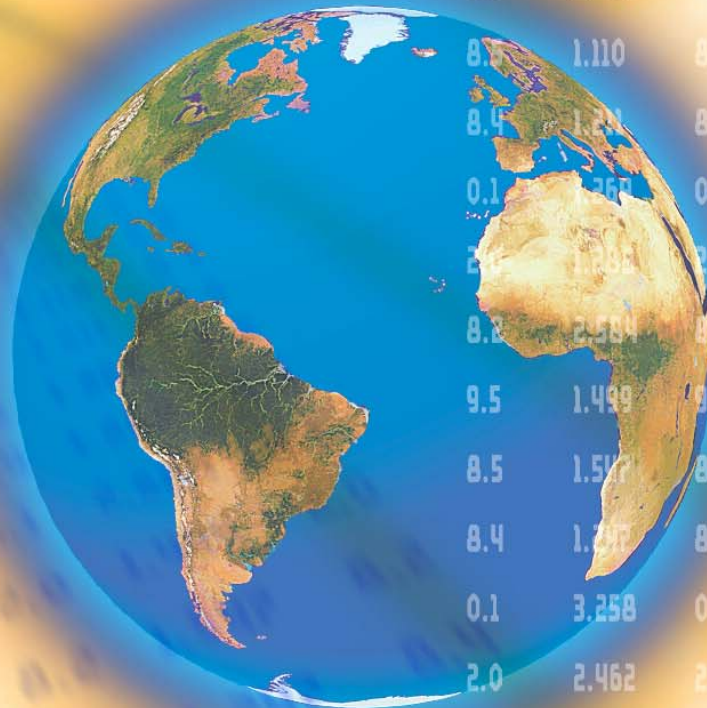


Econométrica S.A

economic research and forecasts

www.econometrica.com.ar

Conozca nuestro blog:



37

1970 - 2007

años dedicados al Análisis

Macroeconómico

*Argentina
Macroeconomic
Outlook*

Octubre 2007

**“¿Por qué se Frenaron
las Compras de
Dólares en el Tercer
Trimestre?”**

Por Juan Sommer

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 2007: 0303)

Copyright © 2003

Econométrica S.A
economic research and forecasts

“¿POR QUÉ SE FRENARON LAS COMPRAS DE DÓLARES EN EL TERCER TRIMESTRE?”

Por Juan Sommer¹

1. EN EL TERCER TRIMESTRE SE FRENARON LAS COMPRAS DE DÓLARES DEL BANCO CENTRAL

A lo largo de 2006 y gran parte de este año una de las preocupaciones del Gobierno fue evitar la masiva oferta de dólares provocara la apreciación del peso. Para ello el Banco Central intervino en el mercado de cambios comprando las divisas que posibilitaron el fuerte crecimiento de las reservas.

Pero como al mismo tiempo se fijó el objetivo de evitar que la expansión monetaria -M2- superara los límites establecidos por el propio Banco Central, límites supuestamente compatibles con la tasa de inflación proyectada del 7-11%, la expansión generada por la compra de dólares debió ser esterilizada en gran parte mediante emisiones de LEBAC y NOBAC que provocaba como contrapartida el crecimiento de la deuda del Banco Central.

Si ello no afectó significativamente el superávit cuasi fiscal del Banco Central fue porque la diferencia entre las tasas de interés de las colocaciones de las reservas acumuladas y las tasas de interés de los títulos que emite el Banco Central fue relativamente baja.

Como la magnitud de la intervención del Banco Central en el mercado de cambios depende también de los recursos fiscales que el Gobierno utiliza para comprar los dólares para pagar los servicios de la deuda pública, la reducción del superávit en 2006 y en el transcurso de 2007 requirió mayor intervención del Banco Central para sostener el tipo de cambio.

De hecho, en 2006 el Gobierno Nacional luego de todos los pagos de la deuda en pesos dispuso de excedentes para comprar dólares por el equivalente a dls. 2,6mil millones, monto que se redujo al equivalente a dls 800 millones en el primer semestre de 2007 y se proyecta en dls. 670 millones para todo el año (Ver Cuadro N1).

La intervención del Banco Central en el mercado de cambios se tradujo en la compra al sector privado de dls. 14.000 millones en 2006 y de dls. 9.115 millones en el primer semestre de 2007, mientras que participación del Tesoro Nacional en la compra de dólares fue muy acotada, dls. 480 millones en 2006 y dls. 928 millones en el primer semestre de 2007.

Es decir, hasta mediados de 2007 el Banco Central pudo compatibilizar los objetivos de acumular reservas, ejercer cierto control sobre la expansión

¹ jsommer@econometrica.com.ar

“¿Por qué se frenaron las compras de dólares en el tercer trimestre?”

Por Juan Sommer

monetaria manteniendo tasas de interés negativas en términos reales sin afectar significativamente los resultados cuasi fiscales.

El escenario cambió en el tercer trimestre de este año, más precisamente, desde fines de julio, probablemente gatillado por la crisis de las hipotecas subprime. Desde fines de julio en adelante y hasta el 19 de octubre, el Banco Central en lugar de comprar, vendió dólares en el mercado de cambios. Si bien los montos vendidos en sí mismo y respecto del total de reservas no son significativos, es la primera vez que se registran ventas desde la crisis del 2002. Desde fines de julio hasta el 26 de octubre el Banco Central vendió dls. 1.250 millones. (Ver Cuadro N2).

Pasado lo peor de la crisis hipotecaria en EE.UU. y tras la decisión de la Fed en bajar la tasa de interés, los flujos de capital están volviendo a los mercados emergentes, tal como muestra la apreciación del real brasileño. No obstante, en Argentina se mantuvo cierto “recelo” y solo después de las elecciones presidenciales volvió a intervenir el Banco Central comprando dólares en el mercado.

¿Cuales son las razones de este cambio?
¿Fue esta una situación transitoria? Y en caso de que así haya sido ¿cuales son las condiciones para que no vuelva a repetirse? Estas son algunas de las preguntas que abordaremos en este informe.

2. LAS FUENTES DE LA OFERTA DE DÓLARES

Para responder a estas preguntas es necesario comenzar por evaluar los factores que indujeron la fuerte venta de dólares hasta mediados de este año y determinar las razones que provocaron el cambio en el mercado.

