se considera la variación del saldo registrado el último día de noviembre respecto al término de octubre, el aumento de este tipo de depósitos, también mostró un valor positivo, aunque de menor magnitud (\$550 millones aproximadamente). Alrededor del 70% de este incremento correspondió al aumento de las colocaciones en cuenta corriente en pesos.

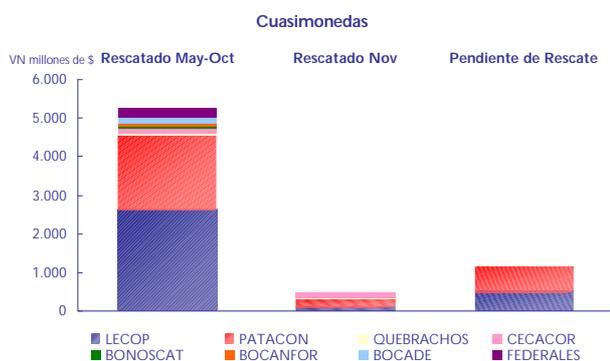
Por su parte, el circulante en poder del público aumentó en términos desestacionalizados aproximadamente un 2%, dada la estacionalidad negativa que presenta noviembre. Como habíamos anticipado en el Informe Monetario Mensual anterior, su evolución está vez menos influenciada por el rescate de cuasimonedas. Ello, teniendo en cuenta que una mayor proporción de su saldo remante se encuentra en manos de empresas, con lo cual cabe esperar que la contrapartida de su rescate sea el aumento de los depósitos a la vista.

5.2. Rescate de Cuasimonedas

En el marco del Programa de Unificación Monetaria durante el mes de noviembre se rescataron VN \$471 millones, que implicaron una emisión de \$ 433 millones. Del total rescatado, el 38% correspondió a PATACONES (VN \$179 millones), el 27% a



Gráfico 5.2.1



CECACOR (VN \$126 millones), el 26% a LECOP (VN \$120 millones) y el resto a QUEBRACHOS (VN \$46 millones). Desde el inicio del Programa, ya se rescató el 85% de las cuasimonedas en circulación adheridas al mismo.

En el mes bajo análisis, el ritmo de rescate disminuyó considerablemente. Esto se debió principalmente a la finalización del primer tramo del rescate de LECOP, que comprendió aproximadamente VN \$2.800 millones y a la demora en el comienzo del segundo tramo del rescate de dichas cuasimonedas. El primer tramo comprendió las emisiones realizadas por la Nación a cuenta propia, mientras que el segundo tramo corresponde a las emisiones de la Nación por cuenta y orden de las provincias. Para consumir el rescate de este último tramo es necesario que las provincias encomienden a la Nación las cuasimonedas restantes, en el marco regulatorio que establezca el Ministerio de Economía. Es de esperar que dicho proceso se produzca próximamente, dando lugar al rescate de las LECOP que aún quedan en circulación.

A su vez, también disminuyó el ritmo de rescate de PATACONES. Si bien a fines de noviembre aún quedaban aproximadamente VN \$630 millones pendientes de rescate, se supone que la totalidad se rescatará sin inconvenientes durante el último mes del año, fecha límite para dicho proceso.

Por otra parte, durante noviembre finalizaron los rescates de QUEBRACHOS y CECACOR. En el caso de los primeros, sólo quedaron sin rescatar VN \$0,9 millones, que serán canjeados por títulos escriturales sin poder cancelatorio a emitir por la provincia del Chaco. En el caso de los CECACOR, también quedaron alrededor de VN \$0,9 millones sin rescatar, que representan menos del 0,5% del total adherido al programa. Estos bonos también serán canjeados por títulos escriturales que emitirá la provincia de Corrientes.

Finalmente, fuera del Programa de Unificación Monetaria, la provincia de Mendoza continuó en noviembre con el rescate de PETROM con recursos propios. Entretanto, el gobierno de la provincia de La Rioja firmó un convenio con la Nación, que luego fue ratificado por la legislatura provincial, por medio del cual la Nación se comprometió a girarle los fondos estipulados en el Programa de Financiamiento Ordenado, aprobado a principios de año, a fin de que la provincia los use exclusivamente para el rescate de cuasimonedas. Cabe señalar que de la emisión autorizada de bonos serie A y B, informalmente denominados bonos "Evita", la provincia emitió menos del 70% (VN \$35 millones). Actualmente hay alrededor de VN \$25 millones en circulación, de los cuales el 60% está en poder del sector privado. Si bien estos bonos caducan el 31 de diciembre, el gobierno provincial aún no explicitó cómo se implementará el rescate de los mismos.

5.3. Depósitos a Plazo

Las colocaciones a plazo fijo en pesos del sector privado registraron en noviembre una reducción de alrededor de \$290 millones en promedio. Al considerar el total de depósitos a plazo,



incluyendo los CEDRO ajustados por CER, la disminución ronda los \$660 millones.

Gráfico 5.3.1



En el Gráfico 5.3.1, se observa la evolución de los depósitos a plazo fijo del sector privado en la segunda parte del año por estrato de monto. Como se mencionó en los informes monetarios mensuales anteriores, entre julio y septiembre, las colocaciones de menos de 1 millón de pesos disminuyeron abruptamente influenciadas por los vencimientos de los plazos fijos concertados en el marco del levantamiento de las restricciones financieras. Luego de que su comportamiento se estabilizara en octubre, este tipo de depósitos volvió a caer en noviembre. Es de esperar que en diciembre, estas colocaciones continúen disminuyendo debido a motivos estacionales relacionados con la mayor demanda de liquidez por parte del público. Por su parte, los depósitos mayores a 1 millón de pesos mantienen una tendencia creciente desde junio.

