

**INFORME*****Sensaciones vs números***

La compleja situación que estamos enfrentando nos obliga a reflexionar acerca de algunos comentarios periodísticos sobre la situación económica actual, el tipo de cambio y evolución monetaria.

Dejamos en claro que nuestro punto de vista es de dominancia fiscal sobre dominancia monetaria.

***El valor del U\$S***

En mis tiempos de juventud, cuando se producía una suba muy abrupta del U\$S (en particular el paralelo) muchos periodistas se acercaban a Alfredo Piano, leyenda del mercado, y le preguntaban “Don Alfredo, ¿cuánto vale el dólar” y siempre la respuesta (sabia para mi gusto ) contestaba “el dólar vale lo que tiene que valer”

A mi juicio en el precio del dólar libre concurren 2 factores:

1 Su relación con la inflación (los precios internos y los externos). Precio presente.

2 Las expectativas, la confianza. Precio futuro.

Analizaremos ambos por separado

**Primer Factor****Dólar, precios e inflación**

Empezaremos por un comentario bastante escuchado en los medios periodísticos, acerca que el tipo de cambio actual oficial (para el cual utilizaremos siempre el que surge de la comunicación a 3500) no refleja la inflación reprimida producto de la baja en el índice de precios desde marzo hasta ahora, debido a la cuarentena, tarifas subsidiadas, etc.

El tipo de cambio oficial es por medio del cual se transan todas las operaciones de comercio exterior y en volumen es 10 o más veces mayor a los dólares alternativos (CCL, MEP, Blue, Ahorro, etc.)

La diferencia entre ambos surge, de dos preguntas:

1 si el primero no está atrasado en cuanto a la evolución de la inflación.

2 si la brecha de 108 % entre ambos (cierre 9/10/2020) se debe fundamentalmente a un problema de confianza.

**¿Inflación reprimida?**

Comenzaremos por la primera pregunta

Para realizar una estimación de la evolución del tipo de cambio oficial y la inflación es necesario fijar un punto de partida en general arbitrario.

En estos términos hemos elegido como fecha de inicio para realizar la comparación el 9 de agosto del 2019, es decir el fin de semana anterior a las Paso.

Posteriormente el 12 de agosto del 2019 y en virtud de resultado de las elecciones (imprevisto para muchos) el tipo de cambio comunicación A 3500 tuvo una devaluación de casi el 24 %.

Tomando como origen el tipo de cambio comunicación a 3500 del 9 de agosto del 2019 de \$ 45, 46 por dólar a la fecha cierre del día viernes 9 de octubre 2020 que usaremos para comparar con la inflación por igual período el U\$S C A 3500 cerró a 79,10 la variación del período bajo análisis fue del 75,5 %.

### **Inflación agosto 2019/setiembre 2020**

Si tomamos la tasa de inflación agosto 2019 septiembre 2020 (asumiendo un índice de inflación para el mes de septiembre del 3%) la variación del índice de precios fue del 78, 63% es decir que la relación entre ambos indicadores está razonablemente pareja Dejando de lado algunos problemas de medición que se originan en las fechas en que se datan el inicio y el cierre del período las diferencias no son significativas, o sea, que comparando la historia del U\$S contra el índice de precios no se observa inflación reprimida significativa

### **Tipo de cambio real multilateral**

Complementariamente a fin de verificar lo que estamos comentando, también realicé una comparación del tipo de cambio real multilateral agosto 2019 versus octubre 2020.

En agosto 2019 el tipo de cambio real multilateral era 127, 93 y en octubre 2020 es de 119,2 es decir hubo una pequeña revaluación del tipo de cambio del orden del 7% pero también no es significativa de inflación reprimida o desequilibrio en el comercio exterior.

Comparando ambos datos, en principio no estaríamos frente a un fenómeno de inflación reprimida en términos del tipo de cambio oficial comunicación a 3500.

### **Segundo Factor**

#### **Confianza, Expectativas**

Si la comparación entre el tipo de cambio oficial, con el tipo de cambio paralelo tendríamos una brecha de más del 100% que estaría anticipando desconfianza por parte del mercado en relación al valor del tipo de cambio oficial.

