



Econométrica S.A
economic research and forecasts

Argentina
Macroeconomic
Outlook

En dos años suma u\$s43.300 millones

“Frente a la Mayor Salida de Capitales”

Por Ramiro Castiñeira

*Conozca
nuestro*



www.econometrica.com.ar

**Julio
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

Sitio Web: www.econometrica.com.ar

Blog: www.econometrica.com.ar/blog

(Clave de acceso III Trim 2009: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts



EN DOS AÑOS SUMA U\$S43.300 MILLONES “FRENTA A LA MAYOR SALIDA DE CAPITALES”

Por Ramiro Castiñeira¹

Desde junio de 2007 la economía afronta una significativa salida de capitales que acumula unos u\$s43.300 millones los últimos dos años, a un ritmo relativamente constante cercano a los u\$s22.000 millones anuales, magnitud equivalente al 6,5% del PBI por año (Ver Cuadro 1).

Son varios los factores que permiten explicar esta persistente e intensa fuga de divisas. Cuestiones locales tales como la manipulación del IPC, el conflicto con el campo, el estancamiento en las negociaciones de la deuda en default, el alejamiento de los Organismos Internacionales, el proceso inflacionario de los últimos años, como también el fuerte aumento del Gasto público que llevó a una dependencia total del contexto externo para sostener el superávit fiscal, fueron todos factores que deterioraron la solidez de la macroeconomía local.

En efecto, el colapso financiero internacional deprimió los precios de las commodities y confirmó la debilidad fiscal al derrumbarse el superávit primario en más del 63% en los primeros 6 meses del año, magnitud que aumenta a más del 95% si no se consideran los nuevos recursos que genera la estatización de las AFJP.

El deterioro del superávit primario (que pasaría del 3 al 1% del PBI este año) si bien atenuó en alguna medida el desplome del nivel de actividad, lo cierto es que la falta de acceso a los mercados deja sin margen al Gobierno para continuar empujando la economía, por lo menos no sin generar incertidumbre sobre la capacidad de pago de los vencimientos de la deuda pública a mediano plazo, alentando la salida de capitales ante la percepción de un mayor riesgo de default y/o devaluación.

De hecho, la consolidación de estas expectativas no se atenuaron siquiera con la mayor oferta de dólares en la economía ante el incremento del superávit comercial en un 84% frente a los primeros seis meses del año pasado, producto de que las importaciones cayeron un 38% interanual, mientras que las exportaciones lo hicieron un 19% en igual periodo.

La mayor oferta de dólares lejos atenuar las expectativas e incrementar las reservas del BCRA, terminó financiando una mayor salida de capitales, tal como ocurre desde hace dos años. Es decir, la economía no logra retener los dólares que entran por la balanza comercial, imposibilitando cualquier posibilidad de recuperación económica.

¹ E-mail: rcastineira@econometrica.com.ar

Ahora bien, mientras las expectativas se realinean ante el nuevo escenario político, vale advertir que la economía desde hace dos años enfrenta una salida de capitales que ya supera en magnitud a la originada en la crisis del Tequila (1995) o en la crisis que derivó en el colapso del plan de Convertibilidad (2001/3), y no obstante ello, el sistema financiero que siempre fue el epicentro de las crisis cambiarias en el pasado, operó sin dificultad alguna e incluso en ningún momento necesitó la asistencia financiera del BCRA.

Más aún, los depósitos privados en moneda local no cayeron en términos nominales (de hecho subieron), lo que refleja que no hubo corridas bancarias, al mismo tiempo que una parte no menor de la salida de capitales responde a nuevos depósitos en dólares en moneda extranjera, manifestando que parte de los agentes se cubren del riesgo cambiario pero no así del riesgo de exponerse al sistema financiero.

En suma, este informe tiene como objetivo analizar el impacto de la salida de capitales privados de los últimos dos años sobre la macroeconomía en general, y particularmente sobre los agregados monetarios y en el sistema financiero en particular.

Esta metodología busca resaltar los hechos estilizados que permitan comprender por qué la actual salida de capitales privados, que es la mayor en magnitud en la historia argentina, no generó un colapso económico ni tampoco una crisis bancaria como en episodios del pasado reciente, así como también analizar la posible respuesta de la macroeconomía si es que persiste la salida de capitales los próximos trimestres.

1. AGREGADOS MONETARIOS Y SALIDA DE CAPITALES.

Entre 2003-2007 el BCRA compraba el exceso de dólares provenientes del superávit comercial con el triple objetivo de sostener el tipo de cambio en niveles competitivos, acumular reservas y expandir los agregados monetarios ante la mayor demanda de dinero. El exceso de pesos resultante se absorbía con Lebac y Nobacs.

Este proceso que permitía expandir los agregados monetarios acompañando el crecimiento económico, se cortó a mediados de 2007 cuando la salida de capitales tomó tal magnitud que empezó a absorber todos los dólares provenientes del superávit comercial, anulando la principal fuente de monetización de la economía. En efecto, el flujo de dólares que antes compraba el BCRA y permitía expandir los agregados monetarios, desde 2008 cambió de destino y comenzó a financiar la salida de capitales.

