



**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*

Argentina  
Macroeconomic  
Outlook

El desafío que enfrenta el BCRA:

***“Limitar la Pérdida  
de Reservas  
Internacionales”***

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca  
nuestro*



[www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

**Enero  
2009**

**39** 1970 - 2009  
*años dedicados al  
Análisis Macroeconómico*

---

# **Econométrica S.A**

*economic research and forecasts*

Lavalle 465, piso 2° - (C1047AAI) Buenos Aires, Argentina

Tel.: (54-011) 4325 – 9443 o 4322 – 4668

Fax: (54-011) 4322 - 6927

E-mail: [info@econometrica.com.ar](mailto:info@econometrica.com.ar)

Sitio Web: [www.econometrica.com.ar](http://www.econometrica.com.ar)

Blog: [www.econometrica.com.ar/blog](http://www.econometrica.com.ar/blog)

(Clave de acceso I Trim 2009: 0303 )

---

Copyright © 2003

**Econométrica S.A**  
*economic research and forecasts*



# EL DESAFÍO QUE ENFRENTA EL BCRA: “LIMITAR LA PÉRDIDA DE RESERVAS INTERNACIONALES”

Por Ramiro Castiñeira<sup>1</sup>

En nuestro último informe mensual advertimos que la abrupta caída de los términos de intercambio tras la eclosión de la crisis subprime, conjugado con la vuelta al atraso cambiario producto de la inflación local y la significativa devaluación de todos los socios comerciales, puso punto final a la expansión económica de los últimos 6 años. Periodo caracterizado por un vigoroso crecimiento económico con un importante superávit comercial que promedió los 4,7% del PBI los últimos 3 años.

Ahora bien, para 2009 con el contexto externo en contra y el tipo de cambio atrasado, esperamos una contracción del PBI del 1% tanto por la caída del consumo interno como externo.

Respecto al interno, al margen de los anuncios oficiales para incentivar el consumo que tienen más impacto mediático que económico (incluso algunas medidas apuntan claramente en sentido contrario), la menor entrada de dólares a la economía será un brusco freno para el consumo que detendrá rápidamente los niveles de producción. Por su parte, la recesión mundial, la pérdida de competitividad y sin olvidar la sequía que afecta a la producción agrícola-ganadera, se combina para prever que también descendan las cantidades exportadas en 2009, acentuando el efecto precio.

De hecho, la balanza comercial no tardará en acusar recibo del nuevo contexto externo. A los precios de los commodities actuales, en dicho informe estimamos que las exportaciones descenderían cerca del 26% (u\$s18.400 millones) para cerrar en u\$s52.300 millones en 2009, mientras que las importaciones caerían un 17% este año por la contracción económica que se inició a fines de 2008. En su conjunto, el superávit comercial se reduciría de u\$s13.300 millones en 2008 a poco más de u\$s4.200 millones en 2009.

Si bien el saldo comercial quedaría en terreno positivo, el mismo no podría satisfacer la demanda de dólares para el pago de deuda pública en moneda extranjera. En efecto, al margen de la deuda pública en pesos, que el Gobierno no dudará pagar incluso con emisión monetaria de ser necesario, el pago de la deuda pública en dólares (tras la eliminación de las AFJP) exigirá este año u\$s 6.400 millones entre intereses y vencimientos de capital.

Si bien la necesidad de dólares no es significativa, la brusca reducción del superávit comercial y la falta de financiamiento externo deja todo delineado para que el Gobierno termine utilizando parte de las reservas del BCRA para el pago de la deuda pública.

<sup>1</sup> E-mail: [rcastineira@econometrica.com.ar](mailto:rcastineira@econometrica.com.ar)

Esta posibilidad no es sostenible en el tiempo y deja amplio margen para que los mercados pongan en duda la capacidad de pago del Gobierno más allá de lo que toleren las reservas. Más aún si se suma un escenario con salida de capitales.

La falta de equilibrio en el mercado de divisas quedará plasmado en 2009 con el primer déficit en cuenta corriente del Balance de pagos desde el colapso del 2001. Es decir, nuevamente la economía consume más de lo que produce. Ello por sí sólo termina generando presión para una devaluación de la moneda local que busque restablecer el equilibrio.

Por supuesto, financiar el déficit en cuenta corriente del balance de pagos no mayor a u\$s2.000 millones como esperamos en 2009, no presenta mayor desafío para el BCRA con más de u\$s46.000 millones de reservas. Pero si a ello se suman los vencimientos de capital de la deuda externa y cualquier supuesto de dolarización de portafolios del sector privado (salida de capitales), las cuentas cambian vertiginosamente y con ellas las expectativas de un mayor tipo de cambio.