De la información del Balance Cambiario, que muestra los movimientos efectivos de divisas del sector privado², surge que a lo largo de todo el periodo comentado, los movimientos de divisas originados en operaciones comerciales fueron fuertemente superavitarios: dls. 12,7mil millones en 2005, dls. 13,3 mil millones en 2006 y dls. 8,8mil millones en el primer semestre de 2007 con un proyectado anual de dls. 15,4 mil millones. Por su parte, la cuenta corriente cambiaria fue en esos años algo menos superavitaria fundamentalmente por el pago de intereses de la deuda privada y las transferencias de utilidades al exterior (Ver Cuadro 3).

Pero las compras de dólares que realizó el Banco Central al sector privado en los periodos mencionados no se limitaron al resultado de las operaciones comerciales y de servicios. También se registró una importante entrada de capitales del sector privado.

En efecto, tras la finalización del canje de la deuda en 2005 hasta el primer semestre de 2007 se registraron ingresos de capital

² En forma simplificada se puede afirmar que se diferencia del balance de pagos en que este registra operaciones de residentes con no residentes en el país y que registra devengamientos y no necesariamente movimientos efectivos de divisas

“¿Por qué se frenaron las compras de dólares en el tercer trimestre?”

Por Juan Sommer

del sector privado de magnitudes significativas; dls. 2.691 millones en 2005, dls 2.388 millones en 2006 y dls. 2.195 millones en el primer semestre de 2007. Estos montos representan el 19,5%, 16,3% y 21,9% del total de compras de dólares al sector privado en cada uno de esos periodos, respectivamente.

Cabe señalar que el ingreso de capitales se produjo aún con el encaje de 30% de los fondos ingresados al país por no residentes. Los no residentes sólo pueden ingresar fondos a través del mercado de cambios entre otros conceptos para inversiones directas, adquisición de inmuebles y para la participación en emisiones primarias de títulos públicos nacionales y provinciales y también privados³.

Eludiendo las restricciones, los residentes en el exterior adquirieron activos financieros argentinos en pesos por medio de operaciones de “*contado con liquidación*”. Ello ocurrió hasta mediados de este año y se tradujo en aumentos de la cotización de los activos en pesos y una reducción del tipo de cambio implícito en estas operaciones respecto del vigente en el mercado de cambios.

3. FACTORES QUE INDUJERON EL INGRESO DE CAPITALES

Los datos del primer semestre de este año son una muestra elocuente del peso del ingreso de capitales del exterior en las compras de dólares del Banco Central.

³ Estas limitaciones restricciones no se aplican a residentes, aunque recientemente también el Banco Central introdujo cambios en las normas que dificultaron los ingresos de fondos también de residentes.

¿En qué contexto ingresaron esos capitales? En primer lugar, en los últimos años se observó un contexto internacional que favoreció el flujo de capitales hacia países emergentes en los que se ofrecían rendimientos de activos financieros relativamente altos.

El crecimiento de la economía mundial, el control de las tasas de inflación en Estados Unidos, Europa y Japón y la expectativa de reducción de las tasas de corto plazo en los Estados Unidos alentaban ese flujo.

En segundo lugar, el rendimiento de los activos financieros Argentinos en pesos, particularmente los ajustables por CER, atraía fondos del exterior ante las expectativas de que en caso de producirse, el ajuste cambiario sería significativamente inferior al ajuste por CER. Ello derivó en aumentos importantes en sus cotizaciones, que recién comenzaron a declinar cuando fue evidente que la manipulación de los índices de precios iban a continuar y que los menores ajustes no se iban a compensar. La falta de transparencia en los índices de precios fue la primer señal de “*despegue*” entre los riesgos país de Argentina y Brasil.

En tercer lugar, esta percepción de estabilidad cambiaria convivía con un escenario de mayor inflación que la indicada por los manipulados índices oficiales pero todavía con bajos temores de aceleración inflacionaria.

“¿Por qué se frenaron las compras de dólares en el tercer trimestre?”

Por Juan Sommer

4. LOS CAMBIOS DEL TERCER TRIMESTRE DE 2007

Como señalamos anteriormente los resultados del mercado cambiario se revirtieron en el tercer trimestre de este año. El Banco Central en lugar de comprar dólares comenzó a venderlos. Ello ocurría en un contexto donde el superávit de la balanza comercial, aunque menor por razones estacionales, seguía siendo altamente positivo. El superávit de la balanza comercial fue de dls. 2,2 mil millones en el tercer trimestre y el superávit cambiario por operaciones comerciales de dls. 3.3mil millones

La necesidad de vender divisas en el mercado se debió entonces a la salida de capitales que se registró en el tercer trimestre, que fue de dls. 3,3mil millones. Las ventas efectuadas por el Banco Central al sector privado en agosto y septiembre fueron de alrededor de dls. 700millones de dólares.

Adicionalmente a la venta de divisas, se registraron fuertes caídas en las cotizaciones de los títulos públicos en pesos (superiores a las de los títulos en dólares) y se amplió la brecha entre el tipo de cambio de las operaciones de movimiento de fondos con títulos y el de mercado.

Es decir, si bien la base de los resultados del mercado de cambios surge de las operaciones comerciales –que también en el corto plazo pueden estar afectados por leads (anticipos) y lags (demoras) entre los movimientos de bienes y de fondos-, son los movimientos de capitales, aún con las restricciones vigentes, definen el signo de la intervención del Banco Central.

Aunque el inicio de este proceso está relacionado con la crisis de los mercados financieros internacionales por efecto de los default de hipotecas subprime, la pregunta que surge es: ¿la mayor compra de dólares de residentes y no residentes, fue sólo consecuencia de la crisis subprime o también de factores domésticos? Y si ello fue así ¿cuales fueron estos factores?

Consideramos que hay diversos factores de origen interno que, en conjunción con la crisis internacional, han determinado este cambio en la situación del mercado cambiario del periodo comentado. De hecho, mientras que a principios de año Argentina y Brasil llegaron a tener el mismo "*riesgo país*" en torno a los 185 puntos básicos, actualmente es de 187 puntos para Brasil y 341 puntos para Argentina (ver Cuadro N 4).