Al cortar la dinámica de creación primaria de dinero (base monetaria), los agregados monetarios dejaron de crecer e incluso comenzaron a caer en proporción al PBI, principalmente ante el avance de la inflación que se mantuvo en dos dígitos en todo el periodo.

En números, M2 privado, que se compone del circulante en poder del público más los depósitos privados a la vista, pese a reflejar un crecimiento nominal de 17,6% en 2008 y del 7,1% interanual a junio de este año (principalmente por el avance del crédito -creación secundaria de dinero-), igualmente no evitó que descienda más de 2,4 puntos del PBI los últimos dos

años, al pasar de 15,6% al 13,2% del PBI entre el segundo trimestre de 2007 y el segundo de 2009 (Ver Cuadro 2).

El análisis de M3 privado es similar aunque duplica la caída real dado que se suma el descenso de los depósitos privados a plazo. En efecto, pese a que los depósitos a plazo crecieron un 15,2% en 2008 y un 6,3% interanual a junio de este año, M3 privado en porcentaje del producto cae cerca de 4,8 puntos porcentuales, al pasar de 23,9% al 19,1% del PBI, en igual periodo (ver Cuadro 3).

Nuevamente, ello pone en evidencia que el desplome de los agregados monetarios en términos reales responde principalmente a la inflación y no a una caída nominal en los depósitos privados, sea vista o a plazo. La diferencia no es menor dado que bien podrían haber actuado ambos efectos en igual sentido (inflación y caída nominal de depósitos) potenciando la contracción de los agregados monetarios en términos reales, y por lo tanto magnificando la magnitud de la crisis económica.

Ahora bien, el análisis lleva a la siguiente pregunta: ¿Por qué no cayeron los depósitos en términos nominales como en periodos anteriores con fuerte salida de capitales privados?

1.1 Superávit Comercial, principal y casi única fuente de divisas.

Si bien la inflación aumenta la demanda nominal de agregados monetarios dado un nivel de producto, vale advertir que la respuesta se esconde principalmente en el superávit comercial. En efecto, pese a que la salida de capitales ya

sumó u\$s 43.300 millones los últimos dos años, el BCRA sólo vendió u\$s967 millones de sus reservas al sector privado en igual periodo. Es decir, el BCRA “*financió*” menos del 2,2% de la salida de capitales privados de los últimos dos años. Ello indica que la salida de capitales privados se “*autofinanció*” con los dólares que genera el propio sector privado, principalmente provenientes del superávit comercial, lo que evitó que el BCRA expusiera sus reservas (Ver cuadro 4).

Distinta sería la evolución de los agregados monetarios si se produce una salida de capitales de mayor magnitud a la oferta de dólares que genera el propio sector privado, dado que en ese caso el BCRA vería expuestas sus reservas ante agentes privados acudiendo a las mismas para satisfacer su demanda de dólares, que produciría una contracción nominal de los agregados monetarios agravando la crisis.

En efecto, es que el sector privado tendría que devolver los pesos al BCRA a cambio de sus reservas, lo que implica una destrucción de base monetaria y contracción de depósitos privados de similar magnitud a la pérdida de reservas.

Esta caída nominal de los depósitos privados se sumaría al efecto inflacionario, generando una contracción de los agregados monetarios en términos reales más significativa a la observada, además de vivir una situación de pánico bancario y fuerte deterioro del nivel de actividad.

1.2 La Salida de Capitales del 2001 fue Financiada el 100% por el Gobierno Nacional. Actualmente sólo el 2%.

Sólo en 2001 la salida de capitales sumó u\$s16.700 millones. Como en ese entonces el sector privado no generaba dólares (déficit en Cta. Cte. del Balance de Pagos privado), para satisfacer su demanda de dólares los agentes acudían al BCRA devolviendo los pesos a cambio de sus reservas. La salida de capitales financiada por el BCRA generó una fuerte contracción monetaria, además de una corrida bancaria, ambos efectos generando una notable contracción del nivel de actividad económica.

De hecho, luego de perder más de u\$s12.000 millones de las reservas del BCRA, el Gobierno para evitar devaluar, tomó un préstamo con el FMI de u\$s9.500 millones en el marco del “*Blindaje Financiero*”, buscando con ello restablecer la confianza sobre el peso y frenar la salida de capitales.

No obstante, el préstamo sólo duró tres meses en las arcas del BCRA antes de que lo consuma la fuerte salida de capitales. Para ese entonces la devaluación no fue una decisión, sino una consecuencia de llevar al Estado a la quiebra producto de la inconsistencia macroeconómica propia de la convertibilidad, además de vaciar al BCRA.

Es decir, mientras que en el 2001 el Gobierno había financiado el 100% de la salida de capitales, mitad con pérdida de reservas, y mitad con un préstamo del FMI, generando una notable contracción de los agregados monetarios y actividad económica, en la

actualidad el Gobierno sólo financió el 2% de la salida de capitales, dado que el superávit comercial se antepuso actuando como un escudo sobre las reservas del BCRA, acto que evita la contracción de los agregados monetarios y la pérdida de reservas, limitando la contracción del nivel de actividad económica.