En suma, partiendo del escenario macroeconómico descrito en nuestro último informe<sup>2</sup>, el BCRA enfrenta principalmente tres desafíos en 2009:

- El primero es la vuelta al atraso cambiario. En efecto, el tipo de cambio actual difícilmente sea el de equilibrio cuando aún en plena recesión económica, igualmente se

espera déficit en la cuenta corriente del balance de pagos. Es que si la economía tiene déficit aún cuando cae, cuando se recupere el déficit externo aumentaría, lo que implica que la economía siempre se estaría endeudando con el sector externo. En poca magnitud cuando no crece y en mayor proporción cuando crece. Lo insostenible en el tiempo de vivir endeudándose ya quedó demostrado en los 90.

- El segundo desafío es la falta de financiamiento externo que permita al BCRA un mayor grado de libertad para establecer los tiempos de un “gradual” ajuste del tipo de cambio que neutralice del déficit en cuenta corriente más allá de 2009.
- El tercer desafío que enfrenta el BCRA es volcar pesos para empujar la economía y otorgar liquidez al sistema financiero para que cedan las tasas, pero que los pesos no se vuelquen a la compra de dólares presionando sobre las reservas del BCRA.

El objetivo del presente informe será profundizar el análisis sobre los desafíos que enfrentará el BCRA en 2009.

## **1. MERCADO CAMBIARIO 2009: JUNTANDO PRESIONES**

### **1.1. En 2008 la salida de capitales superó los u\$s20.000 millones**

Mientras que desde 2003 a 2007 la mayor parte del superávit de dólares del sector privado terminaba incrementado las reservas del BCRA o en la cancelación neta de deuda externa (entre ellos la deuda con el FMI), en

<sup>2</sup> Ver Informe “*Volvió el atraso Cambiario*” por Ramiro Castiñeira, Econométrica S.A, Diciembre 2008

2008 el superávit comercial no tuvo ninguno de esos destinos. Por el contrario, terminó “financiando” la mayor parte de la significativa salida capitales privados producida en 2008. Por ello, pese a registrar un abultado superávit comercial el año pasado las reservas del BCRA no aumentaron, e incluso bajaron.

En efecto, en 2008 estimamos la salida de capitales privados fue cercana a los 20.200 millones de dólares, de los cuales la mayor parte se financió con los dólares que el propio sector privado genera con el superávit de la balanza comercial. Sólo u\$s2.000 millones fue financiado con las reservas del BCRA (ver cuadro 1).

El cuadro pone en evidencia que en 2008 el sector privado se transformó de un generador neto de dólares para la economía, a un demandante neto de divisas. Por supuesto, ello implica que el BCRA también cambió su rol y de acumular dólares en sus arcas, en 2008 vendió reservas al sector privado acudiendo a su demanda.

Pero el uso de las reservas no terminó allí. El año pasado el Gobierno tuvo que afrontar vencimientos de deuda en moneda extranjera por u\$s7.000 millones entre capital e intereses. Para tal fin, compró dólares al BCRA por u\$s5.000 millones financiado con superávit primario, mientras que los u\$s2.000 millones restantes lo financió colocando deuda externa a Venezuela.

Para no reflejar una caída en el stock de reservas producto de la venta de dólares al Tesoro, el BCRA incrementó su deuda contra el BIS (Banco de pagos Internacionales) caucionando reservas por igual magnitud, u\$s5.000 millones.

Por lo tanto, una vez que se descuenta esas reservas que no están disponibles para el BCRA dado que están como garantía de pago, las reservas bajan en u\$s5.000 millones en 2008, alcanzando un stock de u\$s41.400 millones a fin de 2008 (ver Cuadro 2).

## **1.2. En 2009 el BCRA será el único proveedor de divisas.**

En 2009 al reducirse drásticamente el saldo comercial y sin acceso al financiamiento externo, la demanda de dólares que exigirá el pago de la deuda pública más una potencial demanda del sector privado (salida de capitales), recaerán casi por completo sobre las reservas del BCRA.

En virtud del superávit comercial que esperamos para este año (u\$s4.200 millones, ver informe mensual de diciembre), el superávit de dólares por cuenta corriente del sector privado alcanzaría los u\$s3.800 millones, magnitud significativamente menor a los u\$s18.000 millones que alcanzó en 2008 en virtud del precio récord de la soja y el petróleo (ver cuadro 3).

Demás esta decir que el superávit de dólares esperado para 2009 no tolera una salida de capitales como la del año pasado. Por lo menos no sin afectar el nivel de reservas del BCRA, tasas de interés y/o el tipo de cambio en magnitudes significativas.