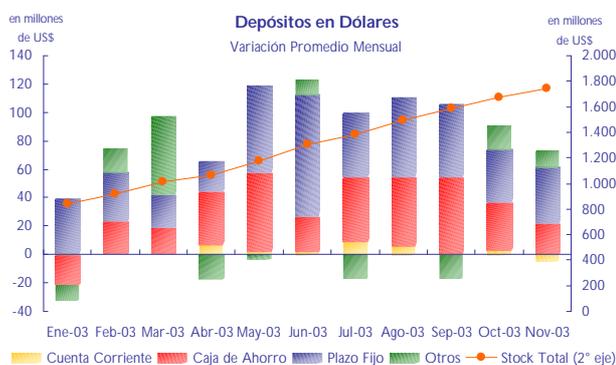
Gráfico 5.3.2



Un hecho que caracterizó el comportamiento de los depósitos a plazo en el mes bajo análisis fue la entrada en vigencia de la comunicación A 4032, a través de la cual el BCRA incrementó de 7 a 30 días el plazo mínimo de captación de los depósitos a plazo, lo cual influyó notablemente en la composición del stock de depósitos a plazo fijo del sector privado. Del total de las colocaciones privadas hasta 29 días que existían a fines de octubre (aproximadamente \$ 2.600 millones), alrededor del 70% se trasladó a depósitos a plazo entre 30 y 59 días durante noviembre; en tanto que el resto del aumento verificado por este tramo de depósitos correspondió al ingreso de nuevos fondos. Esto derivó en el aumento del plazo promedio de captación de 39 a 41 días, el cual alcanzó un nuevo máximo desde fines de 2001 (ver Gráfico 5.3.2).

Si se analiza el volumen negociado respecto a los distintos tipos de depositantes, excluyendo del análisis las operaciones a menos de 30 días para octubre, se observa que las prestadoras de servicios financieros (AFJP, FCI, etc) fueron las que más disminuyeron su participación, registrando una baja cercana al 25%. Esta baja es consistente con la evolución del patrimonio neto de los FCI de *money market*, el cual no varió en noviembre en relación a octubre, quebrando la tendencia alcista que venía evidenciando desde mediados de año.

Gráfico 5.4.1



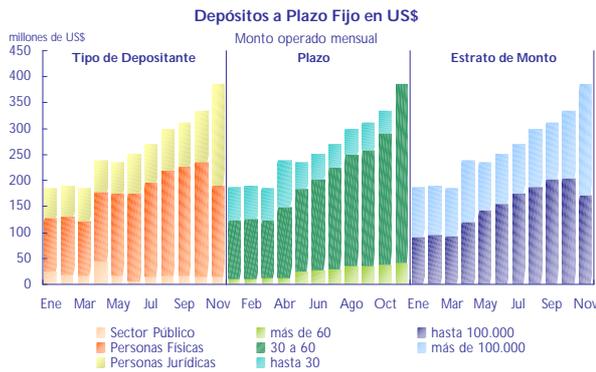
5.4. Depósitos en dólares

Continuando con la tendencia creciente evidenciada desde comienzos del 2003, los depósitos en dólares se incrementaron nuevamente durante el mes de noviembre. Al respecto, la suba totalizó este mes US\$68 millones básicamente explicada por el incremento en depósitos a plazo y en cajas de ahorro (US\$40 y US\$22 millones respectivamente). De esta manera, el stock de depósitos en dólares asciende al 30 de noviembre a aproximadamente US\$1.750 millones (ver Gráfico 5.4.1).

Cabe mencionar que a partir de este mes entró en vigencia la imposibilidad de constituir depósitos a un plazo menor a 30 días. En el segmento en dólares estas colocaciones totalizaban alrededor de US\$80 millones que habrían sido renovadas este mes a un plazo de entre 30 y 59 días.



Gráfico 5.4.2



En el Gráfico 5.4.2 se puede observar que el mercado de depósitos en dólares evidenció en noviembre una menor participación de las personas físicas y de las colocaciones de hasta US\$100.000 (las cuales esencialmente caracterizaron hasta octubre las operaciones de depósitos a plazo de hasta 29 días) en tanto se registró un incremento en la participación de las personas jurídicas y las operaciones de más de un millón de dólares. Específicamente, las personas físicas participaron en un 45% de las operaciones a plazo (66% en octubre) en tanto las personas jurídicas lo hicieron en un 51% (29% en octubre). Respecto a los estratos de monto, las operaciones de hasta US\$100.000 constituyeron un 44% (62% en octubre) del monto total operado en tanto se registró una suba en el segmento de operaciones a más de un millón que representó un 40% del total operado (16% en octubre), Asimismo, el incremento evidenciado en las operaciones concertadas en el tramo de 30 a 60 días derivó en que casi el 90% del total de operaciones de este mes se concertó en dicho tramo (76% en octubre) lo cual generó un incremento del plazo promedio de captación de depósitos que pasó de 35 a 41 días.

Gráfico 5.5.1

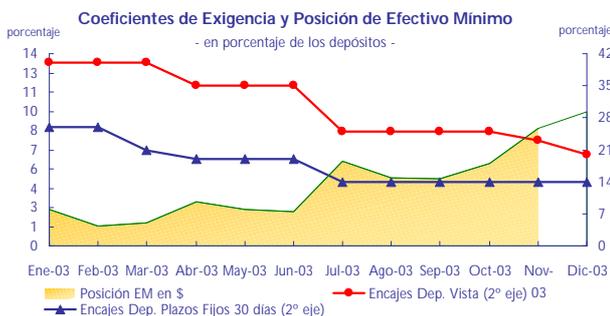


* El ratio de Liquidez se define como Efectivo en bancos + Cuentas Corrientes en el BCRA sobre los depósitos totales. Incluye pesos y dólares valuados a tipo de cambio promedio del mes.

5.5. Liquidez bancaria

En línea con lo sucedido en meses anteriores, la liquidez bancaria se mantuvo en niveles considerablemente elevados también durante el mes de noviembre. Al respecto, tal como lo indica el ratio de liquidez⁵ las entidades mantuvieron en efectivo y en sus cuentas corrientes en el BCRA alrededor de un 28% de los depósitos totales existentes en el sistema (ver Gráfico 5.5.1). Concretamente, las reservas bancarias totales aumentaron en promedio aproximadamente \$1.500 millones en virtud del incremento de \$1.300 millones en las cuentas corrientes en el BCRA y de \$200 millones en efectivo.