En primer lugar, y aún antes de la crisis de las hipotecas subprime, a comienzos de julio el Banco Central había establecido nuevas normas que dificultaban los movimientos de fondos con el exterior de los residentes y la realización de operaciones de contado con liquidación por no residentes con el intento de reducir la necesidad de intervenir en el mercado de cambios. Si bien esta disposición apunta a limitar el ingreso de fondos tendió a penalizar la salida incrementando la brecha entre el tipo de cambio de las operaciones de contado con liquidación y el de mercado.

En segundo lugar, se comenzó a observar una mayor incertidumbre respecto de la evolución del tipo de cambio nominal. Antes de la crisis de las hipotecas subprime el mercado estimaba que el peso no experimentaría variaciones

“¿Por qué se frenaron las compras de dólares en el tercer trimestre?”

Por Juan Sommer

significativas respecto del dólar. Sin embargo, la respuesta del Banco Central al salto en la demanda de dólares inmediatamente después de la crisis dejando subir el tipo de cambio nominal generó pérdidas a los tenedores de activos en pesos, que entonces comenzaron a rever las expectativas.

El contexto de aceleración de la tasa de inflación real y el aumento de costos en dólares de la producción doméstica más la necesidad de introducir ajustes en las tarifas de servicios públicos y las perspectivas de los aumentos salariales en la ronda de negociaciones que se iniciará en el año próximo, otorgaron mayor credibilidad a la expectativa de que el Gobierno que asuma en diciembre, que en todo momento se suponía sería encabezado por Cristina Kirchner, tome decisiones entre las que se encontraba la posibilidad de ajustar el tipo de cambio nominal. Y aunque ese ajuste esperado fuera inferior a la tasa de inflación real, la rentabilidad relativa de los activos en pesos disminuiría significativamente.

Por último, aunque las encuestas sobre los resultados electorales indicaban el triunfo del Gobierno en primera vuelta, el mismo proceso electoral genera un marco de mayor incertidumbre en el que muchas decisiones se postergan hasta el conocimiento de los resultados finales.

En resumen, si bien el contexto internacional gatilló la crisis financiera, la alta tasa de inflación, la manipulación del índice de inflación, la falta de un programa antiinflacionario, el cúmulo de distorsiones en precios regulados que requieren el uso generalizado de subsidios para compensar precios distorsionados y las demandas sectoriales generaron mayor

incertidumbre y expectativas de ajustes en la política económica, incluyendo en el tipo de cambio, temporalmente asociados con el cambio de Gobierno. Ese contexto favoreció un incipiente cambio en la demanda de dinero y la observada salida de capitales al exterior.

5. LA POLÍTICA MONETARIA CON MENORES INGRESOS DE DÓLARES

5.1. LA EVOLUCIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y EL CUMPLIMIENTO DE LA META A SEPTIEMBRE.

Durante 2006 y los primeros siete meses de este año se observó un crecimiento de los depósitos totales a una tasa del 23,6% y del 13,6% respectivamente. En el caso de los depósitos privados esas tasas fueron 19,9% y 15,7%. En este último conjunto de depósitos el mayor crecimiento se registró en los de plazo fijo con tasas de aumento del 24,2% y 13,9% respectivamente (ver Cuadro 5).

Desde fin de julio y hasta fin de septiembre los depósitos privados sólo aumentaron levemente, 0,4%, producto de aumento del 1,8% en los depósitos a la vista y una reducción del 1,3% de los depósitos a plazo. En cambio los depósitos en dólares aumentaron en alrededor de dls. 800 millones. Este relativo estancamiento en la evolución de los depósitos es la otra cara de la mayor demanda de dólares. También refleja que un contexto de expectativas de inflación creciente y tasas de interés pasivas fuertemente negativas en términos reales tiende a reducir la demanda de depósitos

“¿Por qué se frenaron las compras de dólares en el tercer trimestre?”

Por Juan Sommer

a plazo fijo y aumentar la demanda de bienes, fundamentalmente durables.

El relativamente bajo crecimiento de los depósitos privados en pesos fue uno de los factores que facilitó el cumplimiento de la meta monetaria que el Banco Central se había fijado para septiembre de este año. El otro fue la decisión de pasar depósitos del sector público de cuenta corriente a depósitos a plazo fijo, reduciendo M2 total. (ver cuadro 6).

La meta de expansión de M2 que se había fijado el Banco Central hasta septiembre de 2007 fue del 12,3%. Hasta julio M2 total había aumentado el 13,6%, es decir para alcanzar la meta se redujo M2 total en agosto y septiembre.

El componente privado de M2, aumentó hasta julio a una tasa superior al total, 17,6% y entre este último mes y septiembre aumentó el 0,6%.

Pero, esa reducción no hubiera permitido alcanzar la meta monetaria de no haberse reducido los depósitos a la vista del sector público por efecto de traspasos a depósitos a plazo fijo. En efecto, los depósitos públicos totales aumentaron en agosto y septiembre en \$ 4,5mil millones, los depósitos a la vista se redujeron en \$ 4,2mil millones y los a plazo fijo aumentaron en \$ 8,7mil millones.

Ello implica, por un lado que la evolución de M2 privado parece ser un indicador más adecuado de la demanda de dinero y por el otro que hasta julio pasado, en un contexto de fuerte entrada de capitales el Banco Central tenía dificultades para controlar la expansión monetaria siendo su política esencialmente pasiva.

5.2. LA EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS

Hasta fines de julio, pese al fuerte crecimiento del crédito al sector privado, las tasas de interés no mostraban una marcada tendencia ascendente y se mantenían fuertemente negativas en términos reales (Ver Cuadro 7). Ello fue producto de la liquidez generada por el proceso de compra de dólares del Banco Central y la decisión de no incrementar las tasas de interés mediante colocaciones de LEBAC y NOBAC.

La salida de capitales y el lento crecimiento de los depósitos desde fines de julio revirtió también esa situación. A pesar de ciertas restricciones que establecieron los bancos, el crédito al sector privado continuaba expandiéndose a tasas relativamente altas, 4% en agosto y 2,7% en septiembre .

La reacción de las entidades financieras ante la crisis subprime y la mayor demanda de dólares del sector privado fue intentar resguardar la masa de depósitos aún a costa de aumentar las tasas de interés que debían pagar para ello y también modificar las tasas activas sobre todo al sector corporativo.