En tal sentido, si bien no hay elementos que permitan estimar la salida de capitales a futuro, vale advertir que la crisis mundial produjo una retracción del mercado de crédito a escala mundial, donde los agentes buscan desapalancarse para no estar expuesto a

la crisis como tampoco refinanciarse a tasas altas. Dentro de este contexto, la deuda externa del sector privado local es posible que también se reduzca este año, lo que pondría un piso a la salida de capitales del mercado local. A ello hay que sumarle la salida de capitales privados que buscan salir del “*riesgo argentino*”.

Nuevamente, a este escarnio donde el sector privado pierde la mayor parte del superávit comercial y ya mira al BCRA como proveedor de divisas, se suma la demanda de dólares por parte del sector público para el pago de la deuda en moneda extranjera.

Para poder cuantificarlo, el cuadro 4 refleja el perfil de vencimientos de la deuda pública en 2009. Vale advertir que tras la nacionalización de las AFJP la necesidad de fondos se reduce a un total de u\$s12.300 millones entre intereses y vencimientos de capital, de los cuales poco más de la mitad, u\$s6.400 millones, son en dólares<sup>3</sup>.

Vale advertir que el Gobierno estaría por cerrar con los bancos locales un canje de los prestamos garantizados por nuevos bonos, que le permitiría reducir la carga de vencimientos en 2009 y los años venideros por un total cercano a u\$s2.000 millones. No obstante, dichos títulos son en pesos por lo que su resultado no modifica la necesidad de dólares del sector público para afrontar el pago de la deuda en 2009.

Por lo tanto, al igual que el año pasado los u\$s6.400 millones necesarios para el

pago de la deuda en moneda extranjera el Gobierno se encamina a financiarlo comprando las reservas del BCRA. No descartamos que la institución monetaria nuevamente tome deuda con el BIS para atenuar contablemente el descenso en el stock de reservas.

Para acceder a las reservas del BCRA, al margen del superávit primario, el Gobierno tiene un stock importante de depósitos en el sistema financiero (equivalente a u\$s17.000 millones), que le permitiría comprarle todos los dólares necesarios al BCRA respetando la carta orgánica de la institución.

En suma, sabiendo que la economía ya no genera dólares producto de su atraso cambiario, que la salida de capitales privados en niveles relevantes es un escenario que no puede descartarse, y que el Gobierno sin acceso a los mercados necesita de u\$s6.400 millones para afrontar los pagos de la deuda en dólares, el BCRA se encontrará en el dilema de responder a dicha demanda con pérdida de reservas o devaluando la moneda, o una combinación de ambas.

El desenlace depende de muchas variables, entre ellas de la caída de la actividad económica, la magnitud de la salida de capitales, la evolución del precio de la soja y del petróleo, la evolución de la moneda brasileña, entre tantos otros. Cuantificarlo resulta imposible. No obstante, del análisis se desprende que sin financiamiento externo y caída del saldo comercial los grados de libertad del BCRA se redujeron drásticamente y tiene altas probabilidades de continuar perdiendo reservas como en 2008.

<sup>3</sup> Por un mayor análisis del impacto de la estatización de las AFJP sobre el perfil de vencimientos de la deuda pública ver informe: “*Volvió el Atraso Cambiario*” por Ramiro Castiñeira, Econométrica S.A, Diciembre 2008.

## 2. EL SISTEMA FINANCIERO Y LA SALIDA DE CAPITALS

Al desafío que el BCRA enfrenta en un mercado cambiario que junta presión atentando contra las reservas internacionales, tasas de interés y tipo de cambio, a su vez la institución monetaria tendrá que lidiar contra una economía en recesión, fuerte retracción del crédito y depósitos, caída en la demanda de dinero y disminución de la liquidez en el sistema financiero.

Este escenario es consecuencia de la fuerte salida de capitales dada la percepción de mayor riesgo de repago del sector público, pero que también se suman las tasas de interés que estaban por debajo de la inflación y que tras la crisis ya tampoco cubrían la expectativa de devaluación. Recién sobre fin de año las expectativas de devaluación y las tasas de interés en pesos lograron cierto equilibrio que en buena medida logró frenar la demanda de dólares del sector privado.

En efecto, mientras que con la entrada de dólares a la economía los agregados monetarios privados aumentaban a similar ritmo que el PBI los últimos años, en 2008 la salida de capitales cortó dicha dinámica y los agregados monetarios privados descendieron en términos reales por primera vez desde el 2002.

Más aún, todos los componentes de los agregados monetarios privados tales como el circulante en poder del público, depósitos a la vista y los depósitos a plazo, reflejaron variaciones por debajo del PBI hacia a fin de año, lo que refleja el cambio en la demanda de dinero, o dicho de otra manera, la salida de capitales del sector privado.