Gráfico 5.5.2



* Hasta el mes de octubre se computan las exigencias de efectivo mínimo y de aplicación de recursos. Las cifras de noviembre y diciembre son estimadas.

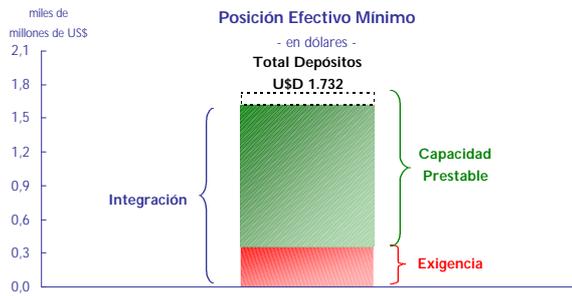
Si se analiza la posición de efectivo mínimo en el segmento de depósitos en pesos se observa que la integración efectuada por las entidades financieras en el mes de noviembre superó en más de 8 pp los requerimientos legalmente exigidos por el BCRA. Cabe mencionar que a partir del mes de noviembre el BCRA redujo los coeficientes que exige mantener a las entidades financieras como efectivo mínimo sobre sus obligaciones a la vista en pesos (de 25 a 23%). Asimismo, como se explica posteriormente en la sección 9, a partir de diciembre se hará efectiva una nueva baja de exigencia sobre dichos depósitos, esta vez del 23 al 20%⁶. Como se muestra en el Gráfico 5.5.2, en tanto los requerimientos de liquidez exigidos por el BCRA se redujeron hacia final del año a prácticamente la mitad de los existentes a principios del 2003, el exceso de liquidez mantenido por las entidades financieras sobre dicha exigencia fue en paulatino aumento y llegó a casi triplicarse hacia finales del año.

⁵ Incluye pesos y dólares valuados al tipo de cambio promedio del mes.

⁶ La baja en la exigencia sobre las obligaciones a la vista de un 25% a un 23% fue efectiva sólo para las obligaciones a la vista en pesos en función de que la eliminación del régimen de aplicación mínima de recursos implicó una suba de encajes para todos los tipos de obligaciones en el segmento en dólares. Por otra parte, la baja a efectivizarse a partir del 1-12-03 alcanza tanto a las obligaciones en pesos como en dólares. Ver Sección "Cambios Normativos".



Gráfico 5.5.3

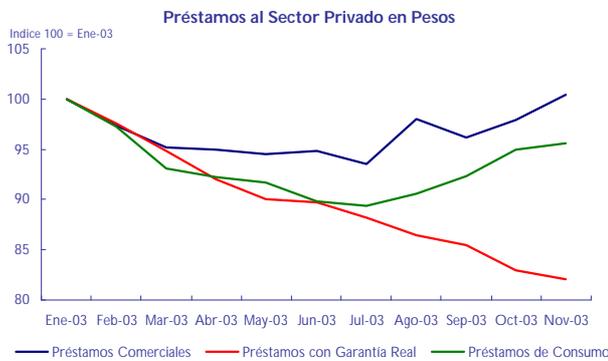


* Datos estimados. La exigencia no computa el incremento de la misma equivalente al defecto de aplicación de la capacidad en de préstamo en moneda extranjera.

Por otra parte, la posición de efectivo mínimo en dólares continuó mostrando una amplia sobreintegración respecto a los requerimientos legales aún a pesar del incremento de los mismos que resultara de la eliminación del régimen de Aplicación Mínima de Recursos. Al respecto, como se muestra en el Gráfico 5.5.3, los bancos destinan prácticamente la totalidad de su capacidad de préstamo en moneda extranjera a la integración de efectivo mínimo en tanto continúan aún en un bajo nivel las aplicaciones a otros de los destinos autorizados por el BCRA⁷.

Por último, si se consolida la abundante liquidez existente en ambos segmentos, la posición de efectivo mínimo conjunta resulta en aproximadamente 12pp. excedentes por sobre los requerimientos legales del BCRA (un total de aproximadamente \$10.500 millones).

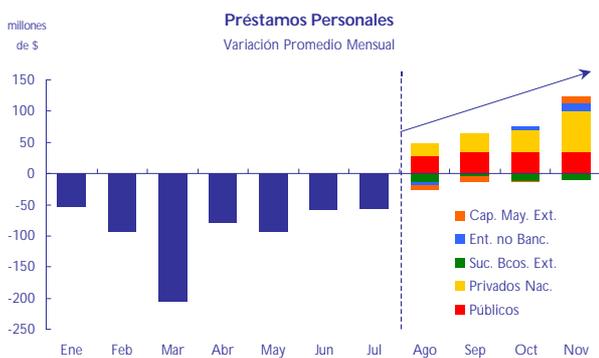
Gráfico 6.1



6. Préstamos

Durante el mes de noviembre, el stock promedio de préstamos al sector privado no varió respecto al mes anterior. Si bien continuaron observándose caídas en las líneas hipotecarias y prendarias, estas fueron compensadas por los incrementos verificados en los adelantos, documentos y créditos personales. No obstante, si se comparan las cifras entre fines de mes, se aprecia un aumento de alrededor de \$140 millones del stock total, que resultó del incremento de las líneas comerciales y de consumo, tal como puede observarse en el Gráfico 6.1.

Gráfico 6.2



En el mes bajo análisis, la línea crediticia que mejor se desempeñó fue la correspondiente a los préstamos personales. Estos aumentaron alrededor de \$120 millones en promedio. Los bancos privados nacionales fueron los que impulsaron esta suba, seguidos por los bancos públicos, las entidades no bancarias y los bancos de capital mayoritariamente extranjero, como puede observarse en el Gráfico 6.2. La tendencia creciente de este tipo de préstamos comenzó en agosto, coincidiendo con el lanzamiento de nuevos productos por parte de las entidades financieras. La sostenida baja de las tasas de interés también contribuyó al mayor otorgamiento de créditos personales.

