

ACTIVIDAD - INDICADORES – DÓLAR Y DÓLAR CCL - INFLACIÓN – MONETARIOS



En este documento destacamos indicadores sensibles y los agrupamos en cuatro puntos:

1. Indicadores asociados al PBI como la Inversión, pero incluimos indicadores índices como el industrial del INDEC y el FIEL. También valores físicos de producción de acero, automotriz, cemento, electricidad y otros. El estancamiento no es nuevo, pero sí su mayor gravedad. Una de las razones de este declive la observamos en los niveles de Inversión. Si la torta para repartir no se agranda, la inversión debería ser mayor, y mucho más teniendo en cuenta los valores que alimenta la pandemia.
2. Brecha entre el dólar mayorista y el dólar CCL, Merval en pesos y en CCL, y otros. Contamos con la mezcla de un mercado reducido (operatoria de acciones) y además volátil. A eso se agrega la caída permanente del Merval en dólares, junto con la famosa brecha (dólar oficial y CCL) que tampoco es tan nueva.
3. Una serie de índices con base en el 2008 muestra cambios o modificaciones cuantitativas como recaudación tributaria, gasto corriente, tipo de cambio, índice de Leliqs, del dólar CCL, en definitiva veinte. Luego los agrupamos por períodos políticos destacando los que muestran mayor crecimiento. Dichas etapas son las siguientes: 2008-2015, 2016-2019, 2020-2021, todo el tiempo 2008-2021. Miramos las variaciones de la inflación que, a lo largo de los años, generan de por sí material suficiente para muchas explicaciones, y agregamos otras que en valores corrientes acompañan o superan a las anteriores. Construimos un pequeño y surtido medidor de índices de variables, que se pueden presentar como dependientes o como explicativas. Por otra parte existen numerosos trabajos sobre estas cuestiones, con mayor o menor complejidad. Cualquier lector puede lamentar que falte tal o cual tema y realizar los cruces que crea conveniente.
4. Indicadores monetarios, base monetaria, M2, reservas, depósitos privados, préstamos privados, títulos en poder del BCRA (activo) y títulos emitidos por el BCRA (pasivo) y algunas relaciones que consideramos relevantes. Estando en estas cuestiones es conveniente recordar los motivos definidos por Keynes para la demanda monetaria: un motivo transacción, un motivo precaución y un motivo especulación. Pero no podemos omitir un par de párrafos un poco enigmáticos. Dice Keynes: ***“Sin embargo, si nos vemos tentados de asegurar que el dinero es el tónico que incita la actividad del sistema económico, debemos recordar que el vino se puede caer entre la copa y la boca”***. ¿Nos pasa eso? La otra que podemos mencionar y no menos complicada: ***“.....porque la decisión de atesorar no se toma en términos absolutos o sin tener en cuenta las ventajas ofrecidas por renunciar a la liquidez; resulta de comparar ventajas y tenemos, por tanto, que saber lo que hay del otro lado”***. ¿Eso, qué hay del otro lado?

Lic. Jorge A. Moore
Abril 2021



Introducción

En este documento destacamos indicadores sensibles y los agrupamos en cuatro puntos:

5. Indicadores asociados al PBI como la Inversión, pero incluimos indicadores índices como el industrial del INDEC y el FIEL. También valores físicos de producción de acero, automotriz, cemento, electricidad y otros. El estancamiento no es nuevo, pero sí su mayor gravedad. Una de las razones de este declive la observamos en los niveles de Inversión. Si la torta para repartir no se agranda, la inversión debería ser mayor, y mucho más teniendo en cuenta los valores que alimenta la pandemia.
6. Brecha entre el dólar mayorista y el dólar CCL, Merval en pesos y en CCL, y otros. Contamos con la mezcla de un mercado reducido (operatoria de acciones) y además volátil. A eso se agrega la caída permanente del Merval en dólares, junto con la famosa brecha (dólar oficial y CCL) que tampoco es tan nueva.
7. Una serie de índices con base en el 2008 muestra cambios o modificaciones cuantitativas como recaudación tributaria, gasto corriente, tipo de cambio, índice de Leliqs, del dólar CCL, en definitiva veinte. Luego los agrupamos por períodos políticos destacando los que muestran mayor crecimiento. Dichas etapas son las siguientes: 2008-2015, 2016-2019, 2020-2021, todo el tiempo 2008-2021. Miramos las variaciones de la inflación que, a lo largo de los años, generan de por sí material suficiente para muchas explicaciones, y agregamos otras que en valores corrientes acompañan o superan a las anteriores. Construimos un pequeño y surtido medidor de índices de variables, que se pueden presentar como dependientes o como explicativas. Por otra parte existen numerosos trabajos sobre estas cuestiones, con mayor o menor complejidad. Cualquier lector puede lamentar que falte tal o cual tema y realizar los cruces que crea conveniente.
8. Indicadores monetarios, base monetaria, M2, reservas, depósitos privados, préstamos privados, títulos en poder del BCRA (activo) y títulos emitidos por el BCRA (pasivo) y algunas relaciones que consideramos relevantes. Estando en estas cuestiones es conveniente recordar los motivos definidos por Keynes para la demanda monetaria: un motivo transacción, un motivo precaución y un motivo especulación. Pero no podemos omitir un par de párrafos un poco enigmáticos. Dice Keynes: ***“Sin embargo, si nos vemos tentados de asegurar que el dinero es el tónico que incita la actividad del sistema económico, debemos recordar que el vino se puede caer entre la copa y la boca”***. ¿Nos pasa eso? La otra que podemos mencionar y no menos complicada: ***“.....porque la decisión de atesorar no se toma en términos absolutos o sin tener en cuenta las ventajas ofrecidas por renunciar a la liquidez; resulta de comparar ventajas y tenemos, por tanto, que saber lo que hay del otro lado”***. ¿Eso, qué hay del otro lado?

Este trabajo tendrá una segunda parte que pasaremos en semanas con datos sobre las cuestiones fiscales, la deuda externa y la bruta de la Administración Central, desempleo, empleo, intercambio comercial con datos del ICA, balanza de pagos y cambiarios, recursos tributarios y agregados. La idea es plantear algunos de los temas y números que seguramente discuten o discutirán las autoridades de economía con el FMI. Con la pandemia como sombrilla que continúa en plena carrera y una micra Covid-19 fortalecida, tratamos de contener indicadores observados y pocas estimaciones.

Para encuadrar el documento empezaremos por brindar una reflexión realizada por nuestro siempre consultado escritor y que usamos como latiguillo.

a) Siempre tenemos en cuenta a Fontanarrosa, a Inodoro Pereyra, también a Mendieta tanto sea como filósofos, economistas o historiadores. En esta oportunidad, qué mejor que recrear un diálogo de “La Odisea”, según Fontanarrosa, y agregarle alguna actualización del 2021: Nos encontramos en la historia ***“La Odisea de Homero”*** con los verdaderos inicios del comercio internacional. Después de recorrer Ulises la ciudad de Troya con fines no muy pacíficos y la ciudad de Príamo, se enfrentó al planteo de la tripulación del

barco con el que regresaban a sus hogares después de muchos años: **“Ulises, rey de Itaka, la tripulación desea tocar tierra y adquirir artículos regionales para sus lejanas y añoradas esposas”**. Al principio Ulises resistió al pedido, pero luego recordó que Penélope lo esperaba: **“Oh Penélope, tristes sus ojos parecen brillar a fuerza de esperar”**. Debía estar acongojado y accedió. Bajaron del barco y la tripulación pudo comprar artículos y fue el inicio del comercio, del intercambio comercial y otros que estamos ahora considerando. El ICA (Intercambio Comercial Argentino) agradecido.

b) En la segunda volvemos a Keynes, ácido como de costumbre, y en este caso en un análisis de la Teoría de la Desocupación del Profesor Pigou: **“Los políticos tienen derecho a quejarse de que los salarios nominales deberían ser altamente flexibles; pero un teórico debe estar preparado para enfrentarse indistintamente con cualquier estado de cosas. Una teoría científica no puede pedir a los hechos que se ajusten a sus propias hipótesis”**. En fin, ocurre eso algunas veces.

Los gráficos tratamos de hacerlos claros. No siempre lo logramos, pero seguiremos insistiendo. Como todos los temas presentados son densos, pesados y hasta indigestos, le ponemos un poco de color para mejorarlos y si es posible ablandarlos. En todo este fragor algunas cosas importan más que otras, por ejemplo si las vacunas ponen una trinchera a la pandemia los motores de la economía mundial empezarán a funcionar con normalidad.

Por nuestro lado en Argentina, veremos un fuerte rebote en el 2021; siempre ocurre después de una dura caída, aunque suele ser atípico enfrentamos una segunda ola y entonces..... Necesitaremos dólares para las vacunas y para que todos los engranajes de la economía rueden. De lo contrario, la torta (PBI) no se agrandará.

Iniciado el 2021 y cerrando el 2020:

Comentarios: Con el diario del lunes.

Sugerencia: Leer con tranquilidad y en algunos casos, como los gráficos pueden resultar densos, agotar la paciencia porque aclaran los párrafos.

Fuentes: INDEC. BCRA. Ministerio de Economía de la Nación. **Los clásicos según Fontanarrosa**”. Edición Planeta. Buenos Aires, 2013. **Progresos en la medición de la economía**. Ariel Coremberg Editor. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Temas Grupo Editorial, 2015. **Patrones de la inversión y el ahorro en la Argentina**. Ariel Coremberg, Patricia Goldszier, Daniel Heymann, Adrián Ramos. CEPAL. Santiago de Chile, diciembre de 2007. **El Banco Central: Teoría y Práctica**. Alan S. Blinder. Antoni Bosch, editor 1998. Barcelona. España. **“Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero”**. John Maynard Keynes. Fondo de cultura económica. México 1974.

Lo obvio: Como se dice usualmente, repitiendo al conocido autor anónimo: **“Hacer previsiones resulta muy difícil, sobre todo cuando se trata de hacerlas sobre el futuro”**. Hacemos pocas.

ACTIVIDAD – INDICADORES FÍSICOS – PBI – INVERSIÓN BRUTA FIJA:

PBI en millones \$ pesos constantes 2004 - PBI en millones u\$s - Índice EMAE (eje der)

Se puede observar el largo estancamiento del PBI a pesos constantes 2004, la caída del 2020 aparece con la misma dureza que en el 2008-2009. La estimación que produjo el REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA) para todo el año 2020 mostraba una baja del -10.9 %, y el Presupuesto Nacional 2021 el -12,1 %, el WEO octubre del FMI -11,8 %. Esto significa que las estimaciones no fueron tan lejanas a la realidad; finalmente cerró en -9.9 %.

Los números finales alcanzados en el 2020 ayudan para las proyecciones del 2021:

Veamos los valores del cierre 2020. El PBI a precios del 2004 alcanza a \$ 624.000 millones, el cálculo pero en dólares (oficial mayorista) no va más allá de los u\$s 382.000 millones y el PBI a precios corrientes registra \$ 27 billones.