En números, el agregado monetario M2 privado en pesos, que se compone del circulante en poder del público más los depósitos a la vista (Cta. Cte. y caja de ahorro, ambos en moneda local) terminó el año pasado reflejando una variación de sólo el 8% interanual, cuando el en 2007 se había incrementado casi un 30%. Por su parte, el agregado monetario más amplio, M3 privado, que incorpora a M2 los plazo fijos en pesos del sector privado, reflejó una variación aún menor, del 7% interanual a fin de año (ver cuadro 5).

Ahora bien, al margen de las metas sobre los agregados monetarios establecidas en el programa monetario 2009, que su cumplimiento dependerá en gran medida sólo en si continua o no la dolarización de cartera de los agentes, un aspecto de mayor relevancia es evaluar la fortaleza del sistema financiero para afrontar una potencial salida de capitales privados también este año.

En tal sentido, vale advertir que tras la implosión de la convertibilidad, para no cometer los errores del pasado, el BCRA estableció una regulación simple tendiente a evitar el descalce de monedas en el sistema financiero, que permite al mismo estar más sólido y mejor preparado para sobrellevar un contexto adverso en el mercado cambiario. La regulación bien puede resumirse en dos medidas:

- La primera, los bancos pueden otorgar préstamos en moneda extranjera sólo a quién demuestra capacidad de repago en dólares. De esta manera se elimina el riesgo de default del deudor por variaciones en el tipo de cambio y los préstamos en dólares quedan limitados

casi exclusivamente al comercio exterior.

- La segunda, encajes relativamente altos y no remunerados para los depósitos en dólares. Si bien al estar limitada la cartera de préstamos en dólares los bancos no tienen mucho incentivos por captar depósitos en moneda extranjera, los encajes altos y casi no remunerados potencia dicho efecto lo que genera que los bancos ofrezcan tasas muy bajas por depósitos en dólares. Actualmente un plazo fijo en dólares rinde menos del 1% anual, cuando en la convertibilidad otorgaba 7% (1998).

Estas medidas lograron que el sistema financiero tenga un riesgo mínimo por descalce de moneda en contraste con el periodo de la convertibilidad, cuando una devaluación de la moneda, además del default público, implicaba la quiebra del sistema financiero local.

En números, actualmente los depósitos en pesos en el sistema financiero alcanzan los \$200 mil millones de pesos, de los cuales \$140 mil millones corresponden a depósitos del sector privado, mientras que los \$60 mil millones restantes son depósitos del sector público. A su vez, los depósitos en dólares suman un total de u\$s9,5 mil millones, en su mayor parte en manos del sector privado. Es decir, a 7 años de la pesificación de la economía (2002), menos del 15% de los depósitos del sistema financiero son en dólares, su mayor parte depositados en el BCRA en forma de encaje (u\$s5.400 millones), y por lo tanto disponibles para su devolución de presentarse una salida de depósitos en dólares (ver cuadro 6).

Respecto a los depósitos en pesos, vale advertir que el sistema financiero se encuentra con un nivel de liquidez sumamente elevado que le permite a los bancos enfrentar una (nueva) salida de depósitos sin mayores inconvenientes. En efecto, la liquidez del sistema financiero alcanza lo sorprendente suma de 78.400 millones de pesos, que actualmente se encuentra invertido en pasivos del BCRA, principalmente Lebac y Nobac. Esta magnitud representa el 40% del total de depósitos en pesos o el 57% de los depósitos en pesos del sector privado (ver cuadro 7).

Es decir, el sistema financiero tiene como principal acreedor al BCRA lo que otorga una seguridad imposible de superar a la hora de devolver los depósitos en pesos. En efecto, ante una salida de capitales privados el sistema financiero acudirá a reducir sus activos líquidos depositados en el BCRA, equivalente a u\$s22.400 millones al tipo de cambio actual.

En suma, el sistema financiero local puede tolerar una salida de capitales de igual magnitud a la de 2008 sin siquiera pedir ayuda al BCRA. Como vimos la fortaleza del sistema financiero descansa en reducir al mínimo el riesgo por descalce de monedas y que existe abundante liquidez para responder a una salida de depósitos significativa.

Pero si bien sistema financiero puede devolver los depósitos sin sobresaltos ni “*corralitos*” como tampoco ser el epicentro de una crisis, vale advertir que los una salida de capitales no termina allí sino que se concreta cuando se transforma en demanda de dólares. Y si bien ello tampoco afecta al sistema financiero, es allí donde radica el problema para la economía en general,



y para el BCRA en particular. Algo que ya se analizó en la primera parte del informe.