En suma, si actualmente la economía no entró en colapso económico ante tal magnitud e incesante fuga de divisas, es porque existió un abultado superávit comercial que actuó de contrapeso y evitó que el BCRA expusiera sus reservas. Cómo no perdió reservas el BCRA no enfrentó una corrida de depósitos que lo lleve directo al dilema de tener que decidir si financiar la salida de capitales o devaluar.

2. SISTEMA FINANCIERO Y SALIDA DE CAPITALES.

En la sección anterior vimos que pese a una salida de capitales de u\$s43.300 millones en los dos últimos años, no se observó una caída nominal de los depósitos privados, propio de una situación de corrida o pánico bancario.

De hecho, los depósitos privados en pesos aumentaron un 20% en igual periodo, mientras que los depósitos privados en dólares se duplicaron para alcanzar un total de u\$s9.500 millones, incremento que pone en evidencia que el 11% de la salida de capitales quedó dentro del sistema financiero en forma de depósitos en moneda extranjera. Sucesos atípicos recordando periodos con fuertes salidas de capitales del pasado reciente.

Si bien vimos que gran parte de esta “*particularidad*” se explica porque el sector privado no demandó las reservas del BCRA y consecuentemente el sistema financiero no enfrentó una corrida sobre los depósitos, vale advertir que también existieron otros factores, propios del sistema financiero, que ayudaron a evitar que no se instale una creciente desconfianza sobre los bancos conforme aumentaba la incesante salida de capitales, retroalimentando el círculo vicioso.

Dentro de estos factores de peso propio que permitieron que no se quiebre la débil confianza existente en el sistema financiero local, se destacan:

1. La holgada posición de liquidez del sistema financiero,
2. La predominancia de depósitos privados en pesos.
3. La inexistencia de descalce de monedas entre activos y pasivos.
4. y quizás la más relevante, actualmente la devaluación de la moneda local no lleva al default de la deuda pública como pasaba en 2001. De hecho, actualmente ocurre todo lo contrario.

Todos estos factores actúan en igual sentido reduciendo el riesgo al que se expone el sistema financiero.

2.1) La Liquidez del Sistema Financiero es equivalente al 57% de los depósitos privados.

El cuadro número 5 refleja la evolución de la liquidez en pesos del sistema financiero, que se compone por pasivos del BCRA: circulante, encajes, pases netos y Lebacs y Nobacs. La misma se mantuvo relativamente estable entorno a los \$80 mil millones los dos últimos

años, magnitud que representa actualmente el 40% de los depósitos en pesos del sistema financiero, y particularmente, el 57% de los depósitos privados.

De igual modo, el cuadro número 6 refleja que de los u\$11.600 millones que suman los depósitos en dólares en el sistema financiero (de los cuales u\$9.500 millones corresponden al sector privado), el 58% está depositado en el BCRA en concepto de encaje y por lo tanto es liquidez del sistema financiero. El 42% restante está invertido en préstamos al sector privado pero sólo a agentes que disponen de ingresos en moneda extranjera, lo que reduce el riesgo del default del deudor ante variaciones del tipo de cambio.

2.2) Predominancia de los Depósitos en moneda local (82% del total).

Tras la pesificación del sistema financiero en 2002, ocho años después vale advertir que todavía se mantiene tal condición. De hecho, del total de los depósitos del sistema financiero sólo el 18% es en moneda extranjera, los cuales ya advertimos que sólo están invertidos en activos en dólares (BCRA y préstamos en dólares), lo que hace inexistente el riesgo de descalce de monedas del sistema financiero ante una devaluación de la moneda local (ver Cuadro N7).

Que perdure en el tiempo la pesificación del sistema financiero no es casualidad. A la poca confianza que todavía tiene el público para el resguardo de sus activos externos dentro del sistema financiero local, se suman las medidas adoptadas por el BCRA.

Principalmente, la combinación de limitar los préstamos en moneda extranjera sólo a operaciones vinculadas al comercio exterior, sumado a que el BCRA no otorga remuneración por los encajes en dólares. Ambas medidas generan poco interés a los bancos por captar fondos en moneda extranjera cuando disponen de liquidez como en la actualidad, que se manifiesta en la tasa de interés del 1% anual para los depósitos en dólares. El bajo rendimiento quita atractivo a la dolarización de carteras dentro del sistema financiero.

Es decir, la poca confianza al sistema financiero tras la crisis del 2002, pero principalmente las regulaciones adoptadas por el BCRA que buscan no cometer errores del pasado, es lo que permitió mantener el sistema financiero pesificado, y por lo tanto, mantenerlo exento de riesgo de descalce de monedas ante la devaluación de la moneda local.

2.3) La devaluación no lleva al default Público.

Por último y quizás el más importante, es que la devaluación de la moneda local no aumenta el riesgo de default del sector público como en la convertibilidad. En efecto, el afán por defender la convertibilidad no era por convicción, sino simplemente porque devaluar llevaba al sector público al default por tener ingresos en pesos y deuda en dólares. El “*pecado original*” de la convertibilidad.