No sabemos aún cómo será la forma aproximada del regreso a la normalidad durante el 2021 y lo podemos extender al 2022 si la segunda ola no se detiene. Para los distintos escenarios se usan letras, la L (problema duradero sería el peor escenario), U (recesión prolongada y lenta recuperación), V (recesión y recuperación rápida), W (caída y recuperación, nuevamente caída y recuperación), K (ganadores algunos y perdedores otros), MI Chino (acertijo, la duda permanece). **Sopa** de letras, se podría agregar: ¡llueve **sopa**, y yo con un tenedor!

En el gráfico también se puede apreciar el recorrido del EMAE, anticipatorio del PBI, producido mensualmente por el INDEC.

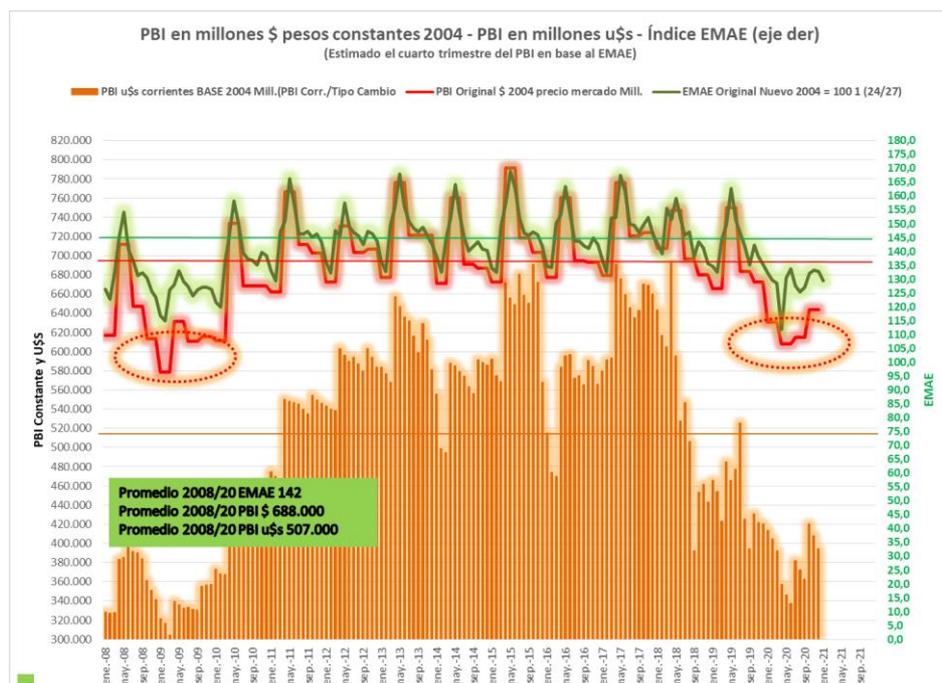
Las bruscas oscilaciones del PBI en dólar se fundan especialmente en las variaciones del tipo de cambio. Los años 2015 y 2017 aparecen como más elevados o sea mayor u\$s PBI simplemente porque fueron años de mayor apreciación del peso-dólar. Se puede decir exactamente lo contrario cuando se produce la fuerte depreciación (del peso) a partir de la mitad del año 2018, 2019 y 2020, sumado por supuesto al estancamiento secular o casi del Producto Bruto. Para contar con una referencia clara, verificamos que los valores recientes están por debajo de los promedios (2008-2020).

La línea horizontal marca el promedio del PBI a precios constantes 2004 de los últimos 12 años: \$ 688.000 millones, un pobre desempeño.

En términos del PBI dólar el promedio de los 12 años es de u\$s 507.000 millones. El EMAE observa un promedio de 142.

El punto más bajo como dijimos anteriormente se ubica en los años 2008/2009 tanto en dólares como en precios constantes y cierra el 2020 con valores de identidad similar a los mencionados.

Veamos en la magia del dólar un detalle, en el PBI (en dólares) en abril 2018 se logra el punto más alto de los últimos años, pero en los meses siguientes mayo, junio y setiembre, se desciende a las profundidades del pantano y de un solo salto. Pero en el segundo trimestre del 2020 se termina superando la baja anterior.



Inversión Bruta Fija en Precios Constantes, en Dólares Corrientes y EMAE

En los finales del 2017 se inició una larga caída de la Inversión (IBF) en la Argentina. Esta fecha no es casual por cuanto marca el primer signo del descalabro que se produjo en la economía, no advertido a tiempo o si advertido suponían que el viento era a favor y se solucionaba. ¿Se subestimó la situación económica o hubo algún grado excesivo de confianza?

¿Pero qué significa la inversión?, nuevos bienes de capital y la variación de existencias.

El promedio de IBF de los 12 años en precios constantes 2004 fue el 19 % en relación al PBI y en la actualidad está por debajo del 16 %. En términos de Inversiones (IBF) en dólares con un promedio en el período analizado (2008-2020) del 16 % y para los trimestres finales del 2020 del orden del 12 %.

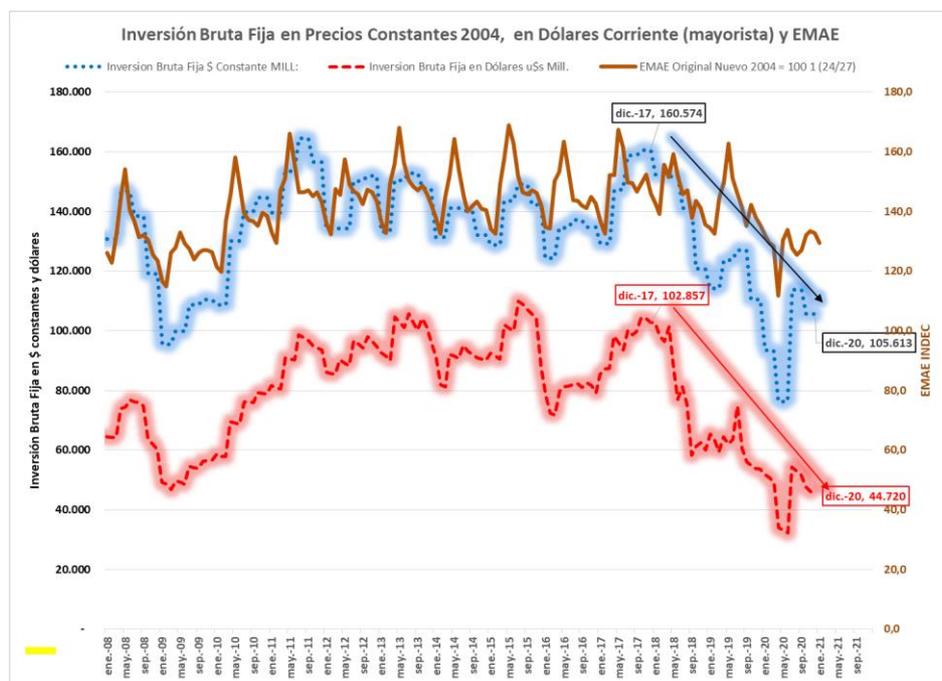
En valores absolutos contamos con un promedio en los 12 años en precios constantes 2004 de \$ 132.000 millones, en tanto en el año 2020 \$ 97.000 millones.

En dólares u\$s 79.000 millones en el promedio 2008-2020, pero en el final del 2020 fue de u\$s 45.000 millones.

Lo anterior nos permite una aproximación a las necesidades de inversiones que superen el 23 % en términos del PBI precios constantes 2004 y no menos del 20 % en dólares.

Incluimos el EMAE para contar con un andarivel por dónde anda la economía en forma mensual, y como se observa tienen recorridos los indicadores de inversión no idénticos pero si muy próximos. Un análisis más puntilloso tendría en cuenta retardos en la maduración de las inversiones y diferencias entre los mismos, pero no alteraría la afirmación anterior.

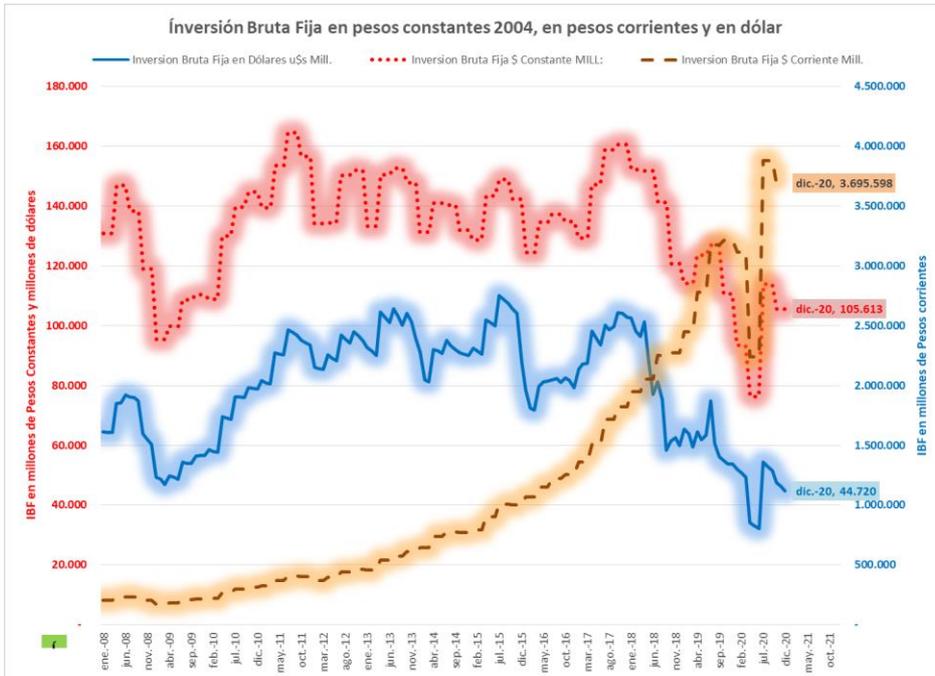
Observando el gráfico se pueden comparar los dos peores momentos en términos de caída de la inversión, pero el actual supera el anterior del 2008/2009. Castiga muy fuerte el Covid-19 y suma el arrastre de situaciones previas. Faltaría agregar cómo se financia la Inversión Bruta, pero lo dejamos para un próximo documento, cuando observemos superada parcialmente la pandemia.



Ínversión Bruta Fija en pesos constantes 2004, en pesos corrientes y en dólares.

Se puede comparar los últimos números del 2020 y conjeturar que un aumento posible debiera ser no menos del 23 % de Inversión / PBI \$ constantes que llevaría a un número próximo a los \$ 158.000 millones (anuales), y si hacemos el mismo cálculo en dólares estaríamos observando que con una tasa del 20 % se alcanzaría a los u\$s 100.000 millones por año.