### **3. CONSIDERACIONES FINALES: ¿FMI EN 2009 O 2010?**

El marcado deterioro de los términos de intercambio junto a la vuelta al atraso cambiario pusieron fin al periodo de fuerte crecimiento económico con importante superávit comercial, que permitió a la economía financiar el crecimiento con recursos propios y al mismo tiempo reducir su endeudamiento externo.

Ahora bien, el Gobierno no aprovechó el benévolo contexto externo para finalizar el canje de deuda pública en default con los acreedores privados ni con el Club de París, como tampoco intentó restablecer las relaciones con el FMI, lo que en su conjunto hubiese permitido tener el camino allanado para acceder crédito internacional al momento que se revirtieran los términos de intercambio.

En efecto, con los precios de los commodities en retroceso encuentra a la Argentina sin la posibilidad de suavizar el ciclo económico con endeudamiento que permita atenuar la falta de dólares que traía la soja y el petróleo, lo que deja a la economía más expuesta a absorber el shock negativo directamente con el nivel de actividad económica, pérdida de reservas y devaluación. La combinación y en que proporción se distribuirá el shock externo sobre cada una de estas variables dependerá del contexto externo, como de la decisión política del Gobierno.

Ahora bien, más allá de las evidentes dificultades que enfrentará la economía en 2009, el nivel de reservas le permite al Gobierno pagar los compromisos de su deuda este año aún suponiendo salida de capitales significativa, aunque claramente inferior a la de 2008. Ahora bien, ello no dejaría resto alguno para sobrellevar el 2010.

En efecto, si bien la necesidad de dólares para el pago de la deuda se reduce aún más en el 2010 al considerar que no se paga el Bono PBI. La economía se presta a agotar buena parte de su colchón de reservas este año. Por ello, es imperiosa la necesidad de recuperar el acceso al crédito no sólo a los mercados en cantidad necesaria y tasas sustentables, sino también a los préstamos de los organismos internacionales.

En el informe advertimos la importancia para el sistema financiero recuperar la figura del BCRA como prestamista de última instancia, otorgando capacidad de pago al sistema aún en momentos de crisis.

Ahora falta que el Gobierno ceda en ideología (al igual que el FMI en exigencias) y permita a la economía también recuperar a la figura del prestamista de última instancia, tal como lo es el FMI para las economías emergentes. No para hacer uso indiscriminado e irresponsable del crédito como en los noventa, sino para despejar toda duda sobre la capacidad de pago del Gobierno y demostrar institucionalmente y con respaldo internacional que el pago de la deuda no depende de la suerte de los precios de los productos exportados los próximos meses, sino que se trata con la

“El Desafío que enfrenta el BCRA: Limitar la Pérdida de Reservas Internacionales”  
Por Ramiro Castiñeira

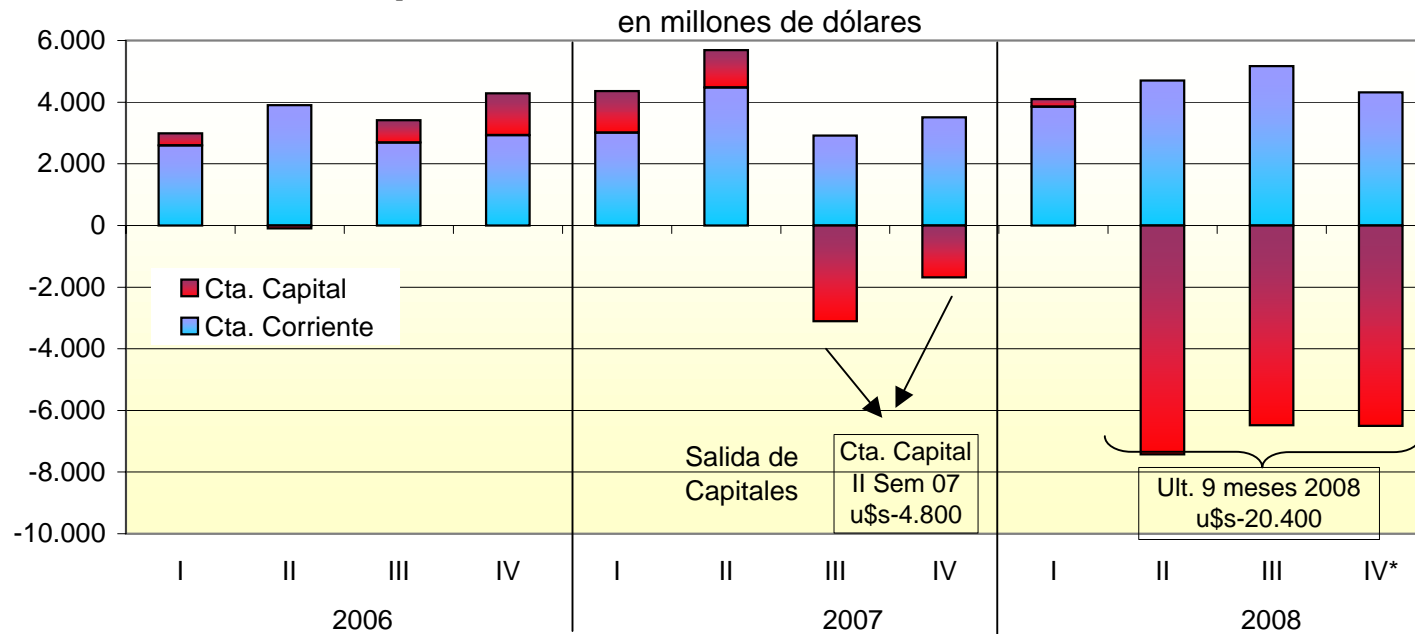
responsabilidad y previsibilidad que el tema amerita.