Hoy día, con la pesificación de la deuda entre 2002 y 2005, no existe tal condición. En efecto, mientras que en el 2001 sólo el 3% de la deuda pública estaba nominada en moneda local,

actualmente el 48% de la deuda pública es en pesos. A su vez, de la porción que está en moneda extranjera, una parte no menor se encuentra en manos del Gobierno tras la estatización de las AFJP y recompras que hizo el BCRA los últimos trimestres (ver Cuadro N8).

En resumen, la holgada liquidez, la predominancia de depósitos en pesos, la inexistencia de descalce de monedas y sumado a que actualmente una devaluación no aumenta el riesgo de default del sector público, hace que el sistema financiero prácticamente no tenga riesgo por descalce de monedas en contraste con el periodo de la convertibilidad. Periodo en el cual, una devaluación de la moneda local, además de default público, implicaba la quiebra del sistema financiero.

Pero si bien el sistema financiero ante una corrida bancaria puede devolver el 57% de los depósitos privados en pesos sin sobresaltos ni “*corralitos*” (apoyado en su liquidez) como tampoco ser el epicentro de una crisis cambiara (dado que está pesificado), ya advertimos que una reducción de depósitos implica que el sector privado sale en busca de las reservas del BCRA. Es allí donde radica el problema para la economía en general, por la contracción económica que ello implica, y para el BCRA en particular, porque enfrentaría rápidamente el dilema de “*aguantar o devaluar*”, presente en toda corrida bancaria.

En ese escenario, si bien la decisión del BCRA dependerá de la magnitud de la corrida, vale advertir que la falta de acceso al crédito, y recordando que ya “*libre de pecados*” la devaluación no aumenta el riesgo de default del sector público ni lleva a la quiebra al sistema

financiero, en dicho contexto aumenta la probabilidad de que el BCRA se decida rápidamente por la devaluación buscando limitar la pérdida de reservas, principal activo que asegura el pago de la deuda pública.

3. CONSIDERACIONES FINALES

Al inicio del informe enumeramos los principales factores que alentaron la significativa e incesante salida de capitales privados los dos últimos años. Algunos de ellos ya perdieron su impulso, como la expectativa de una importante reducción del superávit comercial, la estatización de las AFJP o la incertidumbre ante las elecciones legislativas, mientras que otros factores continúan presente y otros aumentaron su relevancia.

Dentro de estos últimos, actualmente los principales factores que alientan la salida de capitales son el notable deterioro del superávit fiscal en combinación con la falta de acceso a los mercados de deuda.

En efecto, de no moderar la expansión del gasto público en el segundo semestre del año, el Gobierno podría verse obligado a aumentar el tipo de cambio no sólo para aumentar la recaudación en pesos de los tributos vinculados al comercio exterior, sino al mismo tiempo licuar parte del gasto público mediante inflación. No saber como será el inminente ajuste fiscal es el principal factor que alienta actualmente la salida de capitales.

La reducción del superávit primario de del 3% al 1% del PBI entre 2008 y 2009, si bien no lleva a un déficit financiero significativo (cercano al

0,5% del PBI al considerar los intereses netos de ANSES y BCRA), implica no sólo que el Gobierno ya no dispone de margen para actuar en forma contracíclica sobre el nivel de actividad sin poner en duda su capacidad de pago de la deuda, sino también que empieza a financiar su déficit primario, bien con depósitos públicos, o bien con emisión monetaria “*camuflada*” como utilidades del BCRA.

En ambos casos, implica que el Gobierno volcará pesos al sector privado para financiar su déficit, sin por ello aumentar el stock de reservas del BCRA. Todo lo contrario, el BCRA puede ver reducir su stock de reservas, a medida que el Gobierno paga la deuda en dólares, pero la salida de capitales no permite reponerlas, tal como sucede desde hace dos años.

Más pesos en el sector privado y menos dólares en el BCRA es la combinación para alinear las expectativas a una devaluación, alimentando la salida de capitales.