Sirve para compararlos con los números expuestos en el gráfico. Implica algo así como elevar un 50 % los valores actuales. De lo contrario no se rompe el pequeño crecimiento o directamente el estancamiento que padecemos.



Inversión Bruta Fija (IBF) en \$ Constantes y en % Dólares / Producto Bruto Interno (en \$ y u\$s)

Una simple medida de tendencia nos muestra una caída en los años bajo estudio, pero esto es una parte de los problemas. Si pensamos que la depreciación, o sea la pérdida en los activos en cada período anual, ronda según diversos estudios en el orden del 12 % al 15 % / PBI, por lo tanto los valores actuales ponen en riesgo no solo el nuevo capital necesario sino también el consumo del actual.

La IBF se reparte más o menos en partes iguales entre Equipos y Material de Transporte por un lado, y Construcción por el otro, especialmente en los últimos años.

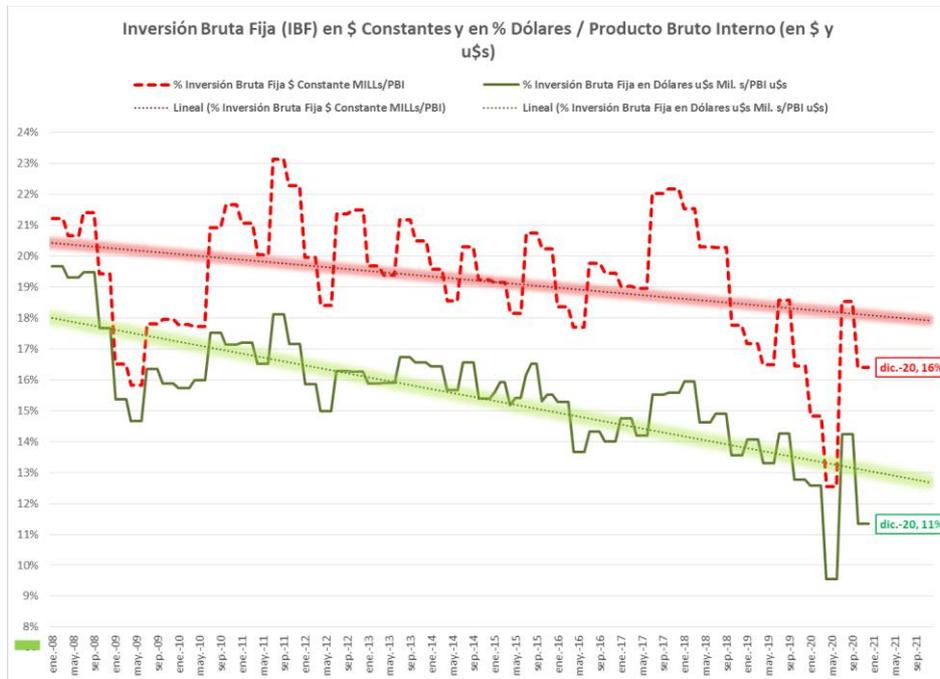
Abril y mayo del 2020 fueron los dos meses donde la IBF tocó fondo, luego sí hubo una recuperación que se puede seguir en el gráfico. Pero como se puede observar (en el gráfico) la caída mayor de la IBF se inicia desde los finales del 2017.

El gobierno ha dispuesto medidas tendientes a lograr el aumento de las inversiones. Una reciente se desarrolla a continuación: **"Podrán solicitar su inclusión en el RÉGIMEN DE FOMENTO DE INVERSIÓN PARA LAS EXPORTACIONES las personas humanas o jurídicas, domiciliadas tanto en el país como en el extranjero, que presenten ante la Autoridad de Aplicación el Proyecto de Inversión para la Exportación en los sectores de actividad incluidos en el presente, que implique la realización de una inversión directa en moneda extranjera no inferior a un monto de Cien Millones de dólares estadounidenses (U\$S 100.000.000), calculado al momento de la presentación del proyecto".**

Entre los beneficios que consigna el **Decreto 234/2021: "Los beneficiarios o las beneficiarias del presente régimen gozarán de un monto de libre aplicación de hasta el VEINTE POR CIENTO (20 %) de las divisas**

obtenidas en las exportaciones vinculadas al proyecto, para poder ser destinadas al pago de capital e intereses de pasivos comerciales o financieros con el exterior y/o utilidades y dividendos que correspondan a balances cerrados y auditados y/o a la repatriación de inversiones directas de no residentes".

La otra medida dispuesta por un acuerdo la mencionamos en otra parte del documento. Se corresponde con las exportaciones de la industria automotriz.



EMAE e IGA, Índice de Actividad: Los datos del año 2020 y principios del 2021, comparaciones % año/año

El largo **estancamiento** de la economía argentina se fue convirtiendo en **recesión**. Del debilitamiento por el Covid-19 saltamos a un agudo proceso **depresivo en la mitad del año anterior. Ahora lentamente se está emergiendo a partir del tercer trimestre del 2020**. Como se muestra en el gráfico, incluyó todos los condimentos, caída de la demanda, de la oferta, suba del paro, y los indicadores de actividad en descenso. Las señales de los últimos meses del año anterior y los primeros del 2021 dan cuenta de la recuperación.

En las señales puntualizadas, nunca interviene una sola circunstancia. Puede que alguna sea preponderante en un momento, la inversión, el atraso tecnológico, disputas de ingresos, y bajo cualquier bandera la confianza. Se pueden agregar con sustento teórico otras causas y algunos seguramente (o necesariamente) se animarían a incluir escenarios o razones no económicas, sobre todo esto se puede especular en grande.

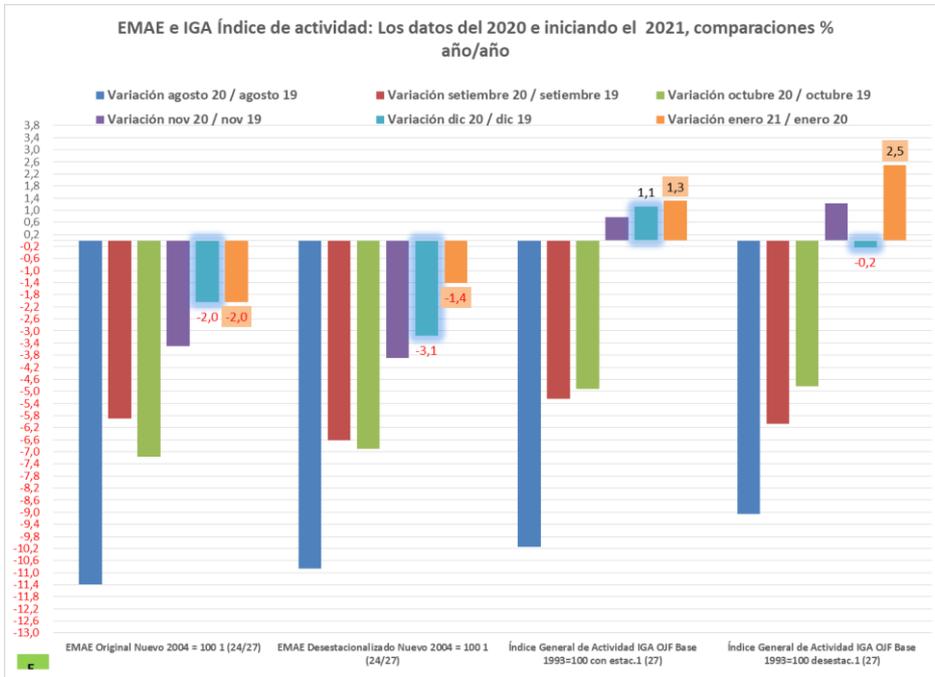
A medida que el trajinar del Covid-19 se vaya atenuando y disponiendo de las vacunas, disminuirán las contradicciones entre salvar vidas (sobrevivencia) y la actividad económica, aunque necesariamente la recuperación quedará desteñida o demorada.

Como se observa en los indicadores del gráfico, los meses recientes muestran un mismo sendero negativo. El peor momento, como comentamos anteriormente, lo encontramos en abril de 2020.

Las estimaciones del PBI a precios constantes (2004) quedaron fuertemente marcadas por los dos primeros trimestres del 2020. El 2021 arrastra un impacto positivo de los dos últimos meses del 2020 y primeros datos del 2021. La situación del mundo acompaña, también va saliendo del letargo.

Específicamente veamos los últimos interanuales. Si bien el cierre del EMAE en enero del 2021 da un negativo del - 2 %, se puede conjeturar observando el desestacionalizado y algunos sectores de la actividad como

Alimentos, Industria, Construcción y Comercio que seguramente definirán para el primer trimestre del 2021 un PBI positivo (el REM de febrero del 2021 conjetura el 1.1 % en el primer trimestre) y, según el Ministerio de Economía, resultará finalmente el año 2021 con varios casilleros de mejora. El IGA de OJF, después de mostrar interanuales negativos, finaliza el año 2020 e inicia el año 2021 con unos valores positivos, como para alentar un cambio.



Demanda de Electricidad, Grandes Usuarios, Producción Acero y Despachos Cemento Portland

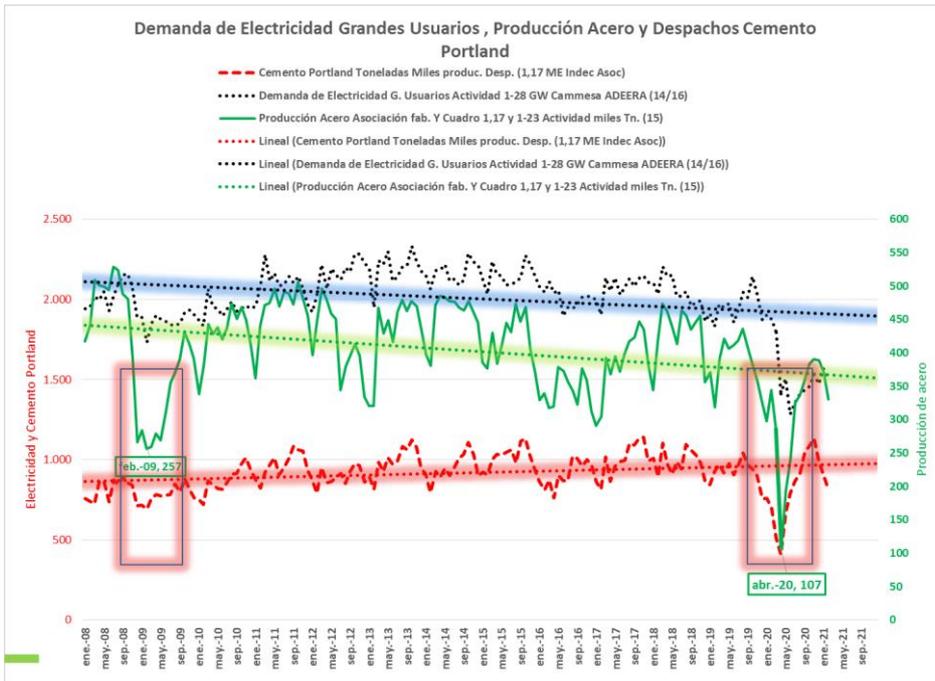
El recorrido de estos tres productos, acero, cemento y electricidad no deja dudas por el impacto de la pandemia, coinciden en el punto más bajo registrado que fue abril del 2020.