En este escenario el Banco Central decidió fijar como objetivo prioritario evitar una suba significativa de las tasas de interés. El mecanismo empleado fue la inyección de pesos por lo menos para compensar la absorción que produce su intervención en el mercado de cambios al vender dólares a tasas similares a las de las operaciones de pase que ya estaba ofreciendo y decisiones que contribuyan para desincentivar las ventas de activos financieros en pesos de los Bancos.

“¿Por qué se frenaron las compras de dólares en el tercer trimestre?”

Por Juan Sommer

Las medidas tomadas incluyen : a) reducción de las tasas de interés para operaciones de pase activos y pasivos, b) ampliación de los plazos de las operaciones de pase, c) licitaciones para la recompra de LEBAC/NOBAC, d) cambios en la contabilización de los títulos públicos con cotización para evitar que los bancos los vendan para acotar sus pérdidas y e) permitir la integración de efectivo mínimo en forma bimestral para octubre y noviembre.

Pese a estas medidas del Banco Central la base monetaria desde agosto en adelante se redujo en 2,4mil millones, producto de la absorción por venta de dólares por \$4,0mil millones, operaciones del sector público que provocaron una absorción adicional de \$2,1mil millones, operaciones de pase \$1,2mil millones y una expansión por reducción en la posición de LEBAC y NOBAC de \$4,9mil millones. (ver Cuadro N 8).

Es decir, si bien se observó una reducción de depósitos y consecuentemente de pérdida de liquidez de las entidades financieras, el hecho que éstas hayan recurrido en forma limitada a las fuentes de financiamiento que ofrece el Banco Central indica también que los bancos prefieren ajustar la posición las LEBAC antes que recurrir al financiamiento del Banco Central.

También es cierto que no se ha producido una pérdida de depósitos significativa y en ese escenario la intervención del Banco Central efectivamente limitó la suba de tasas de interés pasivas.

De todos modos, el escenario actual con las incertidumbres mencionadas anteriormente y con tasas de inflación

reales probablemente del orden de 15-20% tiene más probabilidades de derivar en alzas en las tasas de interés que de reducciones en las mismas.

Por ello, el reciente “*acuerdo*” entre los bancos y el gobierno para generar préstamos a las personas y a la PyMes a tasas más bajas que las vigentes, no es más que una medida electoral con prácticamente nulas posibilidades de traducirse en un factor relevante de la expansión del crédito al sector privado. En realidad, ni el Gobierno ni el propio Banco Central han implementado medidas para viabilizar la aplicación de ese acuerdo.

Es decir, el escenario actual, de tasas de interés con presión ascendente continuará mientras no se regeneren las condiciones para que vuelvan a ingresar capitales del exterior.

6. EN EL CORTO PLAZO EL BANCO CENTRAL VOLVERÁ A COMPRAR DÓLARES

La pregunta que surge entonces es si la política económica que se supone que implementará el próximo gobierno contribuye a generar esas condiciones.

Antes de intentar responder, debe señalarse que existen condiciones de base que, aún dejando de lado la situación de los mercados internacionales de capitales, son favorables para que el Banco Central nuevamente intervenga comprando dólares en el mercado.

Estas son en primer lugar, el importante superávit comercial cuya continuidad se proyecta para el año. En ello pesa el

“¿Por qué se frenaron las compras de dólares en el tercer trimestre?”

Por Juan Sommer

aumento de los precios y del volumen de los principales commodities de exportación de Argentina. Los precios de los cereales y oleaginosas siguen aumentando en los mercados internacionales. La contribución de estos factores permite alcanzar altos superávits en la cuenta comercial del balance de pagos pese a que las exportaciones netas de petróleo y gas se reducen, y aumenten las importaciones de la mano del crecimiento del nivel de actividad económica y del aumento de los costos internos en dólares.

En segundo lugar, porque se sigue proyectando un superávit fiscal sin necesidad de financiamiento monetario del Banco Central.

En tercer lugar, porque pese a la relativamente alta tasa de inflación y a la consiguiente apreciación del peso en términos de dólares, no se perciben condiciones para que el mercado apueste a ajustes cambiarios.

En cuarto lugar, el contexto financiero internacional continua favoreciendo el flujo de fondos hacia los mercados emergentes. El proceso de superación de la crisis generada por las hipotecas subprime y la expectativa de reducción de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales son noticias favorable para Argentina. La demora en la concreción del acuerdo con el Club de París y los reclamos de los “*hold outs*” sin respuesta del Gobierno, no son en sí mismo suficientes para frenar el flujo de capitales hacia el país como surge de la experiencia de 2005 al primer semestre de este año.

No obstante lo anterior, el Gobierno debe tomar medidas para consolidar el marco que permite evitar la salida de capitales y evitar así su impacto sobre el nivel de actividad a más largo plazo. Con una tasa de inflación del orden del 15-20%, mantener tasas de interés negativas en términos reales como ocurrió durante gran parte de los últimos años, sólo es posibles con expectativas de devaluación respecto del dólar significativamente por debajo de la tasa de inflación.

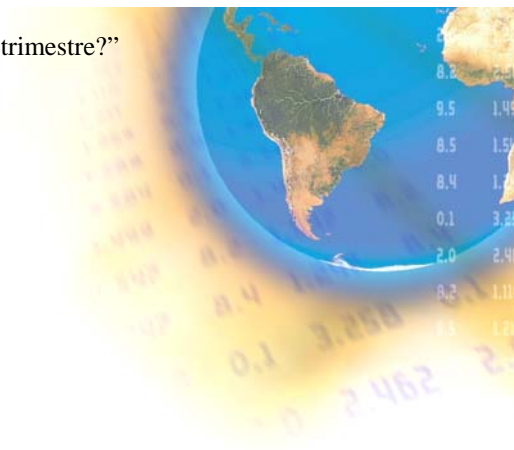
Esto es lo que efectivamente ocurrió en los últimos años, aunque la tasa de inflación real era inferior a la observada actualmente. Por ello, el gobierno debe despejar las incertidumbres sobre posibles saltos en el tipo de cambio y/o ajustes cambiarios para mantener el tipo de cambio real respecto del dólar. Como estimamos que no se seguirá ninguna de estas dos opciones, suponemos que este aspecto quedará clarificado cuando el próximo Gobierno anuncie el programa económico. Una política de tipo de cambio relativamente estable contribuirá a que vuelvan a que se acelere el proceso de liquidación de divisas de operaciones de exportación, se utilice el financiamiento para importaciones e ingresen capitales al país.