El dinamismo observado en los meses anteriores en los adelantos en cuenta corriente también pudo constatarse durante noviembre. Estos préstamos aumentaron \$60 millones en promedio respecto al mes anterior. Si se considera la variación entre fines de mes, el incremento es aún mayor, alcanzando los \$100 millones. Los principales responsables de esta suba continúan siendo los bancos

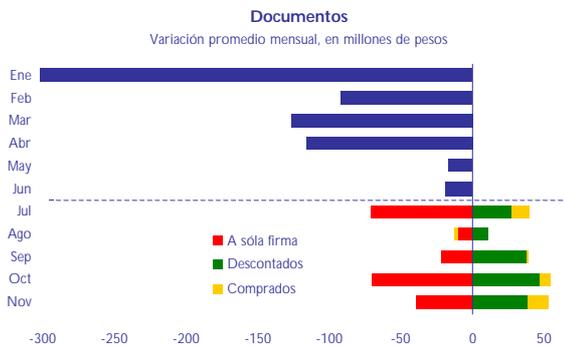
⁷ El BCRA amplió recientemente los destinos autorizados a la aplicación de la capacidad de préstamo resultante de las obligaciones en moneda extranjera. Actualmente son destinos autorizados la financiación de exportaciones, los préstamos interfinancieros, las Letras del BCRA, los fideicomisos financieros cuyos activos subyacentes sean préstamos destinados al financiamiento de exportaciones y préstamos a productores de bienes finales o intermedios que cuenten con avales de los exportadores.

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 "legalmente" acreditan las entidades financieras es menor al mencionado en esta sección en la cual se computa solamente la exigencia correspondiente a la aplicación de los coeficientes de encajes legales sobre las obligaciones en moneda extranjera, sin considerar el incremento de la misma equivalente al defecto de aplicación de recursos.



privados nacionales, acompañados por las sucursales de bancos extranjeros y los bancos públicos.

Gráfico 6.3



Los préstamos instrumentados mediante la recepción de documentos también presentaron un incremento mensual de su stock, que en promedio llegó a \$15 millones aproximadamente. Como se mencionó en informes monetarios mensuales anteriores, dentro de este tipo de préstamos pueden distinguirse tres rubros que difieren en su comportamiento, como se observa en el Gráfico 6.3. Por un lado, se hallan los documentos descontados, los cuales registraron una suba promedio de alrededor de \$40 millones, consolidando la tendencia creciente que viene registrando desde mediados de año. Por otro lado, se encuentran los documentos comprados, que en noviembre verificaron un aumento de \$15 millones en promedio. Por último, se distinguen los documentos a sólo firma, los cuales siguieron disminuyendo durante noviembre, aunque a un ritmo menor al del mes anterior, registrando una caída promedio de \$40 millones.

Por su parte, las líneas con garantías hipotecarias y prendarias continuaron disminuyendo durante noviembre, aunque se observa una desaceleración del ritmo de cancelaciones. En promedio, los préstamos hipotecarios se redujeron \$160 millones en el mes bajo análisis, mientras que la caída de los prendarios fue de casi \$20 millones. En el caso de los créditos hipotecarios, cabe señalar que en los últimos meses se observó un leve aumento del monto operado, aunque resulta poco significativo cuando se lo compara con el monto resultante de la cancelación de cuotas.

Finalmente, en lo que respecta a las financiaciones con tarjeta de crédito, durante noviembre se observó un descenso promedio del stock cercano a los \$10 millones.

Un párrafo aparte merecen las financiaciones en dólares, las cuales en noviembre registraron un aumento por segundo mes consecutivo. Dicha suba totalizó US\$30 millones en promedio, de los cuales el 90% correspondió a documentos a sólo firma relacionados con operaciones de comercio exterior.

7. Mercados de Activos Financieros

7.1. Mercado Cambiario⁸

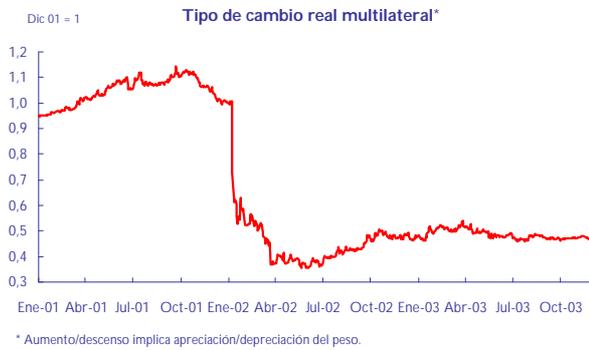
Si bien el resultado del balance cambiario para el mes de noviembre alcanzó un superávit similar al del mes anterior, su origen fue completamente diferente. En noviembre, por el lado de la oferta en el Mercado Único y Libre de Cambios, se observó principalmente una disminución en el monto de cobros por liquidación por exportaciones de bienes; en tanto que por el lado de la demanda, se registraron menores valores para la formación de activos externos, los pagos de deuda y otras transferencias corrientes. La combinación de estos factores arrojó un superávit cambiario de aproximadamente US\$580 millones⁹.

⁸ El análisis de esta sección se basa en variaciones mensuales "en punta"

⁹ Para mayor detalle, ver *Informe de la evolución del mercado cambiario*. Período Noviembre 2003.



Gráfico 7.1.1



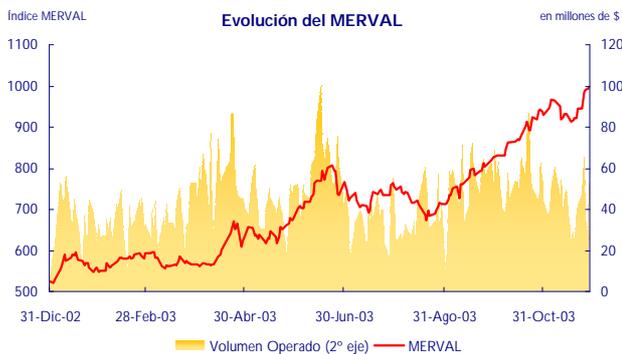
Las compras de divisas del BCRA al sector privado fueron la contrapartida del superávit cambiario mencionado, las cuales totalizaron en noviembre los US\$511 millones. Dado que en términos netos las operaciones que implicaron movimientos de reservas del sector público fueron relativamente pequeñas, las reservas internacionales aumentaron en el mes en US\$581 millones, ubicándose su saldo al último día de noviembre en US\$13.483 millones.