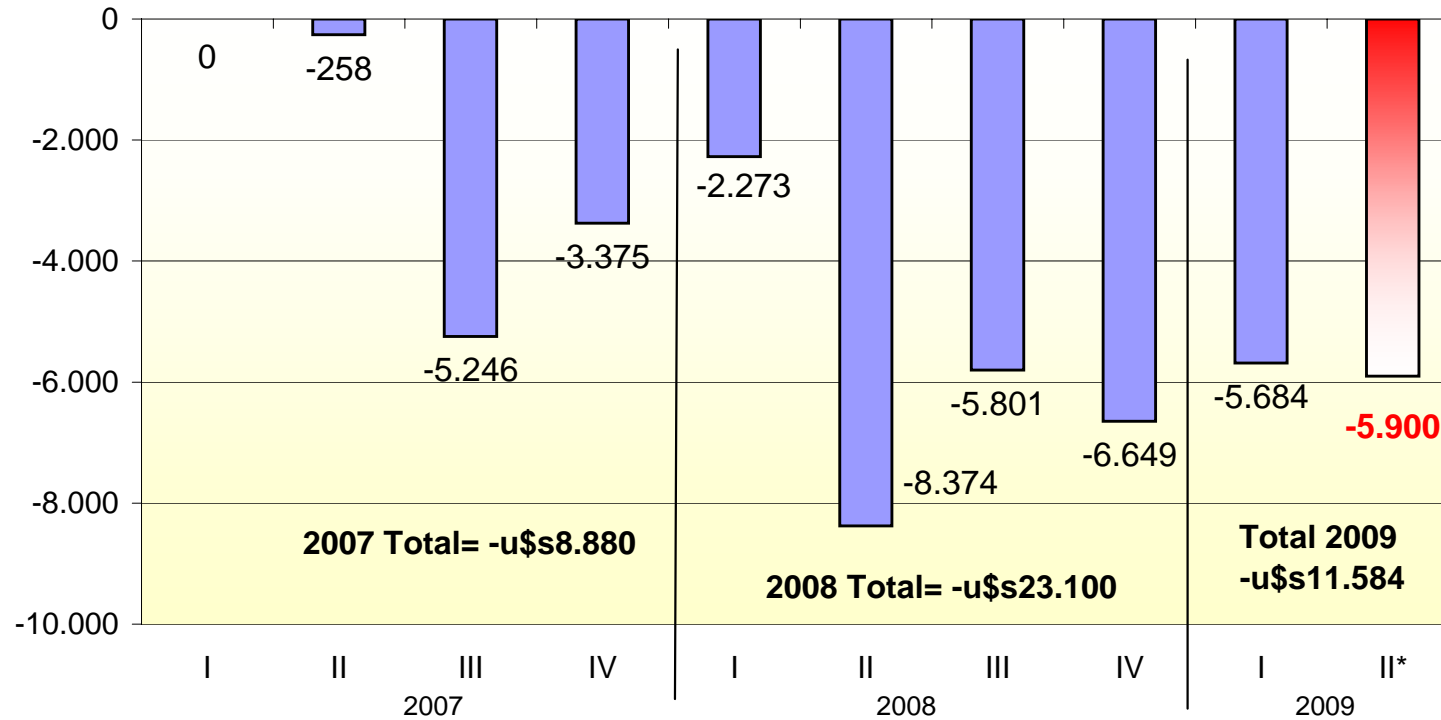
Paradójicamente, las recientes elecciones legislativas donde el Gobierno perdió amplios grados de libertad en materia de política económica en manos de la oposición, igualmente no permite dilucidar cual será la evolución de las cuentas fiscales del año entrante.

En efecto, si buena parte del arco político legisla en 2010 medidas económicas pensando en el rédito político para 2011, entonces al populismo oficial, se sumará el populismo opositor, combinación que difícilmente resista la delicada situación fiscal, y en consecuencia, la moneda nacional.

Cuadro N 1

Salida de Capitales privados 2007 -2009

en millones de u\$s



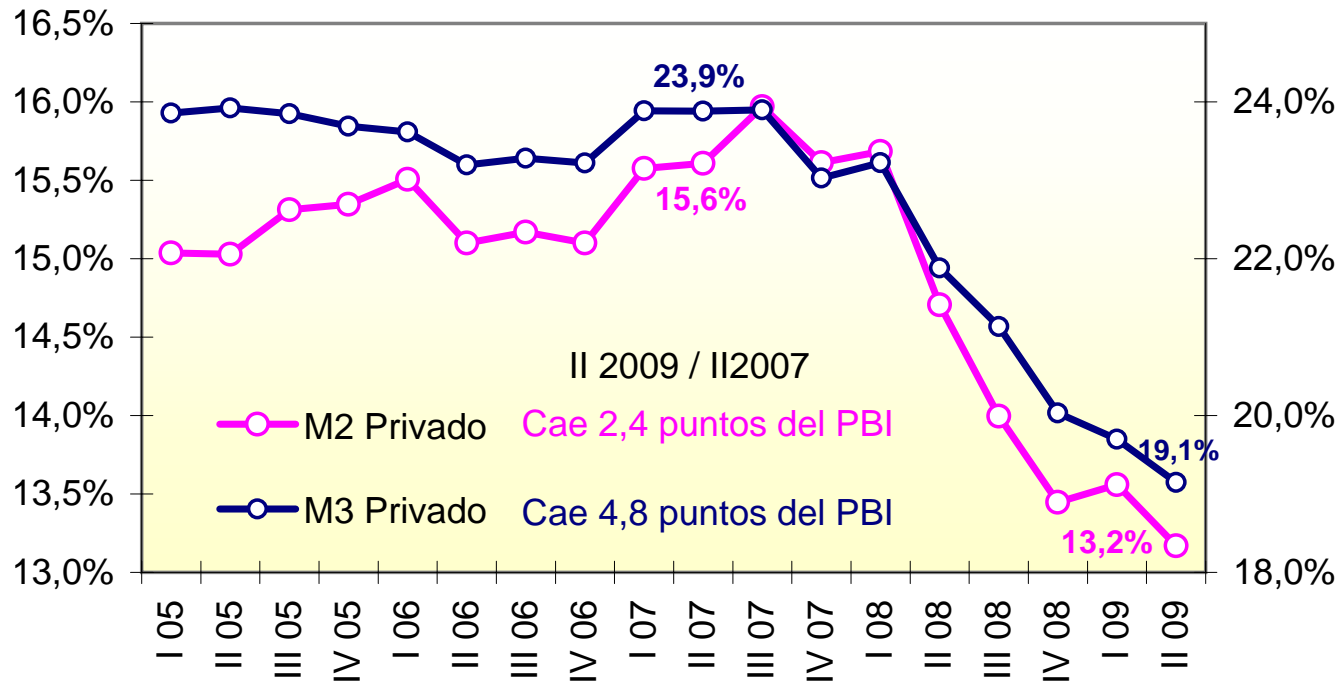
Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