Simple, quien se puede endeudar, puede pagar. Esta premisa traerá parte de la tranquilidad que desde hace rato necesita la economía. El tiempo para recuperar el crédito internacional se acorta al ritmo de la dolarización de la cartera del Sector privado, algo de esperar cuando el peso está atrasado y los agentes anticipan la devaluación.



# Cuadro 1

## Superavit de Dólares del Sector Privado



Fuente: Econométrica en base a BCRA

\* Estimación Econométrica S.A

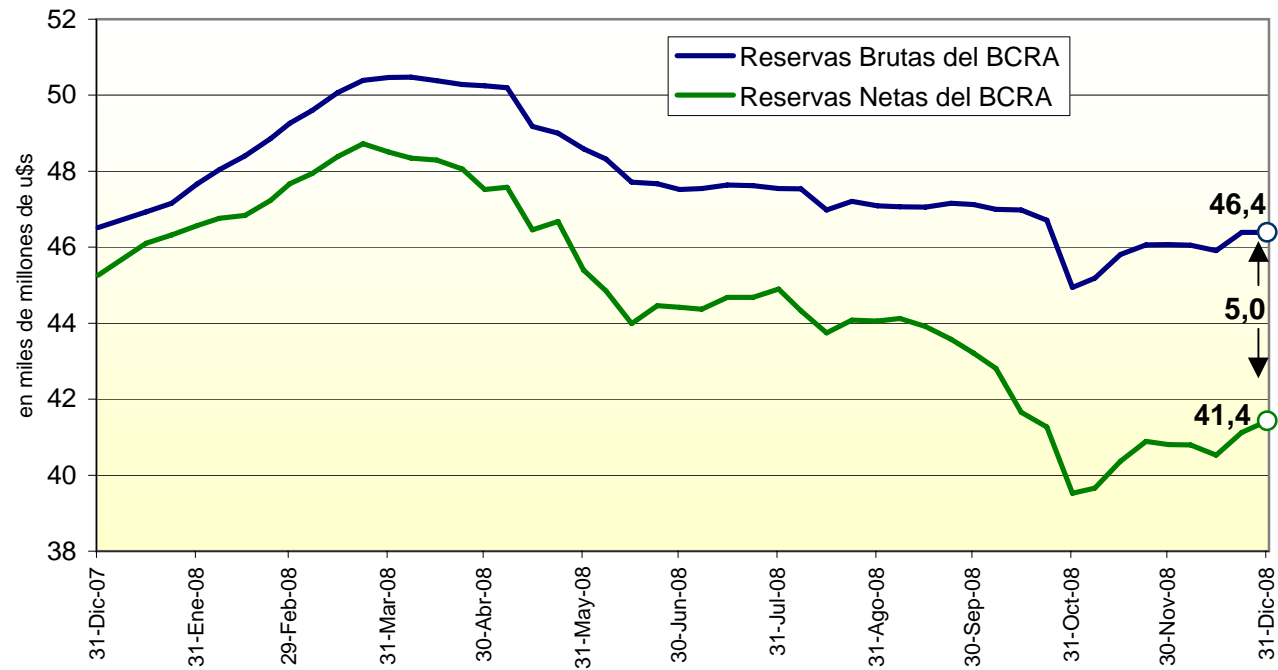
Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

## Cuadro 2

### Evolución de las Reservas Internacionales en el BCRA

en miles de millones de u\$s



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Nota: La diferencia entre Brutas y Netas, corresponde principalmente a la deuda con el BIS