El peso se depreció en términos nominales respecto a las tres monedas de sus principales socios comerciales, Brasil, Estados Unidos y Europa. Respecto al euro sufrió la mayor pérdida de valor, habiéndose depreciado un 8% en tanto que, respecto al dólar y al real la depreciación fue del 5% y 2% respectivamente. Dado que en la economía doméstica y en los países considerados continúa verificándose un escenario de estabilidad de precios, el tipo de cambio real multilateral cayó 4% en el mes, acumulando en lo que va del año una ganancia de competitividad del 5%.

7.2. Mercado de Capitales

7.2.1. Acciones

Gráfico 7.2.1.1



El rendimiento de las acciones que se negocian en el mercado interno resultó significativamente menor al que tuvo lugar el mes anterior. En el transcurso de noviembre, midiendo su evolución a través del Índice Merval, la tenencia de acciones arrojó una ganancia del 7% en pesos; acumulando en el año una apreciación nominal del 90%. Este resultado estuvo influenciado principalmente por la toma de ganancias que se produjo en la primera parte del mes y la presentación de los balances de las empresas que cotizan en la BCBA. Por otra parte, expresado en dólares, el rendimiento mensual fue del 3% debido a la depreciación nominal del peso frente al dólar estadounidense durante el período.

Tabla 7.2.1.1

Resultado ordinario neto de las empresas que componen el Merval
en millones de pesos

Empresa	Acumulado 9 meses 2003	Acumulado 9 meses 2002
TELECOM	779	-4137
TRASNP. GAS DEL SUR	244	-587
BBVA BANCO FRANCÉS	-196	-984
MOLINOS	9	-106
COMERCIAL DEL PLATA	-726	-211
SIDERAR	284	10
RENAULT	-106	-368
SOLVAY INDUPA	9	259
TENARIS	574	122
GRUPO GALICIA	-195	-1079
BANCO BANSUD	29	150
PETROBRAS	524	-1482
ACINDAR	442	-477

En la tabla 7.2.1.1 se consignan los resultados presentados por las empresas que componen el índice Merval correspondiente a los primeros nueve meses del año. Si se los compara con aquellos del mismo período del año anterior, se verifica que la mayoría de ellas han presentado mejoras en términos de su resultado ordinario. La revalorización del peso en entre fines de 2002 y el 30 de septiembre de 2003 tuvo un papel fundamental en la reversión de estos resultados, teniendo en cuenta que la mayoría de las empresas locales tienen endeudamiento neto en dólares. Es factible que el origen de este resultado no haya convencido a quienes operan con estos títulos, dado que la primer reacción frente a su anuncio fue la contracción de las cotizaciones de la mayoría de las acciones de las empresas en cuestión.

En lo que respecta al volumen operado, cabe destacar que el promedio diario disminuyó respecto a los niveles alcanzados en los dos meses anteriores y se ubicó en \$43 millones. Los títulos con mayor volumen de operaciones fueron el Grupo Galicia, Acindar y Petrobras, que acumularon un monto total mensual de \$132 millones, \$121 millones y \$73 millones respectivamente; lo que agregado equivale al 40% del monto total negociado de las acciones



incluidas en el índice Merval. Cabe destacar que dentro del índice referido, Acindar fue la que presentó mejor desempeño en términos de rendimiento, habiéndose apreciado un 16%. Por su parte, las acciones del Grupo Galicia fueron influenciadas positivamente por el avance del proceso de reestructuración de su deuda en moneda extranjera sujeta a legislación extranjera.

7.2.2. Bonos Soberanos

Entre los bonos de mayor liquidez del sector público nacional, se destacaron en noviembre por su buen desempeño los bonos denominados en pesos indexados por el CER y no incluidos en el proceso de reestructuración de deuda pública actualmente en curso. En este grupo de bonos emitidos luego de la cesación de pagos, continuó destacándose tanto por su liquidez como por su rendimiento mensual el BODEN 2008, cuya paridad al último día hábil de noviembre era 4% superior a la registrada un mes atrás. Como se observa en el Gráfico 7.3.1, durante el mes, la evolución de este título fue bien diferenciada de la correspondiente al BODEN 2012. En este sentido, cabe destacar que algunos inversores locales, entre los que se incluirían inversores institucionales, habrían rearmado sus carteras de inversión en detrimento de deuda pública en dólares y a favor de títulos ajustables por inflación. En cuanto a los volúmenes operados, de acuerdo a la última información disponible, el volumen promedio diario negociado en el mercado local de BODEN¹⁰ fue 19% superior al de octubre, habiéndose alcanzado un monto promedio de \$212 millones.

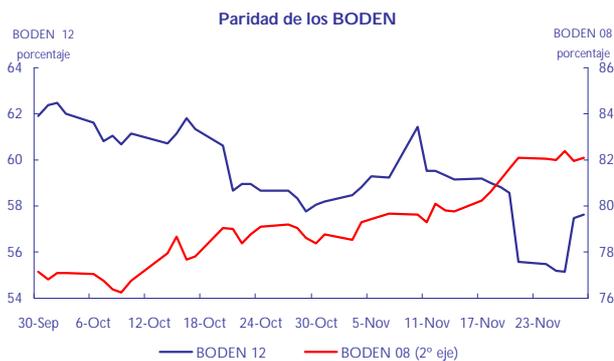
Por otra parte, los bonos de consolidación emitidos en pesos con ajuste de acuerdo al CER, registraron un desempeño aún mejor que el de los BODEN. Se destacaron especialmente el PRO12 y el PRE08, cuyos precios aumentaron 11% y 8% respectivamente respecto al término de octubre.