* Estimación Econométrica S.A

Cuadro N 2

Evolución de los Agregados Monetarios Privados

en % del PBI - PBI Acum 4 trim



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro N 3

Agregados Monetarios Privados y Totales

en miles de millones - Promedios Mensuales - Variación Interanual

Fecha	Agregados Monetarios en pesos Sector Privado													Agregados Monetarios en pesos Totales									
	Circulante en publico			Depositos Vista			M2 Privado			Plazo				M3 Privado				M2			M3		
	Total	Var. %	% PBI	Total	Var. %	% PBI	Total	Var. %	% PBI	Total	Var. %	Var %*	% PBI	Total	Var. %	Var %*	% PBI	Total	Var. %	% PBI	Total	Var. %	% PBI
2003	25,2		6,7%	21,9		5,8%	47,1		12,5%	44,8			11,9%	91,9			24,4%	52,5		14,0%	102,5		27,3%
2004	27,9	10%	6,2%	32,4	48%	7,2%	60,3	27,9%	13,5%	38,9	-13%		8,7%	99,2	7,9%		22,2%	73,3	40%	16,4%	122,4	19%	27,3%
2005	35,7	28%	6,7%	39,7	23%	7,5%	75,4	25,1%	14,2%	42,9	10%		8,1%	118,2	19,2%		22,2%	90,7	24%	17,1%	147,7	21%	27,8%
2006	45,2	27%	6,9%	47,2	19%	7,2%	92,3	22,5%	14,1%	49,2	15%		7,5%	141,5	19,7%		21,6%	111,2	23%	17,0%	178,9	21%	27,3%
2007	57,1	26%	7,0%	59,8	27%	7,4%	116,9	26,6%	14,4%	59,3	20%	*	7,3%	176,2	24,5%	*	21,7%	134,7	21%	16,6%	222,5	24%	27,4%
2008	66,8	17%	6,5%	70,7	18%	6,8%	137,5	17,6%	13,3%	67,7	14%	15,2%	6,6%	205,2	16,5%	16,8%	19,9%	158,0	17%	15,3%	261,8	18%	25,3%
I 07	52,9	25%	7,7%	53,5	20%	7,8%	106,3	22,5%	15,6%	56,7	25%		8,3%	163,1	23,3%		23,9%	126,5	19%	18,5%	207,3	25%	30,4%
II 07	54,8	27%	7,6%	57,8	25%	8,0%	112,7	26,2%	15,6%	59,7	25%		8,3%	172,4	25,7%		23,9%	132,2	23%	18,3%	217,5	26%	30,1%
III 07	59,5	28%	7,8%	62,1	29%	8,2%	121,7	28,9%	16,0%	60,4	20%		7,9%	182,1	25,7%		23,9%	138,8	23%	18,2%	229,6	25%	30,1%
IV 07	61,2	26%	7,5%	65,6	31%	8,1%	126,8	28,4%	15,6%	60,2	13%		7,4%	187,1	23,1%		23,0%	141,3	19%	17,4%	235,4	21%	29,0%
I 08	65,1	23%	7,5%	70,4	32%	8,1%	135,5	27,4%	15,7%	65,2	15%		7,5%	200,7	23,1%		23,2%	152,1	20%	17,6%	252,2	22%	29,2%
II 08	66,1	20%	7,1%	71,0	23%	7,6%	137,1	21,7%	14,7%	66,9	12%		7,2%	204,0	18,3%		21,9%	154,5	17%	16,6%	258,0	19%	27,7%
III 08	67,6	14%	6,8%	70,9	14%	7,2%	138,5	13,9%	14,0%	70,7	17%	*	7,1%	209,2	14,9%	*	21,1%	160,5	16%	16,2%	267,7	17%	27,0%
IV 08	68,3	12%	6,6%	70,5	7%	6,8%	138,9	9,5%	13,4%	68,0	13%	16,8%	6,6%	206,9	10,6%	11,9%	20,0%	164,9	17%	16,0%	269,1	14%	26,1%
I 09	70,8	9%	6,7%	72,9	3%	6,9%	143,6	6,0%	13,6%	65,0	0%	10,5%	6,1%	208,6	3,9%	7,4%	19,7%	172,5	13%	16,3%	269,5	7%	25,4%
II 09	69,1	5%	6,4%	73,1	3%	6,8%	142,3	3,8%	13,2%	64,6	-4%	7,0%	6,0%	206,8	1,4%	4,8%	19,1%	170,1	10%	15,7%	267,9	4%	24,8%
Ene-08	65,4	23,9%		69,2	31,2%		134,6	27,6%		63,6	15,2%			198,2	23,3%			154,6	22%		249,1	22%	
Feb-08	64,8	23,0%		70,9	32,4%		135,7	27,7%		65,1	14,3%			200,8	23,0%			151,9	20%		252,6	22%	
Mar-08	65,2	22,4%		71,1	31,6%		136,3	27,0%		66,8	15,2%			203,1	22,9%			149,8	18%		255,0	21%	
Abr-08	65,6	22,2%		72,0	28,0%		137,7	25,2%		67,7	13,7%			205,3	21,1%			152,4	18%		257,5	21%	
May-08	66,1	21,3%		71,5	23,5%		137,6	22,4%		66,4	11,5%			204,1	18,7%			154,9	17%		258,4	18%	
Jun-08	66,4	18,0%		69,6	17,2%		136,0	17,6%		66,6	10,9%			202,6	15,3%			156,2	16%		258,0	17%	
Jul-08	68,1	14,6%		71,2	15,5%		139,3	15,0%		68,6	13,6%			207,9	14,5%			161,2	15%		264,4	16%	
Ago-08	67,4	12,9%		70,5	13,1%		137,9	13,0%		71,0	17,4%			208,9	14,4%			157,5	13%		267,3	16%	
Sep-08	67,3	13,4%		71,1	13,9%		138,3	13,6%		72,4	19,9%			210,8	15,7%			162,8	19%		271,4	17%	
Oct-08	67,2	12,2%		70,4	10,3%		137,6	11,2%		71,3	19,5%			208,9	13,9%			162,1	17%		271,3	17%	
Nov-08	66,9	11,4%		69,1	7,4%		136,0	9,3%		69,4	15,7%	*		205,5	11,4%	*		159,5	14%		267,9	15%	
Dic-08	70,9	11,4%		72,1	4,9%		143,0	8,0%		63,3	3,8%	15,3%		206,4	6,7%	10,3%		173,2	19%		268,2	11%	
Ene-09	72,3	10,6%		73,8	6,7%		146,1	8,6%		63,1	-0,8%	10,2%		209,3	5,6%	9,1%		178,3	15%		271,7	9%	
Feb-09	70,9	9,5%		73,5	3,7%		144,4	6,5%		65,9	1,2%	11,9%		210,3	4,7%	8,2%		171,7	13%		270,0	7%	
Mar-09	69,0	5,9%		71,2	0,1%		140,3	2,9%		66,0	-1,2%	9,3%		206,3	1,6%	5,0%		167,4	12%		266,7	5%	
Abr-09	67,8	3,3%		72,1	0,2%		139,9	1,6%		64,8	-4,3%	6,1%		204,7	-0,3%	3,1%		166,3	9%		264,1	3%	
May-09	68,6	3,8%		72,6	1,5%		141,2	2,6%		65,0	-2,1%	8,5%		206,3	1,1%	4,5%		168,8	9%		268,1	4%	
Jun-09	71,0	6,9%		74,6	7,3%		145,6	7,1%		63,9	-4,2%	6,3%		209,5	3,4%	6,8%		175,2	12%		271,6	5%	