Cualquiera de los tres implicó un fuerte parate en amplios sectores en los meses del 2020, pero más allá de esa afirmación se puede analizar que también en estos 12 años el registro es de estancamiento o declive en acero y electricidad para grandes usuarios.

En el caso del cemento que también registra estancamiento, se diferencia de los dos anteriores por cuanto registra un mínimo crecimiento. Pero estos tres productos son altamente demandados en muchas cadenas de valor y dan indicios de lo que ocurre en diversas ramas o en el mismo PBI.

A partir de la caída, cemento, acero y electricidad se despegan del punto más bajo (abril 2020) y muestran una recuperación.

El último comunicado de la Cámara Argentina del Acero puntualiza que la construcción privada, agroindustria, maquinaria agrícola e implementos como los electrodomésticos sostienen la demanda de acero. Es una buena noticia y se puede observar en el gráfico.



IPI Indec - IPI Fiel - Acero - Cemento – Electricidad, Grandes Usuarios - Riesgo País

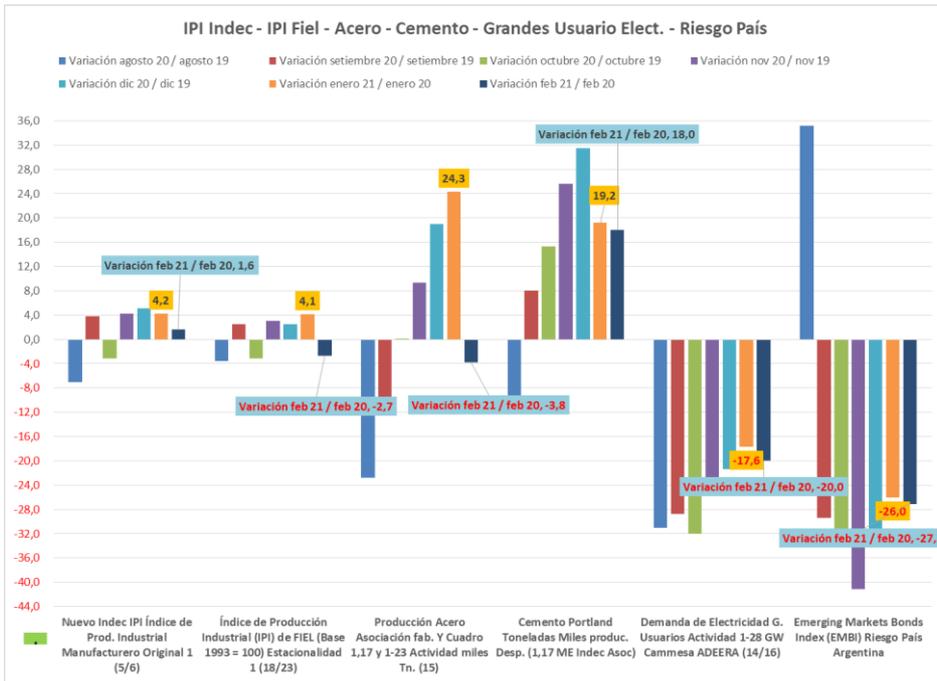
Veamos algunos indicadores agregados y otros de sectores específicos y de alta significación.

En un punto anterior observamos los recorridos a lo largo de varios años de la producción de cemento, de acero y consumo de electricidad de grandes usuarios. Ahora vemos que ocurre en las variaciones interanuales más recientes y agregamos el Riesgo País.

Los agregados industriales (IPI) tanto del Indec como de Fiel venían dando porcentajes positivos, pero febrero cambió el signo en el caso de Fiel y ofrece un valor negativo. Algunas razones lo pueden explicar, mes corto, generalmente vacaciones, paradas de plantas y el Covid-19. En cambio en el caso del Indec el porcentual es positivo.

La producción de acero en febrero cae, pero no obstante las aclaraciones anteriores dan cuenta de la situación. En cambio la producción de cemento portland viene remontando desde hace varios meses. No ocurre lo mismo con el consumo de electricidad de grandes usuarios que no logran salir de la faz negativa.

Como se puede apreciar el Riesgo País sigue en aumento, o sea mayor riesgo por lo menos hasta febrero, y seguramente el signo disminuirá muy lentamente de acuerdo con la dinámica particular del Covid-19 y todo lo demás.

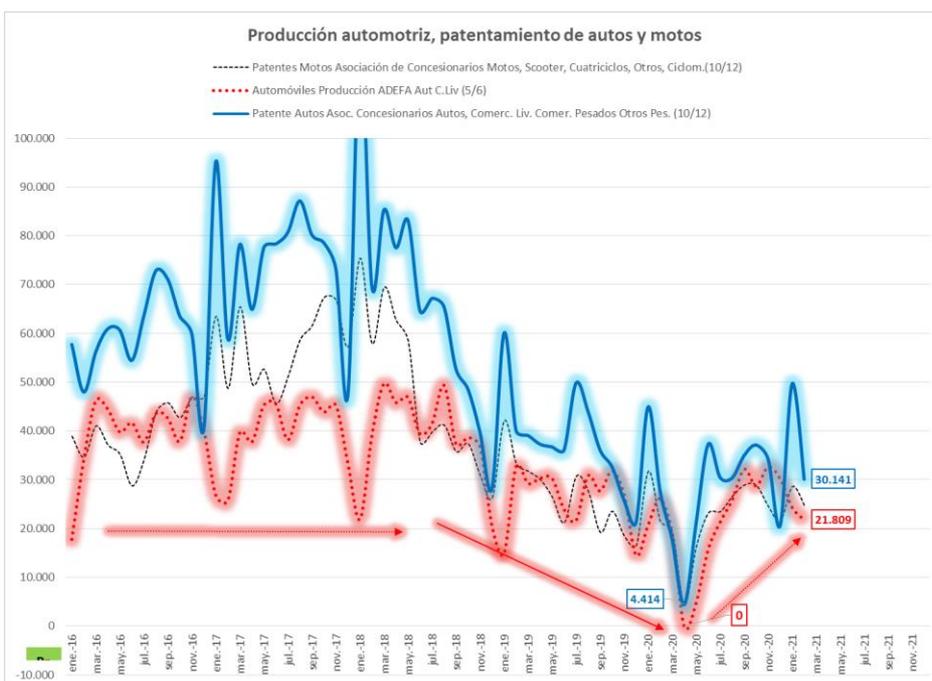


Producción automotriz, patentamiento de autos y motos

Como se puede observar la producción de automóviles se venía desempeñando más o menos normalmente hasta los primeros meses del 2018, y otro tanto se puede decir del patentamiento de autos y motos.

Además de los problemas de actividad económica en marzo 2020 se suma el Covid-19 y le agrega un mayor dramatismo, tal por ejemplo la caída a cero (0) en abril en la industria automotriz. Luego de esa fecha el sector empieza a recomponer los niveles de producción. Algo similar se produce con el patentamiento.

Un reciente acuerdo del "Gobierno con las entidades sectoriales (ADEFA, AFAC y ADIMRA) y sindicales (SMATA y UOM) en pos de generar mejores condiciones en el comercio exterior del sector automotor, modificó el decreto 789/20 con el fin de incluir los envíos incrementales del sector en el esquema de 0 % de derechos de exportación".

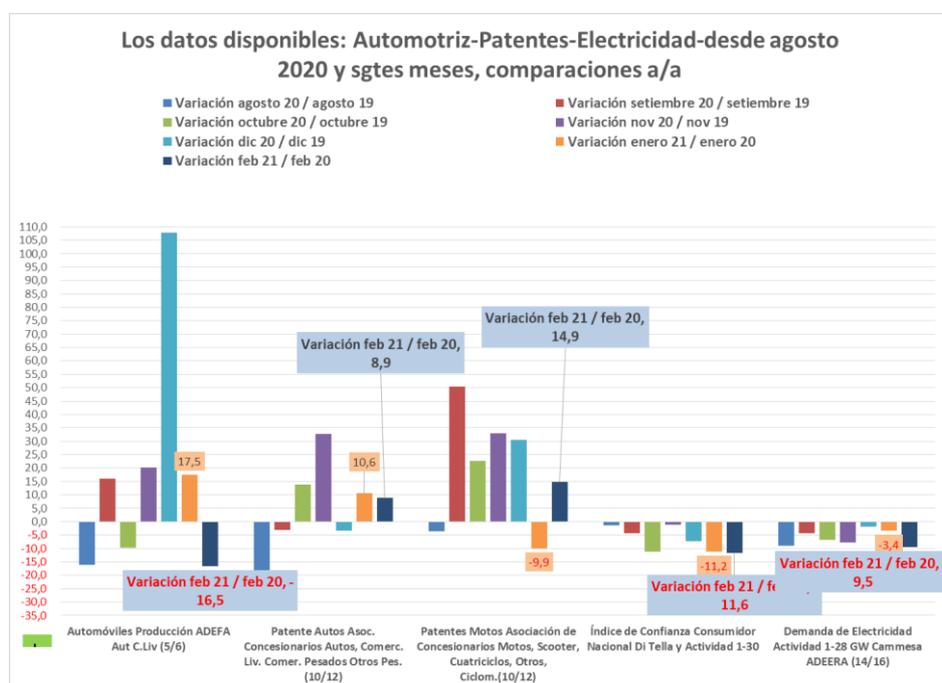


Los datos disponibles: Automotriz-Patentes-Electricidad-desde febrero 2020 y siguientes, comparaciones a/a

El gráfico presenta las variaciones interanuales desde agosto del 2020 hasta febrero del 2021 y completa la información anterior.

La producción de automóviles sostiene una marcha irregular. Se debe recordar que en abril del 2020 no se fabricó ninguno. En los meses siguientes se promueve una recuperación. Febrero, en términos interanuales, es negativo. Esto tiene una explicación parcial. En los meses de enero y febrero usualmente se dan vacaciones y adaptaciones en las plantas.

Patentamiento de automóviles también muestra un recorrido irregular, pero en los dos primeros meses del 2021 levanta y exhibe porcentajes positivos. El Índice de Confianza del Consumidor Nacional del Di Tella en los últimos meses y dos primeros del 2021 son negativos. Algo parecido se puede apreciar con la demanda de electricidad total. Se ha mantenido con variaciones interanuales negativas. Estos son algunos de los indicadores a seguir siempre.