De todos modos, en comparación con lo ocurrido en 2006 y a comienzos de este año, el menor superávit comercial, las restricciones a los movimientos de capitales, la manipulación de los índices de precios y tasas de interés negativas en términos reales permiten prever que en 2008 la intervención del Banco Central en el mercado de cambios comprando dólares será inferior a la de los periodos mencionados anteriormente.

“¿Por qué se frenaron las compras de dólares en el tercer trimestre?”

Por Juan Sommer

No obstante lo anterior, a más largo plazo si el tipo de cambio se rezagase en forma importante respecto del dólar por efecto de la aceleración de la tasa de inflación, se volverán a crear expectativas de futuros ajustes cambiarios que incidirán en la demanda de pesos. Por ello, atacar el problema inflacionario debe ser hoy la prioridad de la política económica del próximo gobierno también para darle continuidad al proceso de acumulación de reservas.



Cuadro 1

Programa Financiero 2006 2007

Necesidad de Divisas

en millones de dólares

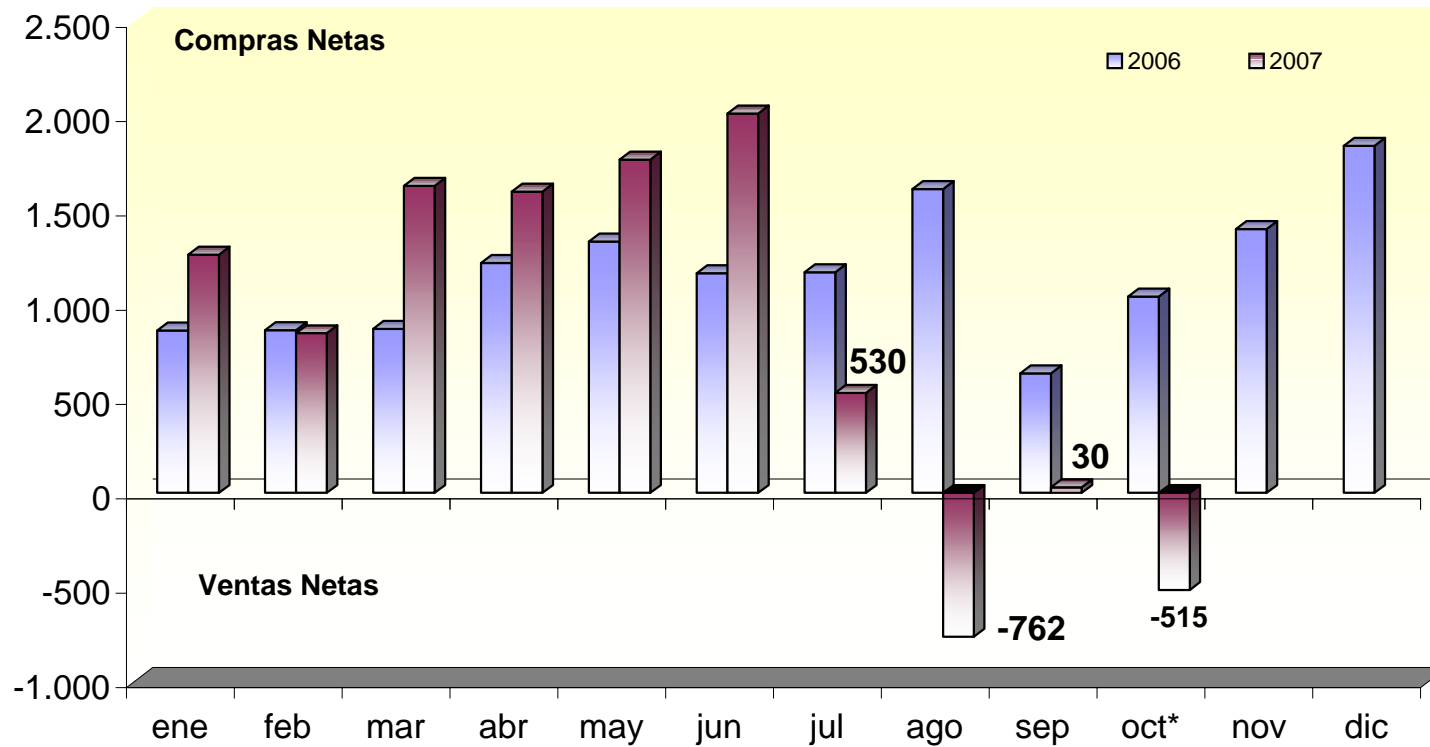
en % del PBI

	2006	I 07	II 07	III 07	IV 07	2007	2006	2007
1. Ingresos en Pesos	7.593	1.625	2.511	1.289	730	6.155	3,6	2,4
Superavi Primario	7.593	1.625	2.048	1.289	730	5.693	3,6	2,2
Colocación deuda en \$	-		463			463		0,2
(-)								
2. Pagos en Pesos	5.015	1.265	2.071	942	1.208	5.487	2,4	2,1
Inteses	1.316	275	334	267	731	1.607	0,6	0,6
Capital	3.700	990	1.738	675	477	3.880	1,7	1,5
(=)								
3. Resultado (3=1-2)	2.577	360	439	347	-478	669	1,2	0,3
(+) Colocación deuda en u\$s	4.675	1.742	1.396	500	0	3.639		
Adelantos Transitorios	754				800	800		
4. Total recursos en u\$s	8.006	2.102	1.836	847	322	5.107		
(-)								
5. Pagos en u\$s	6.004	1.312	1.089	3.622	1.135	7.158	2,8	2,8
Inteses	2.466	948	425	1.010	885	3.268	1,2	1,3
Capital	3.539	364	664	2.612	251	3.890	1,7	1,5
(=)								
5. Aumento/Dism. de act. finan.	2.002	791	747	-2.775	-813	-2.051		