# Cuadro 3

## Balance Cambiario del Sec. Privado

en millones de dólares

	2005	2006	2007	2008*	2009*
<b>1) Cta. Corriente Sec. Priv.</b>	<b>11.104</b>	<b>12.099</b>	<b>13.908</b>	<b>18.032</b>	<b>3.768</b>
<b>a. Mercancía</b>	<b>12.689</b>	<b>13.303</b>	<b>15.444</b>	<b>20.424</b>	<b>6.368</b>
Expo	36.921	42.332	53.457	67.484	48.442
Impo	24.232	29.029	38.014	47.060	42.073
<b>b. Servicios</b>	<b>465</b>	<b>776</b>	<b>979</b>	<b>872</b>	<b>150</b>
Ingresos	5.373	6.288	8.008		
Egresos	4.908	5.512	7.029		
<b>c. Rentas</b>	<b>-2.519</b>	<b>-2.561</b>	<b>-3.479</b>	<b>-4.447</b>	<b>-3.500</b>
Intereses	-1.228	-1.421	-1.720		
Utilidades	-1.292	-1.140	-1.759		
<b>d. Otras Op. Corrientes</b>	<b>470</b>	<b>580</b>	<b>965</b>	<b>1.182</b>	<b>750</b>
<b>2) Cta. Capital Sec. Priv.</b>	<b>2.691</b>	<b>2.388</b>	<b>-2.251</b>	<b>-20.186</b>	<b>?</b>
a. Formación Activos Externos	1.206	-2.939	-8.880		
b. Préstamos financieros Netos	-1.242	2.297	2.719		
c. Inver. de no residentes en arg.	2.576	1.675	2.555		
d. Otros Neto (incluye PGC)	150	1.354	1.356		
<b>3) Superávit Cambiario Sec. Priv. (1-2)</b>	<b>13.795</b>	<b>14.487</b>	<b>11.657</b>	<b>-2.154</b>	<b>3.768</b>
En % del PBI	7,6%	6,8%	4,5%	-0,7%	1,2%

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

\* Estimación de Econométrica S.A

Nota: Vale advertir que el cuadro refleja el flujo de dólares efectivamente producido, es decir "base caja". Ello termina mostrando importantes diferencias con el Balance de pagos que presenta los números bajo el concepto de devengado e incluyendo al sector público. La diferencia es sumamente relevante a la hora de analizar el mercado cambiario

## Cuadro 4

### Vencimientos de la Deuda Pública en 2009 en miles de millones de dólares

	Bruto	Neto*
<b>Total Vencimientos</b>	<b>16,4</b>	<b>12,3</b>
<b>a. En pesos</b>	<b>7,9</b>	<b>5,9</b>
Intereses	2,1	1,3
Capital	5,8	4,6
<b>b. En dólares</b>	<b>8,4</b>	<b>6,4</b>
Intereses	3,9	3,3
Capital	4,5	3,0

\* Excluye pagos intra-sector Público (Anses, BCRA, otros)