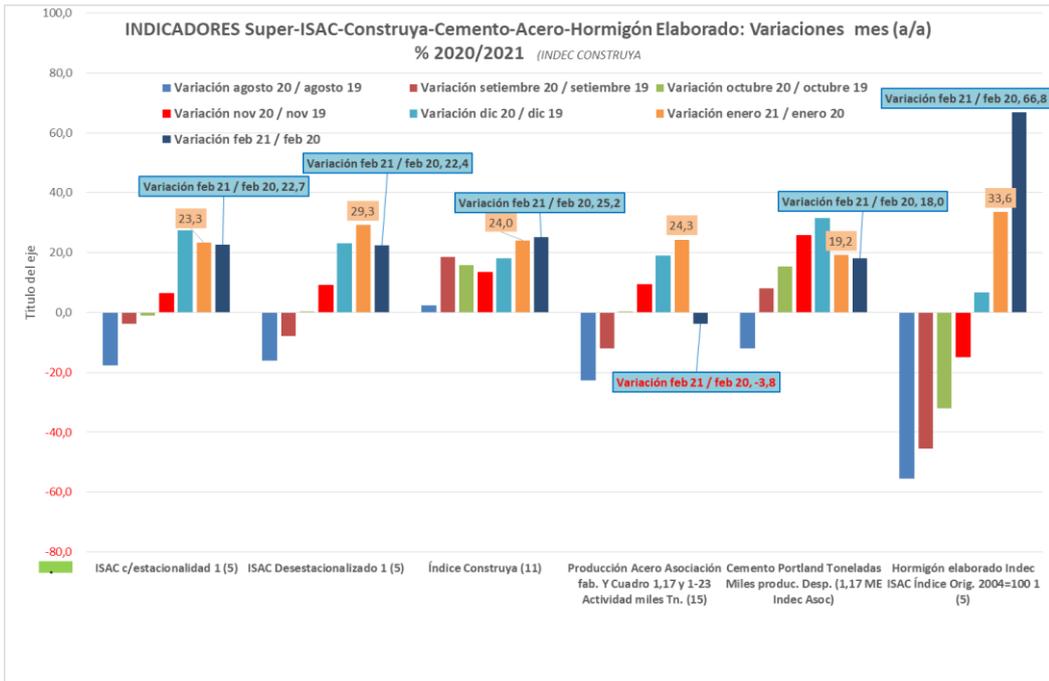


INDICADORES. Super-ISAC-Construya-Cemento-Acero-Hormigón elaborado: Variaciones % 2020 (INDEC CONSTRUYA)

Las variaciones mensuales interanuales de indicadores resultan mayoritariamente positivas como el ISAC que en febrero crece el 22 %. El desplome de la Construcción fue realmente vertiginoso hasta por lo menos octubre del 2020, así es como el ISAC mostraba un acumulado negativo del 26 %.

A partir de esa fecha (octubre) comenzó a observarse un lento crecimiento y se hizo más notorio a partir de diciembre. Esto se extiende a casi todos los insumos que en los últimos tres meses (diciembre-enero-febrero) respecto a iguales meses anteriores dan cuenta del fuerte crecimiento del cemento, sanitarios, hierro redondo, asfalto, pintura y otros.

Queda pendiente la recuperación de 100.000 puestos de trabajo en la construcción que se perdieron en los últimos años. El Gobierno lanzó recientemente un ambicioso plan de construcciones y reformas, que se irá desarrollando a medida que disminuya la pandemia.



DÓLAR Y DÓLAR CCL - Merval:

Merval en pesos y dólares. Tipo de Cambio CCL y Riesgo País

Hemos incluido en el gráfico los valores del Merval en pesos y dólares CCL en promedios de cada mes para destacar dos cuestiones asociándolas al Riesgo País (EMBI):

Por un lado, la volatilidad del Merval en pesos es realmente muy elevada especialmente desde la mitad del 2018 en adelante y, por el otro, muestra cuándo funciona a pleno el Merval en dólares (CCL) entre la mitad del 2012 y final del 2017. También cómo se produce la abrupta caída en las primeras señales en enero 2018 y luego no cesa de disminuir. ¿Los operadores importantes anticiparon lo que se venía en términos de inflación, salida de inversores y ruidos diversos? En general tienen buen olfato y son los primeros en salir del juego.

Pero además sirve para ilustrar cuándo tiene plena vigencia la diferencia (brecha) entre el Tipo de Cambio Oficial y el Tipo de Cambio CCL. Se produce en dos momentos en el período que estamos analizando. La primera vez entre enero de 2011 y enero de 2016. Luego nuevamente a partir de setiembre de 2019 hasta la actualidad y por lo visto continuará.

Se profundiza la caída del Merval en dólares, que ha resultado un pésimo negocio para los inversores. Si analizamos el último período el Riesgo País alcanza los 3.800 pb (abril 2020) y luego se asienta en el 2021 en los 1.500 pb.

Pero la conducta del Riesgo País es una especie de balancín o subibaja, cuando el Merval en dólares se eleva el Riesgo País baja y a la inversa. Parece una sencilla conclusión y efectivamente lo es.

En la primera brecha entre el dólar oficial y el CCL, el Merval (CCL) cae hasta el 2013 (iniciando en el 2011). Luego la recuperación del Merval CCL lo comparte una parte del gobierno de CF y MM. Siempre estas diferencias o brechas producen mucho ruido y tienen que ver con cepos, temores, desconfianzas y ciertas características, algunas más escrutables y otras no tanto.

En el segundo gobierno de Cristina Fernández, a partir del 2011, aparecieron las primeras restricciones (cepo) que duraron hasta el inicio de su sucesor, Macri. Este último levantó las prohibiciones al movimiento de

capitales, pero finalizó su período imponiendo nuevamente el cepo. El reciente gobierno de Alberto Fernández heredó dicha medida y la profundizó hasta asemejarla bastante con la del primer período mencionado.

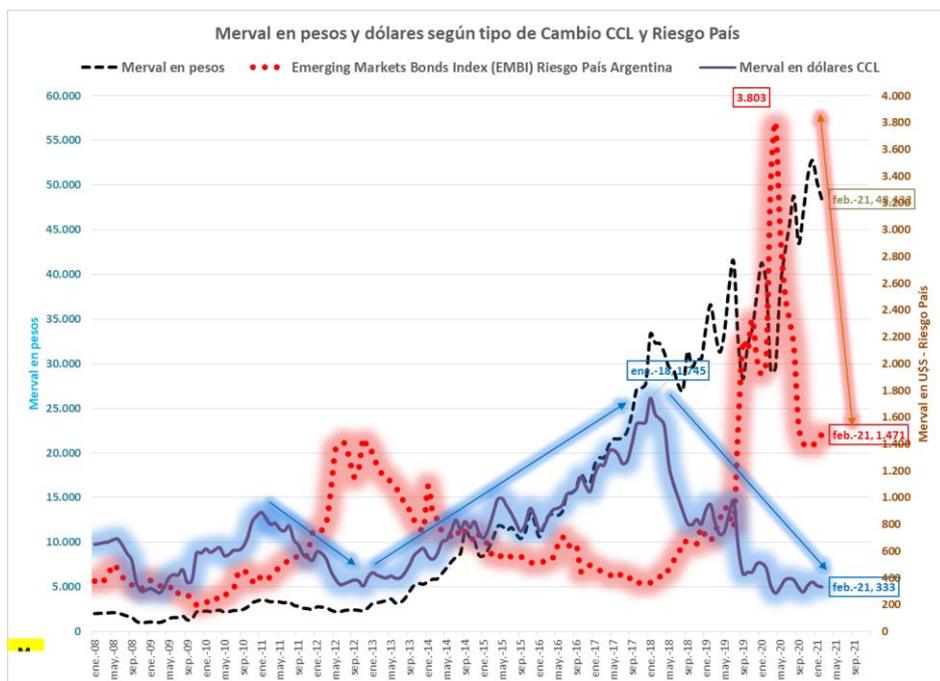
La falta de dólares hace que la canción tenga actualidad: "De noche todos los gatos son pardos". Afecta a todos los gobiernos, se aclara que a cada uno con modalidades diferentes.

¿Cómo se resuelve todo esto?: ¿sin devaluar, conteniendo el dólar, con devaluación, desdoblado en mercado comercial y financiero, rezando, aumentado las exportaciones, las importaciones, con un acuerdo multisectorial y multisocial y también con que la suerte no sea grela?

El gobierno de Macri impuso una devaluación al final del 2015 y obviamente saltaron los precios y luego sí conocemos lo que ocurrió con la macro a partir del 2018.

Insistimos: ¿Cómo se resolverá en la actualidad la falta de dólares y la brecha?

Cuando se escriben estas líneas el ministro Guzmán se encuentra enfrascado buscándole la vuelta, podríamos decir al mundo, y esperando que la soja siga en buen precio. Sin arriesgar demasiado, se conjetura que las conversaciones iniciadas con el FMI ayudarán a tranquilizar las almas inquietas. ¿Será? Pero no todos están de acuerdo con esta afirmación.



Inflación, Tipo de Cambio Oficial, Tipo de Cambio CCL y Porcentaje de diferencia entre el CCL y el Tipo de Cambio Oficial

Con unos pocos números se puede seguir uno de los problemas que más ruido hace entre los distintos indicadores, la famosa brecha y por tanto la artillería usada para atenuarla. Algo vimos en el punto anterior.

Observando el gráfico, se resaltan los dos momentos donde el Tipo de Cambio Oficial (mayorista) queda rezagado respecto del Tipo de Cambio CCL. La brecha se ensancha. Ello ocurre desde la mitad del 2011 hasta finales del 2015. Durante el gobierno de Cristina Fernández (CF) y luego en el de Mauricio Macri (MM), a partir de setiembre de 2019, dicha brecha se mantiene en altos niveles que prosiguen en la actualidad con Alberto Fernández (AF) como presidente.

Pero el salto diferencial más importante fue en octubre del 2020 superando el 100*100. Esto produjo un terremoto y luego todos los intentos para amansarlo. La realidad es que hoy en febrero y marzo del 2021 la diferencia se ubica en el 60 %, un valor notoriamente menor. ¿Logro real o logro a lo Pirro?

Veamos algunos de los elementos que contienen lo anterior y que pueden explicar por lo menos parcialmente lo ocurrido. En el primer gobierno de CF, el Tipo de Cambio Oficial quedó rezagado respecto de la inflación y el inicio del Tipo de Cambio CCL se asoció primeramente a los valores del Índice de Precios.

Las diferencias porcentuales surgen simplemente entre el CCL y el Tipo de Cambio Oficial. Dichas diferencias se mantuvieron varios años en lo que denominamos primera etapa y en algún momento la brecha alcanzó el 70 %. Por esa época y con distintos instrumentos se implementaron controles cambiarios y otras restricciones.