Fuente: Econométrica en base a Mecon

Cuadro 2

Intervención Cambiaria Trimestral del BCRA



Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

* Octubre 2007 hasta 26/10/2007

Cuadro 3

Balance Cambiario del Sec. Privado

en millones de dólares

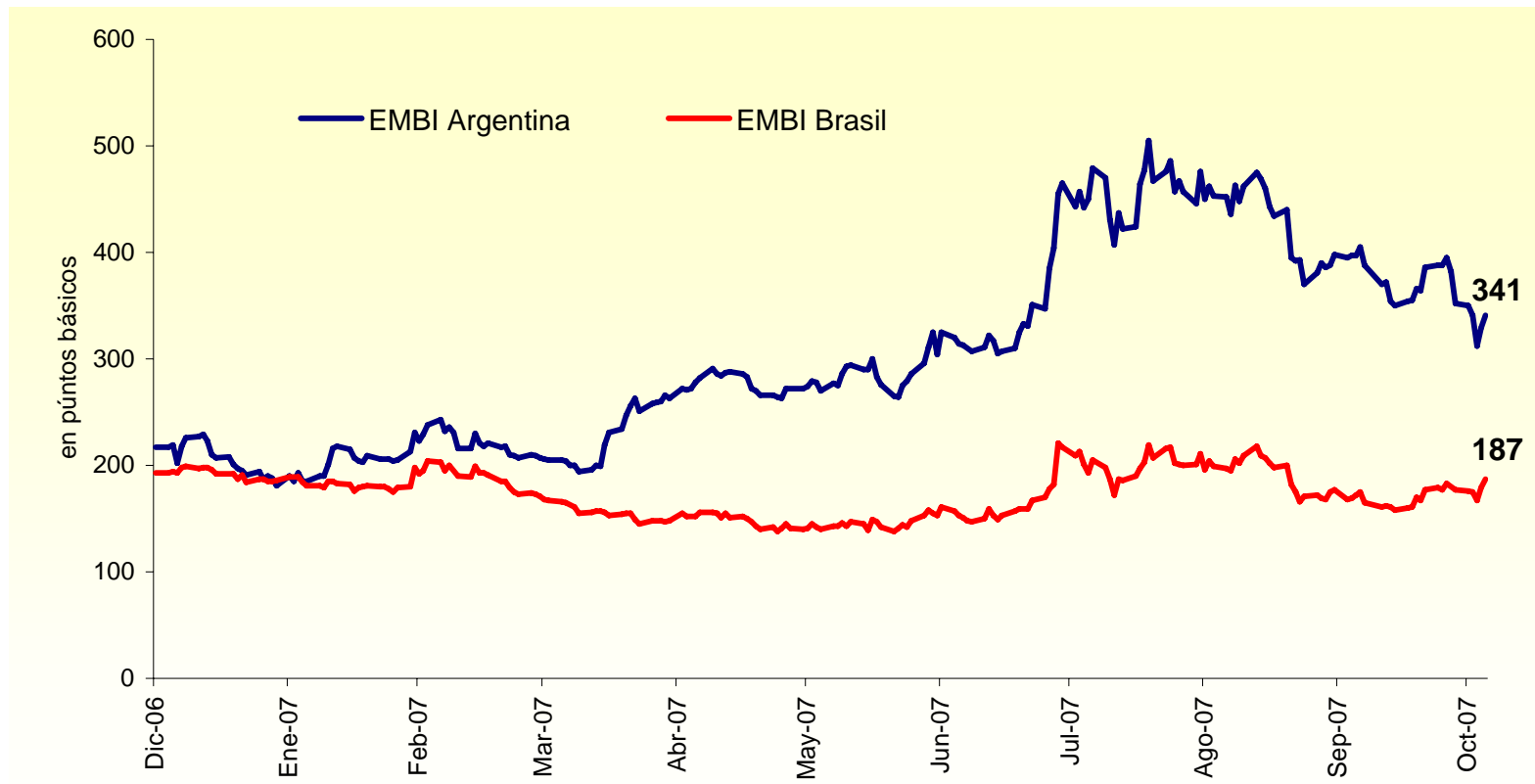
	2005	2006					2007				
	Acum	I	II	III	IV	Acum	I	II	III	IV	Acum
1) Cuenta Corriente Sec. Priv.	11.104	2.591	3.902	2.683	2.923	12.099	3.238	4.610	3.129	3.214	14.192
a. Mercancía	12.689	2.746	4.625	3.064	2.868	13.303	3.493	5.323	3.270	3.309	15.395
Expo	36.921	8.905	11.753	10.590	11.084	42.332	11.206	13.930	13.749	14.060	52.945
Impo	24.232	6.159	7.128	7.526	8.216	29.029	7.712	8.607	10.479	10.752	37.550
b. Servicios	465	193	122	178	283	776	407	138	157	300	1.001
Ingresos	5.373	1.451	1.448	1.562	1.827	6.288	1.851	1.849	1.946	2.000	7.646
Egresos	4.908	1.258	1.326	1.384	1.543	5.512	1.444	1.711	1.789	1.700	6.645
c. Rentas	-2.519	-471	-980	-722	-388	-2.561	-841	-1.035	-618	-575	-3.069
Intereses	-1.228	-266	-430	-298	-427	-1.421	-341	-439	-298	-375	-1.453
Utilidades	-1.292	-205	-550	-424	39	-1.140	-500	-596	-320	-200	-1.616
d. Otras Operaciones Corrientes	470	123	135	162	159	580	180	185	321	180	865
2) Cta. Capital y Finan. Sec. Priv.	2.691	403	-105	731	1.359	2.388	1.119	1.076	-3.331		
a. Formación Activos Externos	1.206	-692	-525	-810	-913	-2.939	-226	-399	-5.463		
b. Préstamos financieros Netos	-1.242	246	272	650	1.130	2.297	93	894	1.228		
c. Inver. de no residentes en arg.	2.576	360	345	393	577	1.675	499	608	558		
d. Otros Neto (incluye PGC)	150	489	-197	498	565	1.354	752	-27	346		
3) Superávit Cambiario Sec. Priv. (1-2)	13.795	2.994	3.797	3.414	4.282	14.487	4.357	5.686	-202	3.214	13.055
En % del PBI	7,6%					6,8%					5,0%
a. Compras Netas del BCRA	9.677	2.594	3.717	3.414	4.282	14.007	3.738	5.377	-202		
b. Compras Netas del Tesoro Nacional	4.118	400	80	0	0	480	619	309	0		