Supone Roll-over del 75% con BID y BM

Fuente: Econométrica S.A en base al Mecon

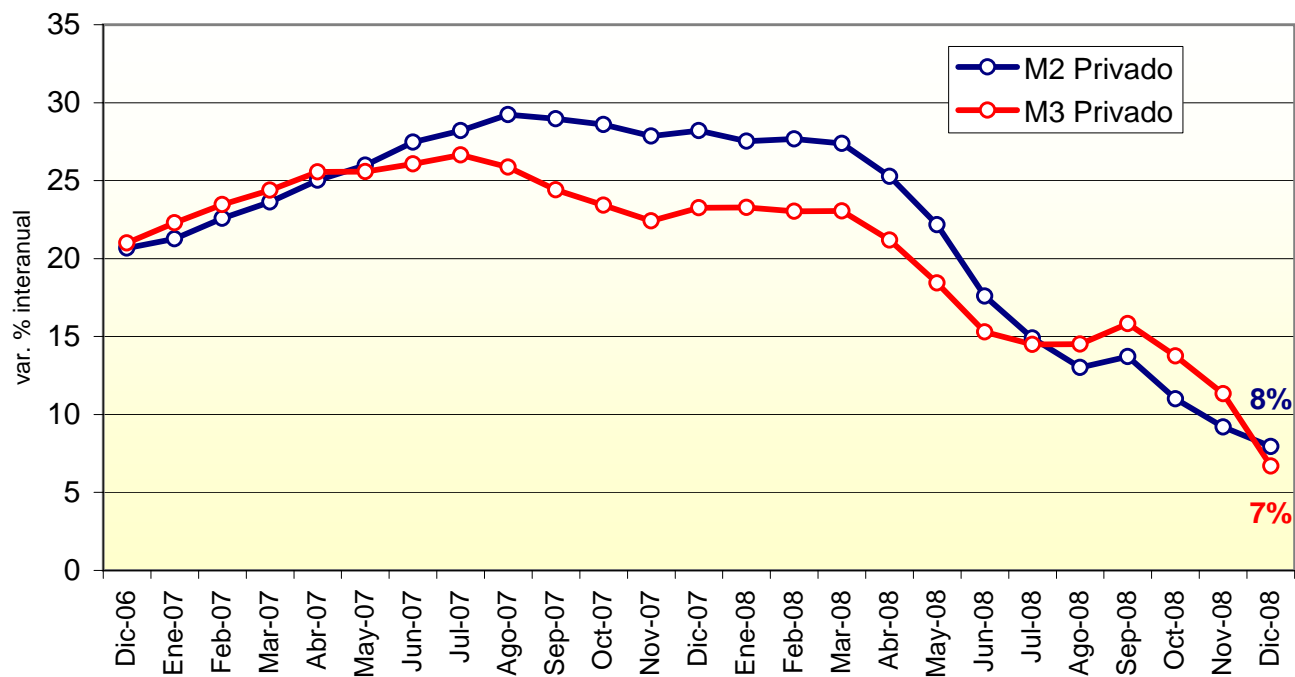
Econométrica S.A

*economic research and forecasts*

# Cuadro N 5

## Evolución de los Agregados Monetarios Privados

Serie Mensual / var. % interanual

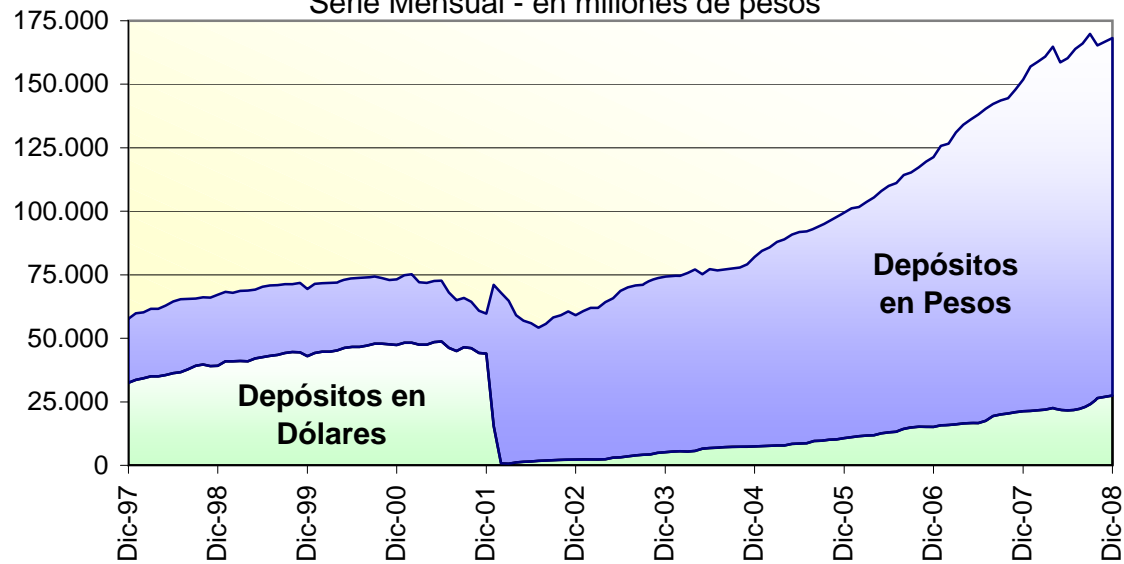


Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

## Cuadro 6

### Evolución de los Depósitos del Sector Privado

Serie Mensual - en millones de pesos



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA



## Cuadro N 7

### Liquidez en pesos del Sistema Financiero

en miles de millones de pesos - datos a fin de periodo

	2006		2007		2008	
	\$	%	\$	%	\$	%
Circulante en Entidades	5,4	9	7,5	9	10,1	13
Depósitos en B.C.R.A.	20,8	34	24,2	30	25,4	32
Letras y Notas	39,7	65	49,7	61	36,6	47
Pases Netos	1,4	2	3,0	4	9,0	11
Redescuentos (-)	6,6	11	3,3	4	2,6	3
<b>TOTAL</b>	<b>60,7</b>	<b>100</b>	<b>81,1</b>	<b>100</b>	<b>78,4</b>	<b>100</b>
en % sobre dep. privados en \$	57%		62%		57%	
en % sobre dep. totales en \$	40%		46%		40%	

Fuente: Econométrica en base a BCRA

Econométrica S.A

*economic research and forecasts*