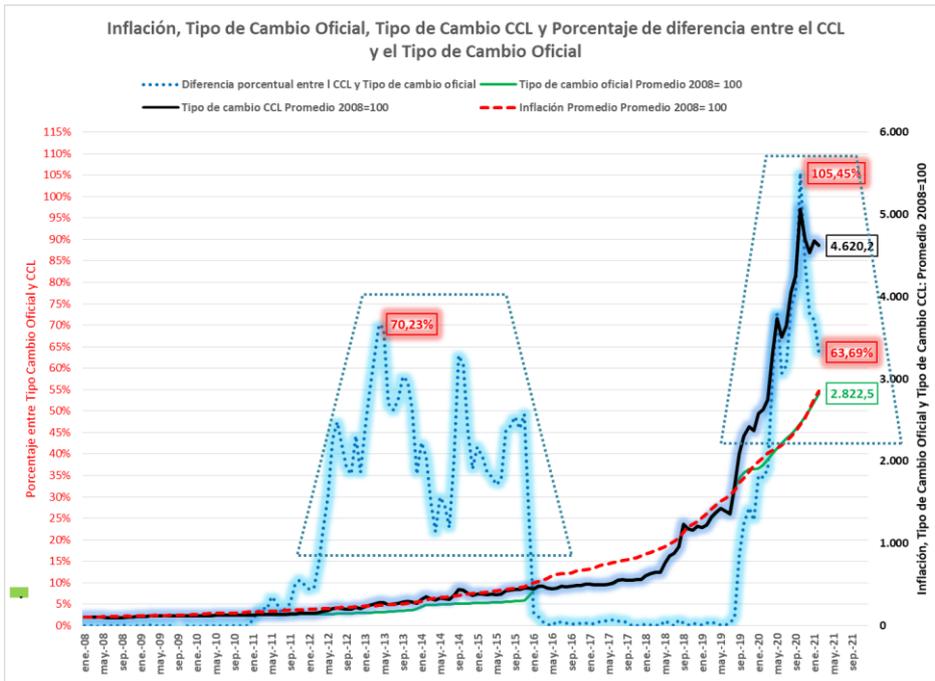
En el inicio de MM, el Tipo de Cambio Oficial y el CCL fueron similares durante varios años, o más precisamente hasta agosto de 2019, pero antes de esa fecha empezaron ruidos sordos. Luego el CCL inicia un vertiginoso ascenso. En diciembre de 2019 el porcentaje fue cercano al 30 % y se produjo el cambio de gobierno. Pero el ascenso continuó con el nuevo gobierno (AF), los ruidos de la deuda, restricciones, controles y el Covid-19 fueron aumentando la brecha que en octubre del 2020 alcanzó el 100*100 %. Puso nerviosos a muchos, en especial al Ministerio de Economía y al BCRA. Afirmación reiterada.

Una aclaración: en agosto de 2019 la inflación no se diferencia mayormente del Tipo de Cambio Oficial y esto se prolonga hasta la actualidad.

Breve repaso: Con MM se aplicó un cepo blando primero, luego blindado y se fue acentuando la falta de dólares. El gobierno de (AF) heredó esa circunstancia, el cepo se acentuó, la falta de divisas se hace sentir y como dijimos el CCL escala posiciones rápidamente.

Pero más allá del cambio de gobierno que tensionó algunas cuestiones, es difícil pensar cuáles hubiesen sido las otras alternativas, los problemas estaban y estallaban. Una fantasía contrafáctica no hubiese encontrado fácilmente otro camino y un buen resultado final.

Obviamente, el Gobierno empezó a desplegar diversas medidas para contener el CCL y bajarlo; operaron restricciones, acciones del BCRA interviniendo en el mercado con compras y ventas de bonos, un tipo de cambio oficial muy cercano a los niveles de inflación y más recientemente una fuerte política de compras de dólares, facilitadas por las ventas más voluminosas de productos primarios y subas de precios de los mismos y también la aspiradora sobre los pesos del mercado. Hoy el cuadro es un control del CCL y parece ser el camino que seguirán las autoridades. ¿Hasta cuándo?



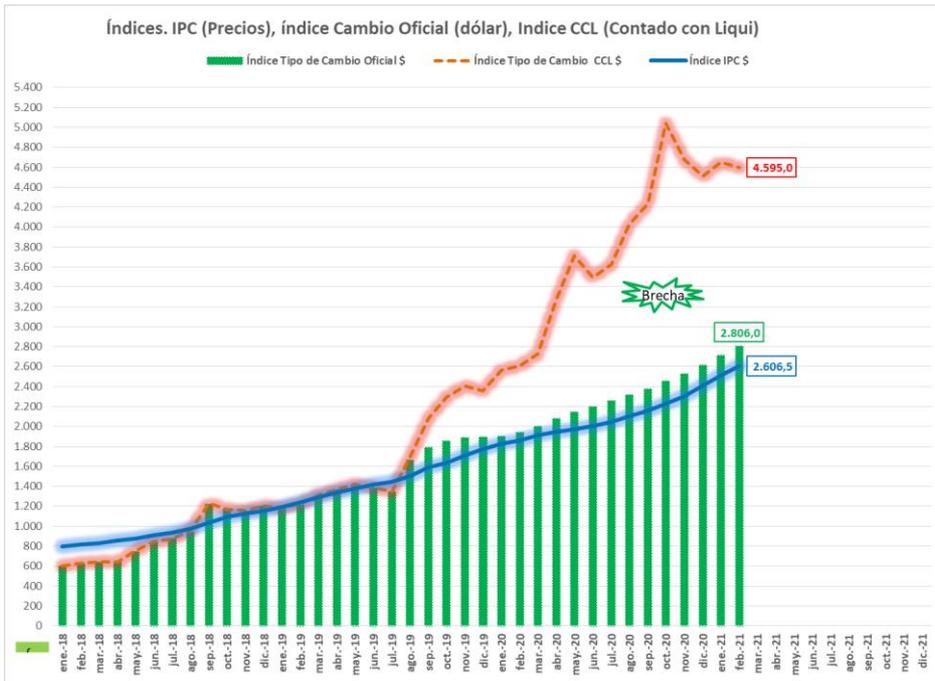
Índices: Índice IPC (Precios), Índice Cambio Oficial (dólar), Índice CCL (Contado con Liqui)

Confecionamos los índices a partir del 2018 para observar algunos detalles que completan la información de lo dicho anteriormente. Recordemos que desde junio del 2018 interviene el FMI incluyendo cambios en el manejo de la política monetaria, cambiaria y fiscal. Durante un largo período, el Tipo de Cambio Oficial y CCL eran similares, digamos entre enero de 2016 y la mitad del 2019, agosto.

El tipo de cambio oficial (mayorista), a partir de agosto de 2018, corría por encima (no mucho) del IPC, pero el CCL empezó a despegarse y continúa así hasta hoy.

Pero antes de agosto del 2018 se hacían sentir con fuerza las dificultades que llevaron a las autoridades a solicitar el auxilio del FMI. Mientras se desmadraba la situación económica y se iniciaba el proceso electoral, se iban acentuando las medidas de cepo y control, tanto las heredadas como las nuevas.

Hoy la situación es complicada por cuanto la brecha entre los tipos de cambio se mantiene, pero algunas fragilidades se empezaron a modificar y la distancia se redujo ostensiblemente. La inflación hasta el momento continúa su marcha inexorable. ¿La solución? No parece nada sencilla.



INDICADORES DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO:

Indicadores, índices. Período 2008 - 2021. Base 100 = Promedio 2008

El gráfico puede parecer confuso y lo es. No encontramos forma de presentarlo con mayor claridad. Nuestra intención es dar una visión global de los 20 índices, aunque luego confeccionamos y destacamos solo 7 por la dinámica y velocidad de crecimiento.

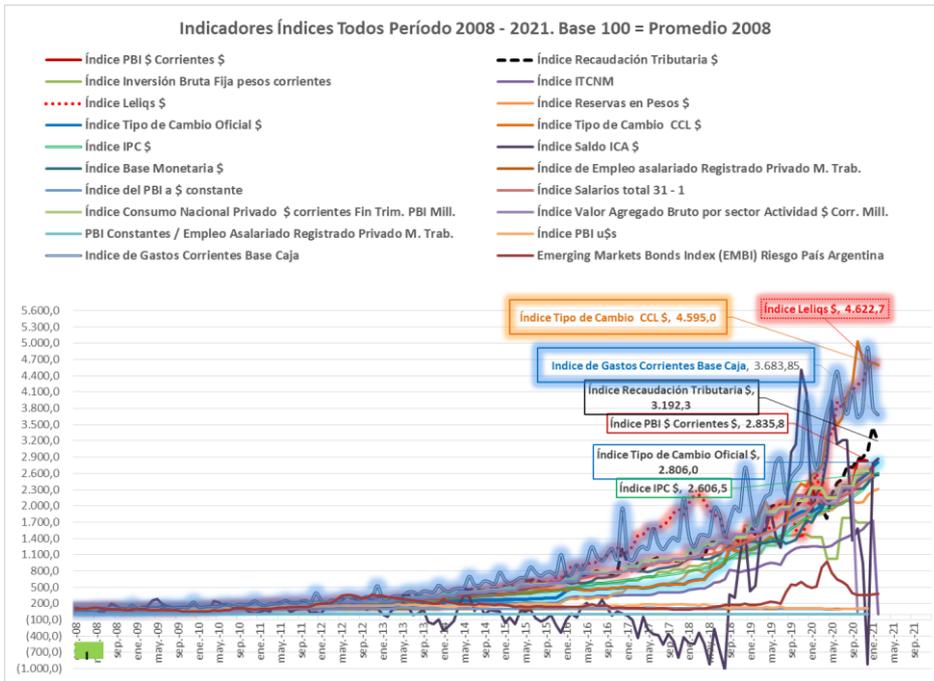
Ellos son: Índice Leliq, el Índice del Tipo de Cambio Contado con Liquidación (CCL), el Índice de Recaudación Tributaria Nacional, el Índice del PBI a \$ Corrientes, el Índice del Tipo de Cambio Oficial (mayorista), el Índice de Gastos Corrientes (Base Caja) y un Promedio de IPC, digamos inflación.

En la primera parte del gráfico las líneas aparecen como si no tuvieran diferencias, pero es solo una ilusión óptica. Las disparidades en los índices y en los incrementos son moneda corriente. Lo que sí podemos decir es que hubo menor intensidad en los primeros años que en los más recientes.

Contamos con un primer gráfico que cubre desde el 2008 al 2021. Luego realizamos tres para distintos períodos: el primero, entre el 2008 y el 2015; el segundo, entre el 2016 y el 2019, y el tercero, entre el 2020 y la actualidad. Finalmente, agregamos un cuarto para todo ese tiempo transcurrido destacando los siete indicadores. En los cambios de gobierno excluimos los meses de diciembre.

En este primer gráfico incluimos todos los indicadores desde el 2008 a la actualidad y resaltamos aquellos que se elevaron o crecieron con más fuerza. Si bien podríamos haber elegido otro criterio, nos inclinamos por uno que nos permitiera asociarlo con la inflación.