En cuanto a los bonos actualmente en default, prácticamente la totalidad arrojó pérdidas en sus cotizaciones respecto a fines de octubre. Uno de los que presentó mayor retroceso fue el Global 31, con una disminución en su precio del 10%, por su parte, el FRB perdió alrededor del 5% de su valor.

7.2.3. Bonos Corporativos

Entre las novedades corporativas de noviembre, se destaca que **Metrogas** se sumó al grupo de empresas que iniciaron la solicitud de consentimiento para reestructurar su deuda financiera mediante un Acuerdo Preventivo Extrajudicial (APE). La empresa lanzó el 10 de noviembre la invitación a suscribir el APE a los tenedores de las Obligaciones Negociables (ON) serie A, serie B y serie C y a sus acreedores bancarios, quienes podrán optar entre una opción de compra en efectivo y/o una opción modificatoria. La primera de ellas consiste en la compra en efectivo de US\$0,5 por cada US\$1 del capital de deuda existente denominada en dólares

Gráfico 7.2.2.1



¹⁰ A la fecha, se dispone de datos del MAE solamente.



estadounidenses, de euros 0,5 por cada euro 1 de deuda denominada en euros y \$0,5 por cada \$1 de deuda denominada en pesos. La empresa comprará como máximo US\$100 millones del capital total de la deuda existente o su equivalente en otras monedas. En cuanto a la opción modificatoria, implica aumentar el capital de la deuda existente, sumando intereses capitalizados y modificando la fecha de vencimiento final, la tasa de interés y otros términos y condiciones relevantes de la deuda existente.

Por su parte, el **Banco Hipotecario** continúa con el proceso de reestructuración de su deuda y a fin de noviembre anunció que ha recibido ofertas de canje por un porcentaje superior al 90% del monto de capital total de títulos existentes, requerido para dar efecto al canje ofrecido. El banco prorrogó hasta el 18 de diciembre la fecha de vencimiento para presentar ofertas a fin de contar con tiempo suficiente para ultimar los contratos de reestructuración definitivos referentes a la totalidad de la deuda pendiente del banco con sus acreedores bancarios; teniendo en cuenta que el banco concretará las ofertas y la reestructuración de su deuda bancaria en forma simultánea.

En un mercado primario caracterizado por escasa actividad, el **Banco Francés** resolvió emitir la décima quinta clase de obligaciones negociables por valor nominal de US\$121 millones, con vencimiento el 31 de octubre de 2007, en el marco del programa global de emisión de ON por un monto de VN US\$1.000 millones.

8. Cambios Normativos con Impacto en el Mercado Monetario

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

Al respecto, la **Comunicación "A" 4043** estableció el procedimiento de cálculo a efectos de determinar el importe de los saldos de las cuentas corrientes en moneda extranjera abiertas en el BCRA no alcanzados por la conversión a pesos con motivo de los dispuesto en el artículo 10 del Decreto 214/02.

El citado Decreto 214/02 (de acuerdo con las modificaciones de los Decretos 410/02 y 1267/02), establecía que los saldos al cierre de las operaciones al 1/02/02 de las cuentas de las entidades financieras en dólares estadounidenses u otras monedas extranjeras computables para integrar los requisitos de reserva, excepto las disponibilidades de billetes, fueran convertidos a pesos a razón de \$1,40 por cada dólar estadounidense. Ello incluía los saldos de las cuentas abiertas a tal efecto en el Deutsche Bank de Nueva York, previa transferencia de los fondos a las cuentas que indicara el BCRA.

Asimismo disponía que los importes no sujetos a pesificación surgen en los casos y en la medida en que los saldos de las cuentas abiertas en este BCRA no se encuentren relacionados con las



exigencias de reservas o en función del tratamiento que corresponda a los pasivos computables para determinar esas exigencias.

En la comunicación se define la metodología para determinar el importe susceptible de reintegro -lSr- por parte del BCRA (si el resultado tiene signo positivo), o aquel a reintegrar por las entidades financieras (si el resultado tiene signo negativo), que origina una deuda en pesos equivalente a la diferencia entre la cotización del dólar libre al 1/02/02 y el tipo de cambio aplicado a la pesificación. Asimismo, a dicho importe se le adicionan intereses desde el 4/02/02 hasta su efectivo pago, calculados a la tasa utilizada para remunerar los saldos de las cuentas corrientes de las entidades financieras abiertas en el BCRA en pesos.

De acuerdo con las estimaciones realizadas, el impacto de la medida sería de entre \$350 y \$400 millones.

Con el objeto de normalizar la operatoria del sistema financiero y reestablecer la función de intermediación entre el ahorro y la inversión, mediante la **Comunicación "A" 4051**, el BCRA dispuso una nueva baja de encajes a efectivizarse a partir del último mes del año. Específicamente, luego de la eliminación del régimen de aplicación mínima de recursos que derivara en una baja de 2pp. sobre la exigencia en obligaciones a la vista para el mes de noviembre, el BCRA dispuso una baja de 3pp. en los coeficientes de exigencia sobre las obligaciones a la vista, del 23% a 20% (ver Tabla 8.1).

Cabe destacar que dicha medida implica una liberación de recursos que pasarán a incrementar la capacidad prestable de los bancos por aproximadamente \$1.000 millones.

Tabla 8.1

Concepto	Requerimientos de Liquidez			
	Octubre		Noviembre	Diciembre
	Efectivo Mínimo ⁽¹⁾	Aplicación Mínima de Recursos ⁽²⁾	Efectivo Mínimo ⁽¹⁾	Efectivo Mínimo ⁽¹⁾
Dep. Vista	13%	12%	23%	20%
Dep. Plazo				
h. 29 d.	9%	9%	18%	18%
30 a 59 d.	7%	7%	14%	14%
60 a 89 d.	5%	5%	10%	10%
90 a 179 d.	5%	0%	5%	5%
180 a 365 d.	3%	0%	3%	3%
más de 365 d.	0%	0%	0%	0%

⁽¹⁾ Incluye Obligaciones en pesos y en dólares.