Ahora bien, la desconfianza en el valor del tipo de cambio oficial, es un término muy genérico. Nadie en el sector privado asume que este debe cotizar al valor de los dólares alternativos, pero es a la vez real ya que es el precio que está dispuesto a pagar alguien que quiera obtenerlo.

Entonces mi trabajo consiste en desagregar el concepto de desconfianza en parámetros de la economía, para fijar mojones que nos permitan estar atentos para poder predecir su futura evolución e intentar explicarnos el porqué de semejante brecha.

#### **1 Caída de las reservas y depósitos en dólares**

En los últimos 30 días las reservas pasaron de U\$S 42.617 millones a U\$S 41.129 millones al 6 de octubre del 2020. De acuerdo al informe del BCRA cayeron U\$S 1500 millones

Lo mismo sucede en relación a los depósitos en dólares donde la diferencia entre el saldo 30 días atrás de U\$S 19.680 millones contra el saldo al 6 de octubre de U\$S 18.058 millones implicaron una caída de U\$S 1.622 millones, con aceleración en los últimos días de setiembre.

Estos movimientos han puesto de sobre la mesa la estimación de reservas netas sobre reservas brutas seguidas por muchos especialistas.

Un informe de INVERTIR EN BOLSA del 6/10/2020 realiza el siguiente informe:

	23/09/2020	30/09/2020
	(en millones de Dólares)	
<b>Reservas brutas</b>	42.177	41.379
<b>Pasivos en dólares</b>		
Swap con china + BIS	22.377	22.159
Encajes privados	12.296	11.960
Depósitos del gobierno	292	702
<b>Reservas Netas</b>		
Oro	3.695	3.754
DEGs	2.844	2.843
Reservas Liquidas	674	-400

De ser exactos estos números analistas estiman que el BCRA estaría fondeándose con U\$\$ provenientes de los encajes privados

## 2 Evolución de Leliq, pases y Base monetaria

Dada la variación que presentan estos datos en el informe monetario diario emitido por el BCRA hemos tomado los datos del Balance Resumido del BCRA al 31/12/2019 y al 30/09/2020

Entre las últimas medidas tomadas por el BCRA impuso una limitación a las entidades bancarias sobre las tenencias de Leliq obligándolas a reducir un 20 % sobre promedios del mes anterior.

Las consecuencias han sido las siguientes en miles de millones de pesos:

	<i>Leliq</i>	<i>Pases</i>	<i>Base Monetaria</i>
23/09/2020	2.703	2.388	2.278
30/09/2020	2.610	2.477	2.398
Disminución	(93 )	(89)	Aumento 115

La caída de leliq y pases compensa parcialmente el aumento de base. Toda vez que el PBI cayó según INDEC 19,1 % en el segundo semestre el aumento de oferta generado por la desesterilización de las leliq puede alimentar un

aumento por la demanda de dólar, dada la vocación de huir del peso y las tasas de interés que no parecen atractivas, frente a las expectativas de inflación.

### **3 Patrimonio del BCRA ¿El BCRA está quebrado?**

#### Problema 1

Como dato relevante queremos mencionar la caída en el patrimonio neto del banco central entre el 31 de diciembre 2019 y el 30 de septiembre 2020 donde paso el 31/12/2019 de \$ 1.985.000 millones a \$ 1.555.000 millones es decir tuvo una disminución de \$ 430.000 millones

Ahora bien, en el balance del 2019 BCRA tuvo una ganancia de \$ 1.606.000 millones explicados en gran medida por un cambio de valuación en las letras intransferibles del tesoro nacional cuya valoración fue modificada de valor presente a valor técnico.

Esto generó un resultado reconocido bajo el rubro diferencias netas de cotización de \$ 2.130.000 millones, cuando a valor presente estaban valuadas a \$ 1.137.000 millones, o sea que agregaron al balance un resultado de \$ 993.000 millones.

Sobre un resultado neto del ejercicio para el año para el año de \$ 1.606.000 millones permiten llegar a un patrimonio neto al 31/12/2019 de \$ 1.987.000 millones

¿Por qué es importante todo este desarrollo?

Porque en el ejercicio 2019, se transfirieron al tesoro Nacional \$ 420.000 millones en concepto de utilidades a cuenta de los resultados no asignados correspondientes al ejercicio 2019.