Todos los índices fueron realizados de la misma forma, con base 100 = promedio 2008 y en forma mensual de acuerdo con los valores conocidos de cada indicador. Llegan hasta febrero del 2021, excepto el correspondiente al PBI a precios corrientes con la información hasta el 4to trimestre del 2020 y sus vínculos con la Inversión y el Consumo Privado.



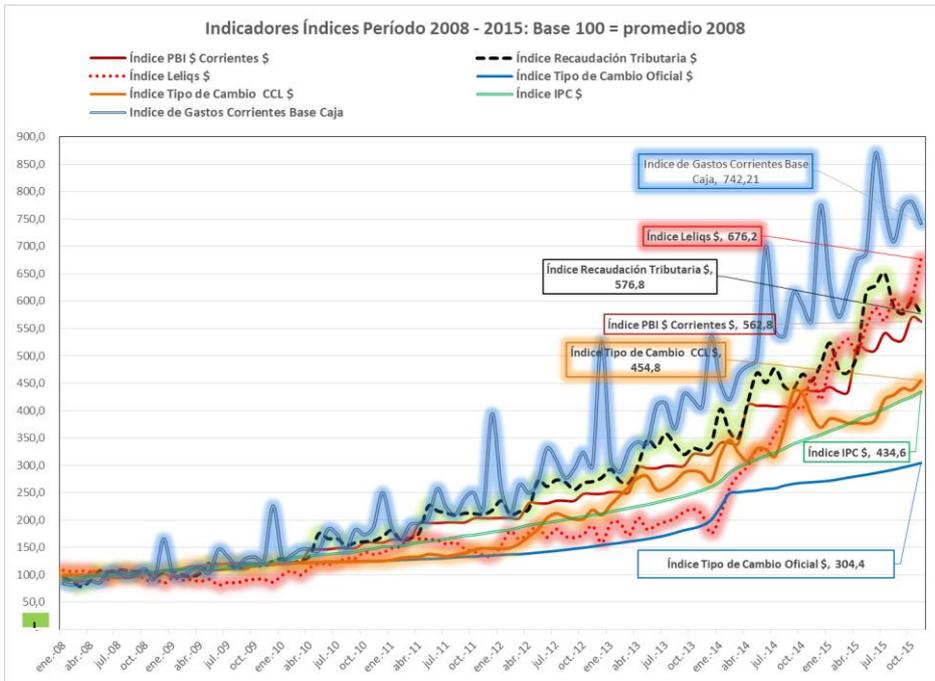
Indicadores. Período 2008 - 2015: Base 100 = promedio 2008

En este primer período desde el 2008 al 2015 (llega a noviembre del 2015), podemos destacar lo siguiente:

La brecha entre el CCL y el Oficial se inició en los primeros meses del 2012 y continuó hasta el 2015. El promedio entre ambos rondó el 45 %. En la mayor parte de este tiempo los Gastos Corrientes (Base Caja) encabezan el ranking.

La Recaudación Tributaria, siempre con una sólida presencia, en este período registró uno de los índices más elevados. El Índice Leliq tuvo un comportamiento tranquilo hasta finales del 2013, luego se despertó y creció en forma vertiginosa hasta finales del 2015.

En cuanto a la inflación el recorrido fue en ascenso lentamente. El único quiebre para arriba que se observa se produce en enero-febrero del 2014, montado en la devaluación de ese momento. El período registra un promedio mensual del 1.7 %. El Tipo de Cambio Oficial se mantuvo mayormente por debajo de la inflación. El promedio mensual fue del 1.2 %.



Indicadores, índices. Período 2016 - 2019: Base 100 = promedio 2008

En este segundo período (enero 2016 - noviembre 2019) podemos observar lo siguiente:

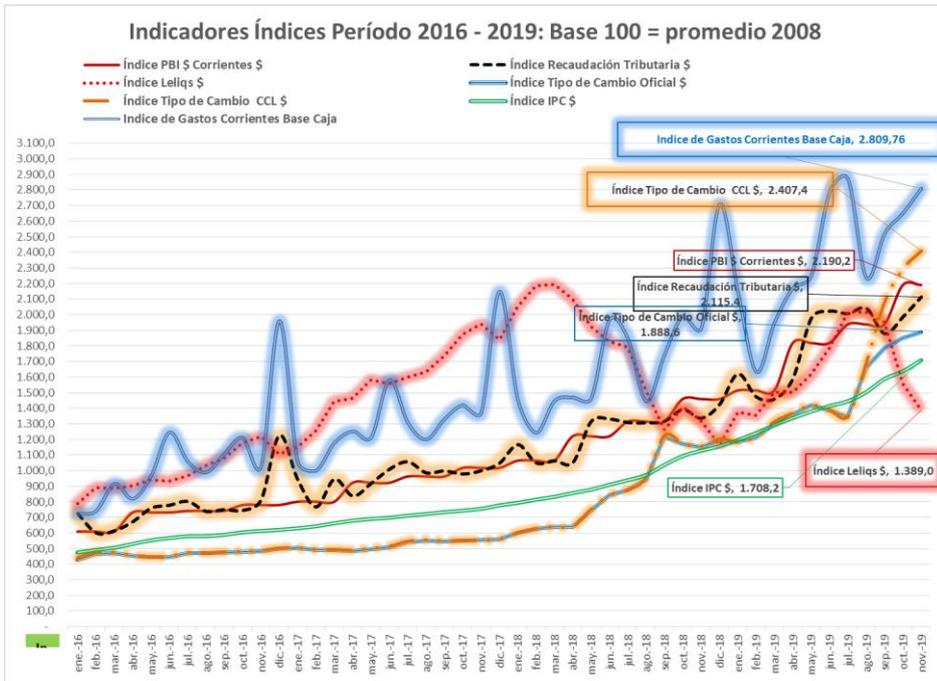
Como parte de la política monetaria del BCRA, el crecimiento del Índice Leliqs es notorio hasta el inicio de los problemas en febrero de 2018. Luego, ya con el FMI aportando dólares y cambios en la política económica, se produce la caída abrupta del índice hasta el final del 2018. El inicio del 2019 muestra cierto crecimiento hasta la mitad del 2019 disminuyendo nuevamente hasta el cambio de Gobierno (diciembre de 2019).

En todo este tiempo no existió brecha entre el CCL y el dólar oficial, salvo a partir de la mitad del 2019 cuando empezaron también los ruidos políticos. La recaudación se mantuvo y acompañó, por decirlo de alguna manera, la dinámica del PBI en pesos corrientes.

El Índice de Gastos Corrientes se mantuvo en primera línea y siempre creciendo en valores nominales.

Durante el inicio del 2016 y mitad del 2018, el tipo de cambio oficial se mantuvo por debajo del promedio de la inflación. Luego se sucedieron meses bastantes similares y en la mitad del 2019 la inflación quedó por debajo hasta el final del gobierno de MM.

El promedio mensual de la inflación fue del 2,8 %. En tanto el promedio mensual del Tipo de Cambio oficial fue del 3.8 %, fuertemente influenciado por los dos saltos devaluatorios, uno en el 2018 y el otro en el 2019.



Indicadores, índices. Período 2020 - 2021: Base 100 = promedio 2008

El tercer período es un tiempo en desarrollo, algo así como un tercio del recorrido hasta el 2023. Este lapso es muy particular, no solo por el cambio político y por lo tanto de propuestas económicas diferentes, sino especialmente porque chocamos nosotros y el mundo con el Covid-19 y se apagaron o frenaron los motores de la economía.

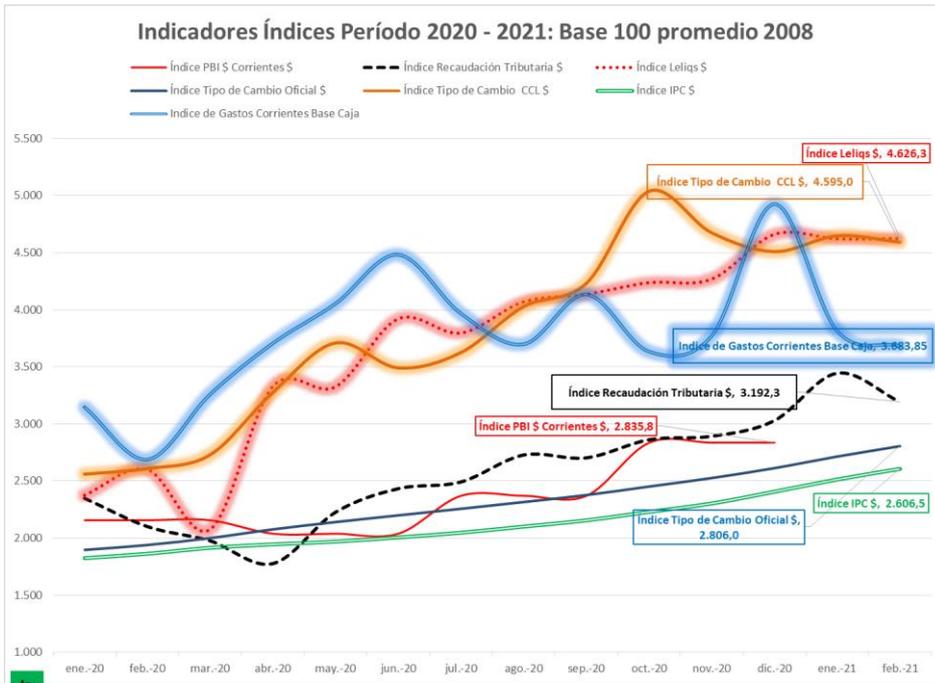
Con la salvedad de lo anterior, podemos puntualizar lo siguiente:

El Índice Leliq observa un fuerte crecimiento y por lo tanto un elevado costo cuasi fiscal que lo podremos apreciar en su magnitud cuando se dispongan los estados contables correspondientes al 2020 en la mitad de este año. El Índice de Gastos Corrientes se sostiene elevado especialmente en la mitad del 2020. No podía ser de otra manera frente a la pandemia. El Gobierno no puede cerrar ese grifo y más con la segunda ola.

La brecha entre el CCL y el dólar oficial que venía del final del gobierno anterior, continuó su derrape pero achicando la diferencia. Al cierre de este informe, si se considera el mes de febrero del 2021, la diferencia se ubica en el 60 %.

La Recaudación Tributaria, después de caer hasta abril del 2020, comienza su recuperación y lo hace en forma permanente y hasta se podría decir notable.

La inflación y el dólar oficial transitan caminos paralelos muy asociados y no se observan cambios bruscos en ninguno de los dos. La inflación promedio del período (2020-2021) alcanza al 2.8% mensual y es exactamente la misma variación promedio mensual del Tipo de Cambio Oficial o sea 2.8 %.



Indicadores, índices con mayor crecimiento. Período 2008 - 2021: Base 100 = Promedio 2008

A manera de resumen de todo lo anterior y simplificando destacamos los siete índices que presentan mayor crecimiento.