* La eliminación de las AFJP generó un traspaso de depósitos desde el Sector Privado al Sector Público cercano a los 7.000 millones de pesos en Diciembre de 2008. Principalmente depósitos a plazo fijo. Importante advertir de ello en el análisis de las variaciones interanuales de 2009

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Cuadro N 4

Salida de Capitales Financiada por El BCRA

en millones de dólares

	Salida de Capitales Privados	Compra de Divisas BCRA	% de Salida Capitales Financiada por el BCRA
	(1)	(2)	(3)=(2)/(3)
III 07	-5.246	-202	3,8%
IV	-3.375	1.561	-46,2%
I 08	-2.273	2.596	-114,2%
II	-8.374	-2.735	32,7%
III	-5.801	1.324	-22,8%
IV	-6.649	-2.063	31,0%
I 09	-5.684	-1.476	26,0%
II*	-5.900	28	-0,5%
Total	-43.304	-967	2,2%

* Estimación de Econométrica S.A

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro N 5

Evolución de la Liquidez Sistema Financiero

en miles de millones de pesos - Promedio Mensual

	Jun-07	Jun-08	Jun-09
Total Liquidez	83,9	85,8	79,4
Efectivo en Bancos	5,2	7,1	8,6
Cta. Cte. en BCRA	22,1	27,1	24,2
Pases Netos	3,3	4,6	14,7
Lebacs y Nobacs	57,7	50,0	33,9
Redescuentos (-)	4,5	3,0	1,9
En % Depósitos Totales	51%	44%	40%
Privados	70%	61%	57%

Anexo.