Ahora bien, si en el ejercicio 2020 vemos una disminución al 30/09/2020 del patrimonio neto de \$ 430.000 millones, como se va a explicar que de acuerdo con el esquema ahorro -inversion-financiamiento. Sector público base caja 2 trimestre 2020 se transfirieron rentas de la propiedad generadas por el BCRA al Tesoro por \$ 940.000 millones de pesos.

#### Problema 2

Es bastante habitual escuchar algunos analistas comentar qué el BCRA está fundido

¿Es esto cierto?

Si hacemos una prueba ácida sobre el valor del patrimonio del BCRA hay que tener en cuenta que en el activo hay títulos públicos, al 30/09/2020 por \$ 4.735.000 millones que están compuestos fundamentalmente por letras intransferibles del tesoro nacional que son de dudosa cobrabilidad.

Tomando datos del balance cerrado el 31/12/2019 se puede suponer que las letras intransferibles son aproximadamente el 90% del total de títulos públicos, deberíamos hacer una previsión de \$ 4.296.000 millones sobre un patrimonio al 30/09/2020 de 1.555.000 millones, el resultado sería un patrimonio neto negativo de \$ 2.741.000 millones.

¿Esto qué significa? que la debilidad de la situación monetaria del banco central no sólo está representada por el llamado nivel de reservas de libre disponibilidad sino también por la debilidad de su patrimonio neto.

O sea, un castillo de naipes sostenido con alfileres, donde y no dudamos que en muchos países puedan existir situaciones similares, la confianza en la institución financiera es clave, jugar con ella es como estar fumando sobre un barril de pólvora.

## **Dominancia Fiscal**

Desde nuestro punto de vista venimos sosteniendo que el problema económico que enfrenta Argentina es fiscal.

La cuarentena y los planes sociales implementados en función de esta, fundamentalmente el IFE y el ATP han descalabrado la situación fiscal de tal manera que el gobierno a través del tesoro se ha obligado ya sea a través de adelantos transitorios emitidos por el banco central en alrededor de \$ 1.386.000 millones al 30/09/2020, más la transferencias de rentas de la propiedad generadas por el BCRA que al 30/06/2020 ascienden a \$ 940.000 millones y estimamos que a esta fecha estarán en torno a \$1.500.000 millones de emisión de dinero sin respaldo.

Al revisar el déficit primario base y caja en millones de pesos entre enero y agosto del 2020 vemos un total al 31/08/2020 de \$ 1.137.000 millones.

*Compuesto de la siguiente forma:*

Enero \$ 3.766 millones

Febrero \$ 27.497 millones

Marzo \$ 132.625 millones

Abril \$ 228.822 millones

Mayo \$ 251.287 millones

Junio \$ 253 .706 millones

Julio \$ 155.500 millones

Agosto \$ 89.499 millones

Ahora bien, al analizar en detalle la composición de ingresos y gastos primarios observamos la importancia de los programas sociales y transferencias a provincias que representaron para el mes de Agosto junto con los subsidios económicos, energía, transporte y otras funciones \$ 105.000 millones de pesos, prácticamente la totalidad del resultado primario negativo base caja que fue de \$ 89.499 millones

De allí la importancia de observar el comportamiento del gobierno en cuanto a los programas de ingreso familiar de emergencia IFE, programa de asistencia de emergencia al trabajo y producción ATP, que se había comprometido a eliminarlos.

## **Conclusión**

El cuadro es muy complicado y apostar a qué vía ingresos tributarios, rentas de la propiedad e ingresos de capital provenientes de un aumento en el nivel de actividad al finalizar la cuarentena luce como demasiado optimista frente a este cuadro que se degrada a la velocidad del crecimiento de la circulación monetaria con el consecuente traslado a precios y aumento en el dólar.

Si nada de esto cambia tendremos:

Suba del dólar.

Suba de la tasa de inflación.

Dificultad de renovar la deuda soberana en pesos.

Caída en el nivel de actividad o por lo menos mantenerse en estos niveles, sin reactivación.

Dificultad para mantener el nivel de reservas y aumento de las limitaciones para importar.

Desabastecimiento, en especial en bienes de origen importado.

**Jorge Bagur**

**Mateo & Marchioni SA**

*25 de mayo 298, 2 piso, C A B A*

**T E 5238 5555**