Fuente: Econométrica en base a BCRA

Cuadro N 4

Evolución de los Spreads de Argentina y Brasil

en puntos básicos - Promedio Mensual

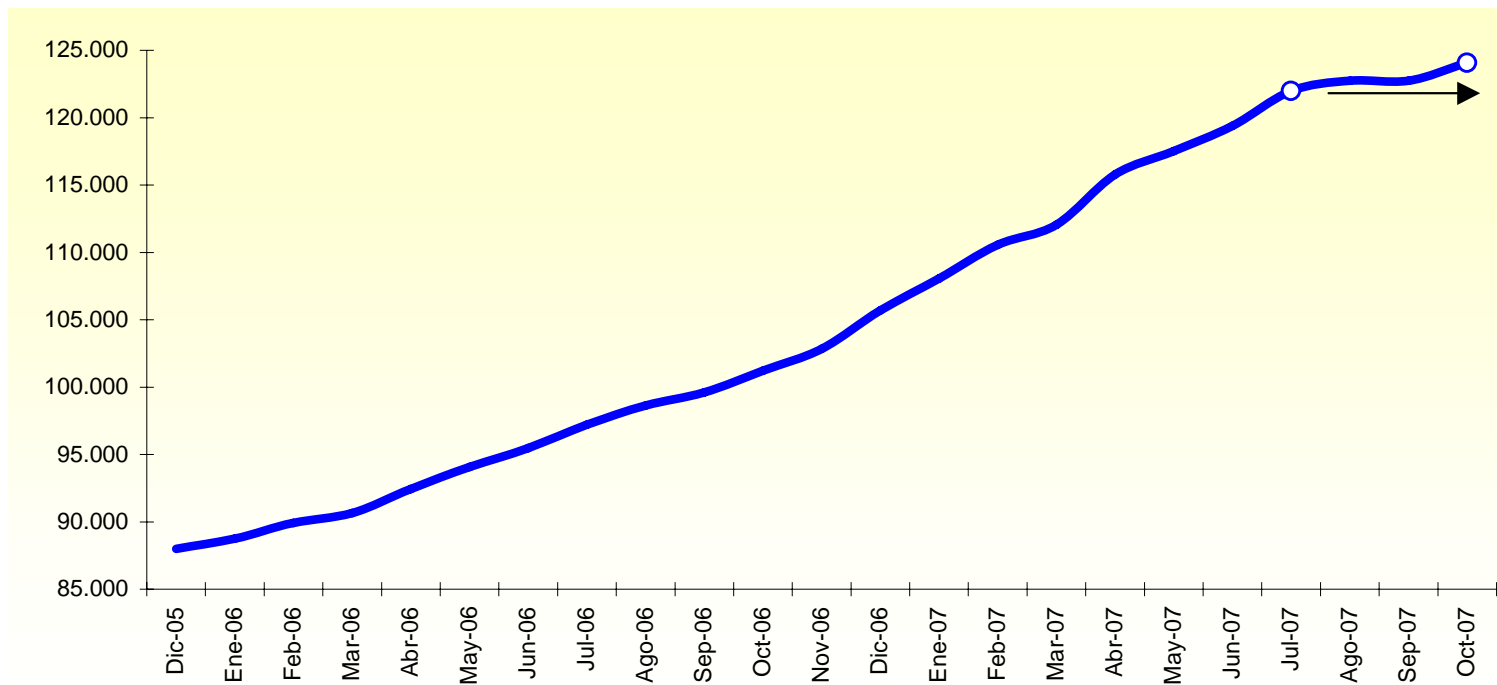


Fuente: Econométrica S.A en base a J.P Morgan

Cuadro 5

Depósitos en \$ sector privado no financiero

En millones de \$



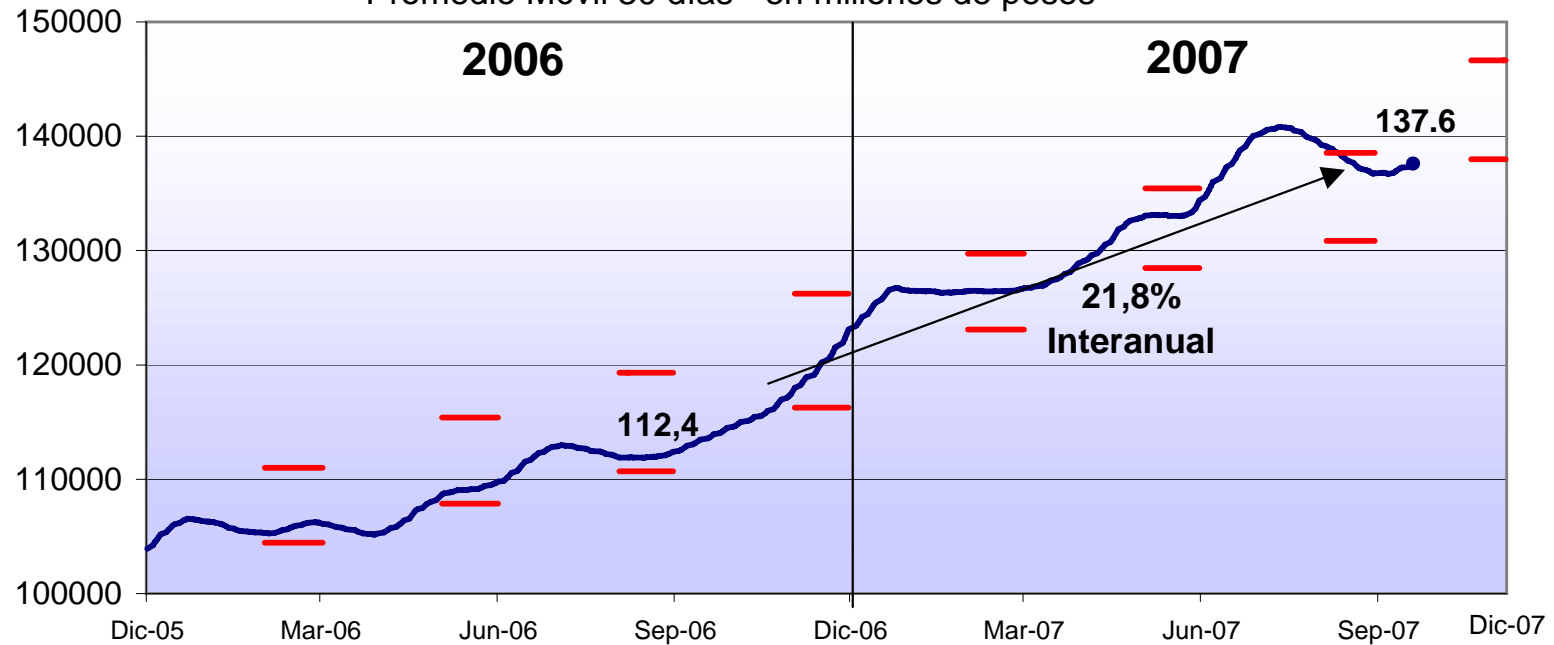
Fuente: Econométrica en base a Indec

Econométrica S.A.
economic research and forecast

Cuadro 6

Evolución de M2 vs Programa Monetario

Promedio Móvil 30 días - en millones de pesos



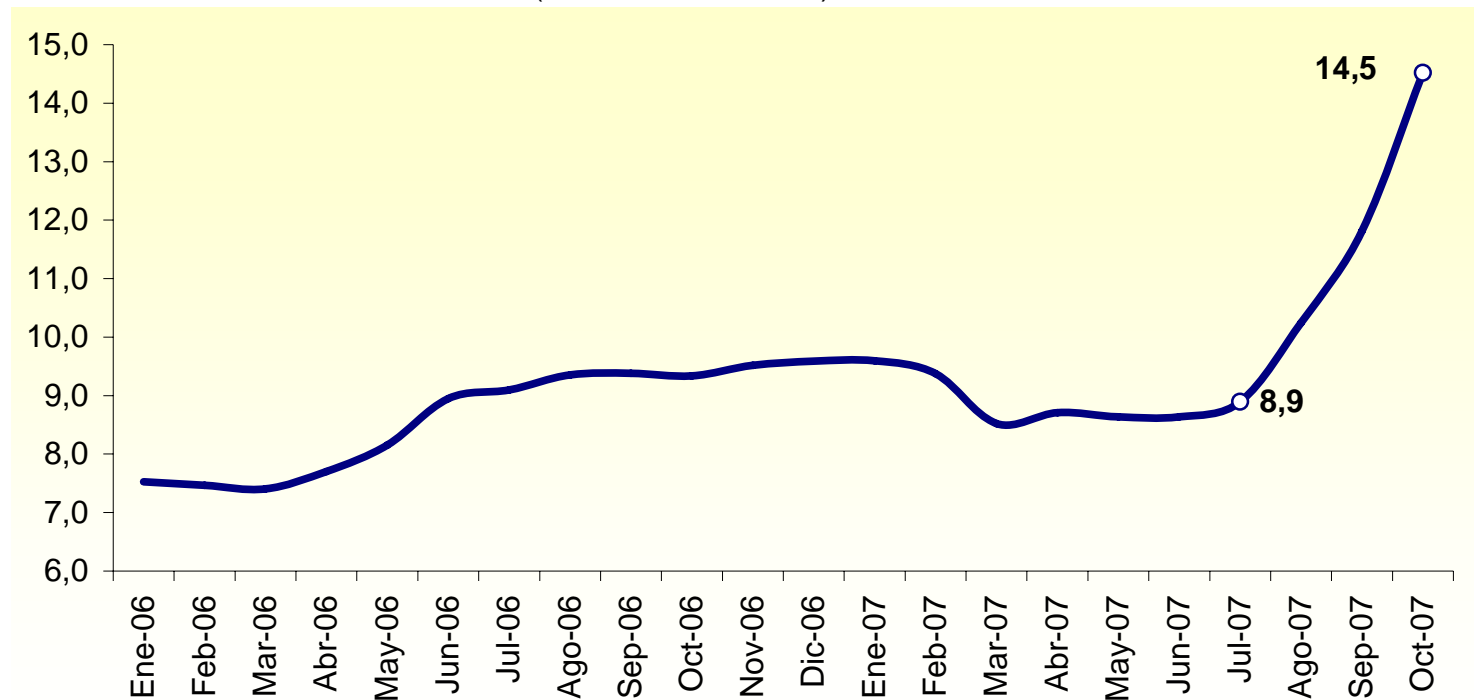
Fuente: Econométrica S.A en base al BCRA

Econométrica S.A.
economic research and forecasts

Cuadro 7

Tasa de Interés por Préstamos a empresas de primera línea

En %,TNA (tasa nominal anual) - Promedio Mensual



Fuente: Econométrica en base a BCRA

Econométrica S.A.
economic research and forecasts

Cuadro 8

Factores de Variación de la Base Monetaria

miles de millones de pesos