⁽²⁾ Incluye Obligaciones en pesos.



9. 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-03	Oct-03	Dic-02	Nov-02	Mensual		Últimos 12 meses	
					Nominal	Real	Nominal	Real
Base Monetaria Amplia	44.574	43.661	35.117	32.755	2,1%	1,8%	36,1%	31,3%
Cuasimonedas ⁽¹⁾	1.076	1.932	7.448	7.358	-44,3%	-44,4%	-85,4%	-85,9%
Base Monetaria	43.498	41.729	27.669	25.397	4,2%	4,0%	71,3%	65,3%
Circulación Monetaria	26.331	25.793	17.766	15.774	2,1%	1,8%	66,9%	61,1%
En poder del Público	23.419	22.938	15.439	13.633	2,1%	1,8%	71,8%	65,8%
En Entidades Financieras	2.912	2.854	2.327	2.141	2,0%	1,8%	36,1%	31,3%
Cuenta Corriente en el BCRA	17.167	15.937	9.904	9.623	7,7%	7,5%	78,4%	72,1%
Reservas Internacionales del BCRA	13.285	13.247	10.265	9.884	0,3%		34,4%	
Depósitos Totales en Pesos⁽²⁾	84.747	82.718	71.478	71.053	2,5%	2,2%	19,3%	15,1%
<u>Depósitos Privados</u>	<u>69.391</u>	<u>68.525</u>	<u>63.784</u>	<u>63.540</u>	<u>1,3%</u>	<u>1,0%</u>	<u>9,2%</u>	<u>5,4%</u>
Cuenta Corriente	14.077	13.206	11.177	10.677	6,6%	6,3%	31,8%	27,2%
Caja de Ahorros	12.098	11.597	8.243	8.322	4,3%	4,1%	45,4%	40,3%
Plazo Fijo	31.093	31.381	16.919	15.926	-0,9%	-1,2%	95,2%	88,4%
Otros Depósitos	4.751	4.581	3.972	3.513	3,7%	3,4%	35,2%	30,5%
Canjeados por BODEN (contabilizado)	1.738	1.759	3.784	3.778	-1,2%	-1,4%	-54,0%	-55,6%
CEDRO incluyendo CER	5.634	6.002	19.689	21.323	-6,1%	-6,4%	-73,6%	-74,5%
<u>Depósitos del Sector Público</u>	<u>14.593</u>	<u>13.531</u>	<u>7.158</u>	<u>6.973</u>	<u>7,9%</u>	<u>7,6%</u>	<u>109,3%</u>	<u>101,9%</u>
Depósitos Totales en Dólares⁽²⁾	1.742	1.677	834	776	3,9%		124,6%	
Préstamos al Sector no Financiero en Pesos⁽²⁾	54.032	54.453	61.923	62.862	-0,8%	-1,0%	-14,0%	-17,1%
<u>Al Sector Privado</u>	<u>26.564</u>	<u>26.578</u>	<u>30.700</u>	<u>31.418</u>	<u>-0,1%</u>	<u>-0,3%</u>	<u>-15,4%</u>	<u>-18,4%</u>
Adelantos	4.176	4.130	4.376	4.403	1,1%	0,9%	-5,1%	-8,5%
Documentos	4.698	4.687	5.392	5.547	0,2%	0,0%	-15,3%	-18,3%
Hipotecarios	9.363	9.525	11.310	11.504	-1,7%	-1,9%	-18,6%	-21,5%
Prendarios	1.300	1.318	2.118	2.186	-1,4%	-1,6%	-40,5%	-42,6%
Personales	2.273	2.157	2.662	2.764	5,4%	5,1%	-17,8%	-20,7%
Tarjetas de Crédito	2.108	2.108	2.047	2.081	0,0%	-0,2%	1,3%	-2,2%
Otros	2.646	2.654	2.794	2.934	-0,3%	-0,5%	-9,8%	-13,0%
<u>Al Sector Público</u>	<u>27.468</u>	<u>27.875</u>	<u>31.223</u>	<u>31.444</u>	<u>-1,5%</u>	<u>-1,7%</u>	<u>-12,6%</u>	<u>-15,7%</u>
Préstamos al Sector no Financiero en Dólares⁽²⁾	1.412	1.380	1.543	1.591	2,3%		-11,2%	
Agregados Monetarios Totales								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. en Pesos y Dólares)	46.087	44.417	36.910	34.401	3,8%	3,5%	34,0%	29,3%
M2 (M1 + Caja de Ahorros en Pesos y Dólares)	61.225	58.997	46.339	43.746	3,8%	3,5%	40,0%	35,0%
M3 (M2 + Depósitos a plazo en Pesos y Dólares + CEDRO con CER)	112.510	110.595	93.490	91.003	1,7%	1,5%	23,6%	19,3%
Agregados Monetarios Privados en Pesos								
M1 (Billetes y Monedas + Cuasimonedas + Cta. Cte. S. Privado)	38.572	38.076	34.063	31.669	1,3%	1,1%	21,8%	17,5%
M2 (M1 + Caja de Ahorros S. Privado)	50.669	49.673	42.307	39.990	2,0%	1,8%	26,7%	22,3%
M3 (M2 + Depósitos a plazo S. Privado + CEDRO con CER S. Privado)	92.148	91.637	82.887	80.753	0,6%	0,3%	14,1%	10,1%