Depósitos Totales	164,9	196,2	200,6
Privados	119,4	139,7	138,5

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Econométrica S.A

economic research and forecasts

Cuadro N 6

Fuentes y Usos en dólares del Sistema Financiero

en miles de millones de dólares

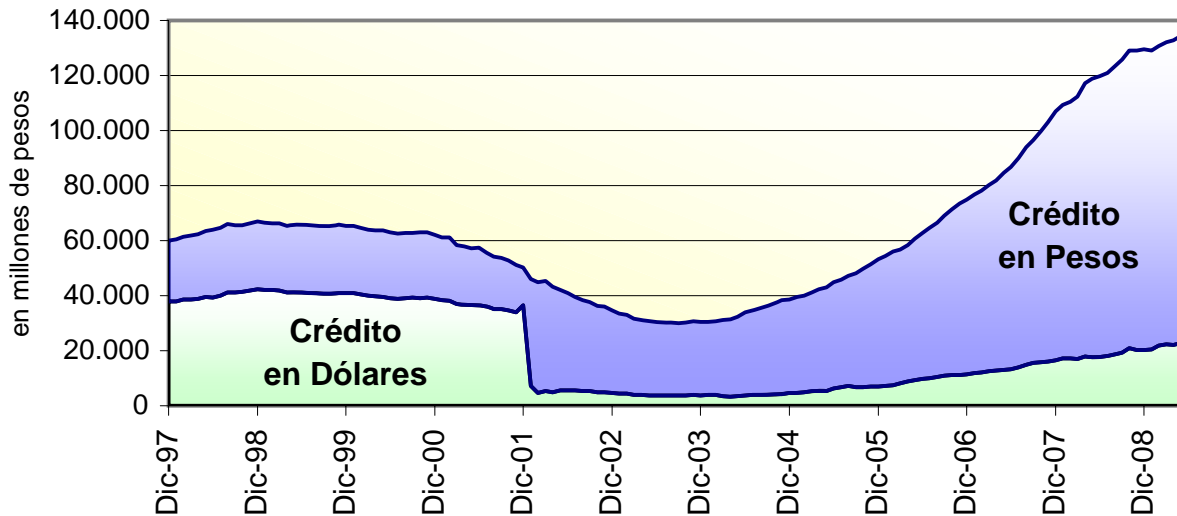
	Depósitos en dólares			Inversiones en dólares		
	Privado	Público	Total	Total	Encaje BCRA	Préstamos Privados en dólares
Jun-07	5,4	0,5	5,9	6,4	2,2	4,2
Jun-08	7,1	1,0	8,1	9,1	3,3	5,8
Jun-09	9,4	2,2	11,6	12,8	6,8	6,0

Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Cuadro N 7

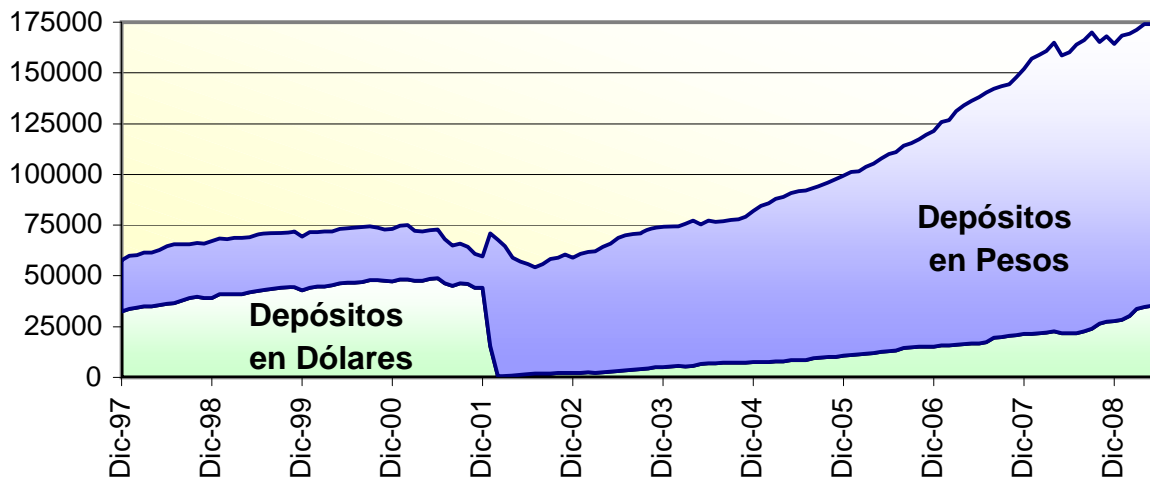
Evolución del Crédito al Sector Privado

Serie Mensual - en millones de pesos



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Evolución de los Depósitos del Sector Privado



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Cuadro N 8

Stock Deuda Pública Bruta y Neta.

en miles de millones de dólares

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	En %
Total Deuda Pública	129,2	136,7	144,7	146,0	100%
en % del PBI	71%	64%	56%	44,5%	
1. Intra Sector Público	8,6	19,1	21,1	44,7	31%
a) BCRA	8,1	17,6	18,1	20,0	14%
Bono FMI	-	9,7	9,7	9,7	7%
Otros Bonos del Tesoro	2,9	1,9	1,6	2,7	2%
Adelantos Transitorios	5,3	6,0	6,8	7,7	5%
b) ANSES	0,5	1,5	3,0	24,6	17%
letras	0,5	1,5	2,0	2,6	2%
Títulos (ex AFJP)	0	0	1,0	22,0	15%
2. Organismos Internacionales*	32,3	22,1	22,4	22,4	15%
3. Sector Privado**	88,2	95,5	101,1	78,9	54%

* Incluye Club de París

** Excluye deuda que no entró al Canje de 2005

Fuente: Estimación de Econométrica S.A en base al Mecon.

Econométrica S.A

economic reserach and forecasts