	2006	I sem 07	Jul-07	Ago-07	Sep-07	Oct 07*	TOT 07
1) Intervención Cambiaria	43,0	28,1	1,6	-2,4	0,1	-1,6	25,8
(en dólares)	14,0	9,1	0,5	-0,8	0,0	-0,5	8,4
2) Factores de Absorción	-17,7	-24,5	4,4	0,2	-1,3	2,7	-18,6
Sector Financiero	-2,4	-6,1	3,6	-1,2	-2,0	1,8	-4,0
Redescuentos	-8,3	-2,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	-2,8
Pases Netos	5,8	-4,0	3,8	-1,0	-2,0	1,8	-1,3
Int, Primas y Rem. Cta Cte.	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Sector Público	-5,4	-1,7	0,3	-0,1	-1,2	-0,8	-3,6
Crédito Externo	-4,9	3,7	0,3	-2,7	-1,7	0,5	0,0
Adelt. Trast.	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras*	-2,8	-5,4	0,0	2,6	0,5	-1,2	-3,6
Lebacs y Nobacs	-9,7	-17,1	0,4	1,4	1,9	1,6	-11,7
Otros (incuy. Cuasim)	-0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,7
3) Variación Base Monetaria (1-2)	25,4	3,6	6,0	-2,2	-1,2	1,1	7,2

* Información hasta el 26 de Octubre

Fuente: Econométrica en base a BCRA

Econométrica S.A

economic research and forecasts