Factores de Variación	Variaciones promedio							
	Mensual		Trimestral		Acumulado 2003		Últimos 12 meses	
	Nominal	Contribución ⁽³⁾	Nominal	Contribución ⁽³⁾	Nominal	Contribución ⁽³⁾	Nominal	Contribución ⁽³⁾
Base Monetaria Amplia	912	2,1%	1.849	4,3%	9.456	26,9%	11.819	36,1%
Sector Financiero	-98	-0,2%	-205	-0,5%	-1.486	-4,2%	-1.302	-4,0%
Sector Público	-140	-0,3%	389	0,9%	242	0,7%	355	1,1%
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	1.294		1.890		8.492		9.498	
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	61		2.158		-873		-864	
Crédito Externo	-1.495		-3.660		-7.377		-8.279	
Sector Externo Privado	1.718	3,9%	2.690	6,3%	14.705	41,9%	16.424	50,1%
Titulos BCRA	-512	-0,1%	-1.120	-0,2%	-4.681	-0,5%	-4.576	-3,4%
Diferencia entre Valor de Rescate y Valor Nominal de Cuasimonedas	-56	-0,1%	-69	-0,2%	-187	-0,5%	-187	-0,5%
Otros	-1	0,0%	164	0,4%	863	2,5%	1.104	3,4%
Reservas Internacionales	38	0,3%	-117	-1,2%	3.020	29,4%	3.401	34,4%
Intervención en el Mercado Cambiario	601	4,5%	960	7,2%	5.049	49,2%	5.541	56,1%
Pago a Organismos Internacionales	-532	-4,0%	-1.163	-8,7%	-2.469	-24,1%	-2.701	-27,3%
Otras operaciones del Sector Público	-1	0,0%	-1	0,0%	-99	-1,0%	-87	-0,9%
Efectivo Mínimo	-46	-0,3%	-12	-0,1%	384	3,7%	454	4,6%
Valuación Tipo de Pase	-10	-0,1%	47	0,4%	-33	-0,3%	-33	-0,3%
Otros	25	0,2%	52	0,4%	188	1,8%	226	0,0%

(1) Cifras estimadas.

(2) Cifras provisionales, sujetas a revisión.

(3) El campo "Contribución" se refiere al porcentaje de la variación de cada factor sobre la variable principal correspondiente al mes respecto al cual se está realizando la variación.



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

Tasas de Interés Pasivas	Nov-03	Oct-03	Sep-03	Dic-02	Nov-02
Call entre Bancos Privados en pesos					
Tasa	1,65	1,52	1,49	6,52	6,12
Monto	99	120	150	87	129
Plazo Fijo					
<u>En pesos</u>					
14-29 días	2,29	2,29	2,30	15,48	13,79
30 días	4,32	4,53	4,49	22,78	21,63
30-44 días, más de 1 millón	3,55	3,83	3,69	25,10	20,86
<u>En dólares</u>					
14-29 días	0,35	0,35	0,33	1,27	1,50
30 días	0,59	0,59	0,59	1,78	2,11
30-44 días, más de 1 millón	0,81	0,81	0,77	2,25	3,15
Tasas de Interés Activas	Nov-03	Oct-03	Sep-03	Dic-02	Nov-02
Prime en pesos a 30 días	10,76	11,18	11,96	33,48	39,41
Cauciones en pesos					
Tasa de interés bruta a 30 días	3,71	3,94	3,73	14,79	11,85
Volumen operado (total de plazos)	63	59	50	130	147
Préstamos en pesos					
Adelantos en Cuenta Corriente		25,08	26,95	50,85	58,21
Documentos a sólo firma		12,58	11,76	26,97	25,86
Hipotecarios		16,23	13,71	22,12	23,84
Prendarios		17,66	18,29	21,66	18,00
Personales		37,50	39,03	54,10	53,68
Tarjetas de Crédito		38,09	47,33	64,16	64,23
Tasas de Referencia	Nov-03	Oct-03	Sep-03	Dic-02	Nov-02
LIBOR					
1 mes	1,12	1,12	1,12	1,42	1,43
6 meses	1,24	1,21	1,19	1,42	1,46
US Treasury Bond					
2 años	1,90	1,72	1,69	1,82	1,91
10 años	4,28	4,27	4,27	4,02	4,04
FED Funds Rate	1,00	1,00	1,00	1,25	1,33
SELIC (a 1 año)	18,45	19,68	21,18	23,43	21,40



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

Tasas de LEBAC	Nov-03	Oct-03	Sep-03	Dic-02	Nov-02
En pesos					
1 mes	n/d	0,60	0,67	6,84	9,46
2 meses	n/d	2,01	2,42	7,51	10,10
3 meses	2,65	2,98	3,87	10,82	18,24
6 meses	5,29	5,94	6,92	50,34	51,57
12 meses	10,30	11,82	13,41	n/d	n/d
18 meses	11,99	13,89	15,53	n/d	n/d
En pesos ajustables por CER					
12 meses	5,63	6,63	7,38	n/d	n/d
18 meses	7,13	8,00	8,60	n/d	n/d
En dólares					
14 días	n/d	n/d	-0,23	0,00	0,00
1 mes	n/d	0,00	0,00	-0,01	0,00
Mercado Cambiario	Nov-03	Oct-03	Sep-03	Dic-02	Nov-02
Dólar Spot					
Mayorista	2,88	2,86	2,92	3,48	3,52
Casas de cambio	2,88	2,85	2,92	3,50	3,54
Referencia del BCRA	2,88	2,86	2,92	3,49	3,53
Dólar Futuro					
NDF 1 mes	2,89	2,86	2,93	3,52	3,58
INDOL 1 mes	2,86	2,86	2,93	3,54	3,58
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	1	2	2	1	1
ROFEX 1 mes	2,86	2,86	2,92	3,52	3,56
Monto operado (total de plazos, millones de pesos)	43	43	42	12	n/d
Peso / Real	0,99	1,00	1,00	0,96	0,99
Peso / Euro	3,39	3,34	3,29	3,55	3,54
Mercado de Capitales	Nov-03	Oct-03	Sep-03	Dic-02	Nov-02
MERVAL					
Indice	950	882	775	506	463
Volumen Operado	43	55	53	42	46
Bonos del Gobierno					
BODEN 2012 (US\$) ⁽¹⁾	57,96	60,18	61,55	46,01	47,64
BODEN 08 (\$)	82,82	80,14	76,88	n/d	n/d
Riesgo País					
EMBI+ Argentina	6.206	5.492	5.017	6.258	6.235
EMBI+ Latinoamérica (sin Argentina)	405	435	462	842	904