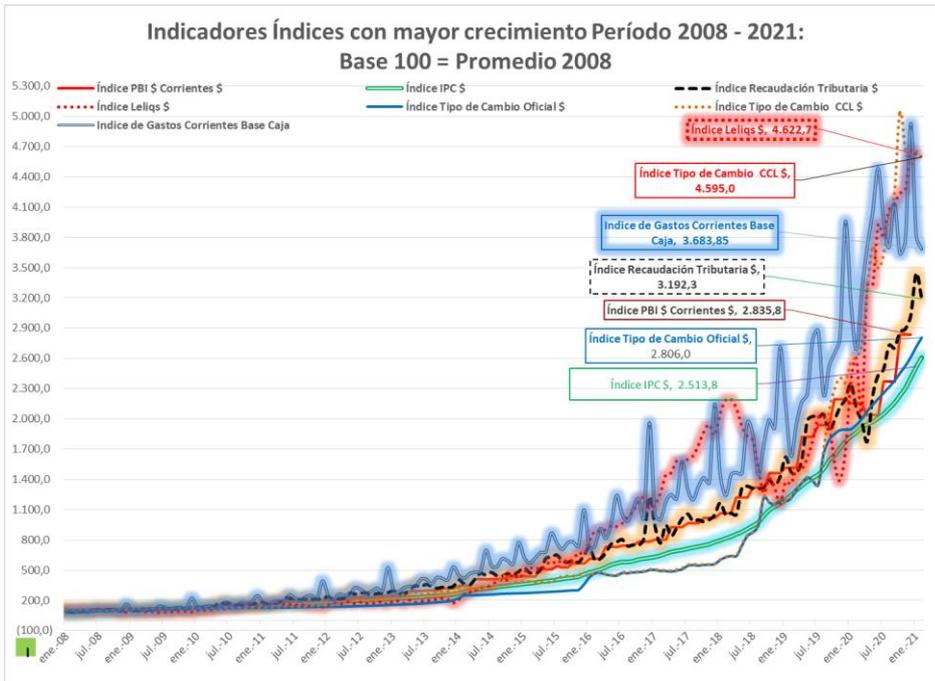
De alguna manera se repiten en los distintos lapsos de tiempo. La primera conclusión: resulta muy difícil cambiar rápidamente el curso de los índices, algo así como una verdad de Perogrullo o más comestiblemente "la verdad de la milanesa".

En todo este largo período resulta que el promedio de los IPC (inflación) como el Tipo de Cambio Oficial (mayorista) no son los que se desmadran, pero crecen sin pausa en todo momento con una pequeña ventaja para el Tipo de Cambio Oficial especialmente a partir de la mitad del 2019. En otras oportunidades la ventaja es para el IPC, por ejemplo entre el 2011 y mitad del 2018, pero en definitiva no se sacan mucha diferencia. El promedio mensual desde el 2008 a febrero del 2021 de la inflación fue del 2.16 %. El dólar se movió con un promedio mensual del 2.21 %. ¿Quién acompaña a quién? Esto explica sin muchas vueltas lo bimonetario, si el peso pierde mensualmente el 2.16 %, los habitantes de Dinamarca o de Finlandia, eludo decir de Argentina para no herir sentimientos, buscan una moneda dura. En menos de cuatro años \$ 100 del 2008 no valen nada.

La Recaudación Tributaria Nacional logró mantener altos niveles. Se la puede asociar en relación estrecha con el PBI a precios corrientes.

Las Leliqs no diferencian demasiado a los gobiernos. Funcionan como un galgo en carrera, que solo se detuvo algunos meses cuando apareció el San Bernardo FMI con dólares en su barril, en la mitad del 2018. Pero luego nuevamente reinició la carrera al final del 2019, que continúa hasta ahora. Hoy no tenemos dólares, tampoco un San Bernardo. Esto obliga al ministro Guzmán a resolver varios frentes al mismo tiempo. Dura tarea.

El dólar CCL desde setiembre de 2019 arranca con más fuerza y alimenta con voracidad la brecha. Esto obligó al BCRA a nuevos esfuerzos para reducir esa distancia y logró una baja importante en tiempos recientes.



INDICADORES MONETARIOS:

Indicadores Monetarios - Base Monetaria, M2, Depósitos, Préstamos, Títulos: Millones de Pesos

Seguimos los siguientes indicadores: Base Monetaria, M2, Reservas en dólares y en pesos, Depósitos del Sector Privado en pesos y dólares, Préstamos al Sector Privado en pesos y dólar, Títulos Públicos en cartera del BCRA y Títulos Emitidos por el BCRA. Los consideramos hasta febrero, en algunos casos podremos hacer alguna referencia a marzo, pero no lo graficamos, aunque ya se conoce información al momento del informe. Para exponer de manera más ordenada, se considera cada indicador y se agrega un breve comentario en valores absolutos y en porcentajes interanuales y mensuales. No es sencillo simplificar la dinámica más significativa de cada uno analizando los valores mensuales.

Las variaciones de los distintos indicadores monetarios, por lo menos en los 14 primeros meses del nuevo Gobierno, dan una pauta o señal del activismo del BCRA. No demasiado distinto de lo que ocurre con los bancos centrales de la mayoría de los países. La diferencia puede ser los estados físicos, algunos tienen más espaldas para resistir partidos prolongados por la dura sobrevivencia del Covid-19.

La Base Monetaria alcanzó en febrero del 2021 los \$ 2,5 billones.

Disminuye levemente respecto de enero, el 0.2 %, equivale a menos de \$ 5.000 millones.

En términos de tasa interanual (a/a), o sea febrero 21 / febrero 20, crece al 38.5% cercano a la inflación.

Pero la Base Monetaria en los últimos meses atenúa notoriamente su crecimiento comparando porcentajes interanuales. Por ejemplo desde agosto del 2020 a febrero del 2021, la caída alcanza prácticamente a la mitad, del 77.4 % al 38.5 %.

Esto se produce por esterilización, pero también por la venta de dólares al Tesoro. Queda claro que el efecto de esterilización por medio de Leliqs (y Pases a esto no los graficamos) queda compensado por el pago de intereses y primas, por lo menos en los meses recientes. Se puede ampliar aclarando que en los últimos meses del año anterior y en los dos primeros no se realizaron Adelantos Transitorios al Tesoro, aunque fueron compensados por los \$ 1.6 billones de Utilidades del BCRA transferidos al mismo. Otra aclaración es que en marzo crecen fuertemente las Leliqs. Esto lo analizaremos en un próximo informe.

M2 es un indicador de la liquidez del sistema financiero compuesto básicamente por billetes y monedas fuera del sistema financiero (en el bolsillo). Las cuentas corrientes y depósitos en cajas de ahorro alcanzaron en febrero del 2021 los \$ 4.6 billones.

Disminuye levemente respecto de enero, el 0.2 % equivale a \$ 73.000 millones.

En el año anterior el M2 alcanzó un valor cercano al 13 % del PBI, donde abril del 2020 desempeñó un papel importante por el fuerte crecimiento que se produjo, se incrementó en \$ 430.000 millones con respecto a marzo. Obviamente, producto del Covid y las exigencias del mismo.

En términos de tasa interanual (a/a), o sea febrero 21 / febrero 20, crece al 78 %, casi el doble que la inflación. Pero la Base Monetaria define en parte el crecimiento del M2 (una parte también los bancos) y en los últimos meses atenúa notoriamente su crecimiento en porcentajes interanuales desde agosto del 2020 a febrero del 2021. Las tasas anteriores interanuales del M2 superaban el 100*100.

Las Reservas (en dólares) alcanzaron en febrero del 2021 los u\$s 39.377 millones.

Disminuye levemente respecto de enero en u\$s 235 millones, a pesar de las compras de dólares por parte del BCRA. Tener presente que el BCRA en los dos primeros meses compró u\$s 800 millones, pero fueron utilizados para pagar a Organismos Internacionales, otros pagos del Tesoro y otras operaciones y pérdida de valor. Aclaración adicional: en marzo continuaron las compras en mayor volumen.

En términos de tasa interanual (a/a), o sea febrero 21 / febrero 20 y anteriores, se observa una constante disminución, o sea menos Reservas Brutas.

Pero vale la aclaración que las Reservas Brutas en los últimos meses atenúan su decrecimiento. La de febrero (a/a) observa un 12 % y se puede decir que desde octubre del 2020 oscila en este valor con una leve tendencia a la reducción. En particular si las referenciamos respecto de las del año 2020.

Los depósitos del sector privado alcanzaron en febrero del 2021 los \$ 6.6 billones, superando a enero en \$ 185.000 millones.

En términos de tasa interanual (a/a), o sea febrero 21 / febrero 20, crece al 58 % y en los meses anteriores se sostiene en valores que superan siempre el 50 %, por encima de los valores de la inflación.

Pero los Depósitos de febrero respecto del mes anterior no superan la inflación. Este mes es más corto y acarrea cuestiones estacionales.

Para tener en cuenta en diciembre del 2020, y por razones de fin de año, crece al 5.7 % con respecto al mes anterior con fuerte incidencia de las Cuentas Corrientes y Cajas de ahorro. En febrero las cuentas anteriores disminuyen notoriamente y se puede apreciar cierto crecimiento de los Depósitos ajustables por CER/UVAs, seguramente por las expectativas de mayor inflación.

No deja de ser preocupante y a tener en cuenta, mientras los Depósitos del Sector Privado estén en el orden de más del 50 % (a/a) y los Préstamos son superados casi por el doble quedando muy rezagados.

Los Préstamos al sector privado alcanzaron en febrero del 2021 los \$ 3.2 billones, superando a enero en \$ 43.000 millones.

En términos de tasa interanual (a/a), o sea febrero 21 / febrero 20, crece al 34.3 % y en los meses anteriores se sostiene en crecimiento constante desde los últimos 7 meses, pero siempre en valores inferiores a la inflación.

Se puede ampliar que la hegemonía en los Préstamos corresponde a Documentos y Tarjetas, entre ambos superan el 50 % del total. En el caso de las tarjetas, según el Informe Monetario Mensual de marzo, los usuarios tienen que ver el programa para abonar en 3, 6, 12 y 18 meses el consumo.

Los Títulos Públicos en poder del BCRA, o sea como parte de su activo, mayormente por entrega de Reservas al Tesoro recibieron distintos bonos o papeles como contraparte de la operación. En febrero del 2021 alcanzaban los \$ 5.4 billones, algo así como más del doble de la Base Monetaria.

En términos de tasa interanual (a/a), o sea febrero 21 / febrero 20, crece al 31.3 %, pero en los anteriores la tasa es superior y especialmente en los últimos meses del 2020 donde supera el 100*100.

Se puede ampliar diciendo que la mayor parte de los de los \$ 5,4 billones son Títulos bajo Ley Nacional y dentro de estos Letras Intransferibles y Otras del Tesoro Nacional.

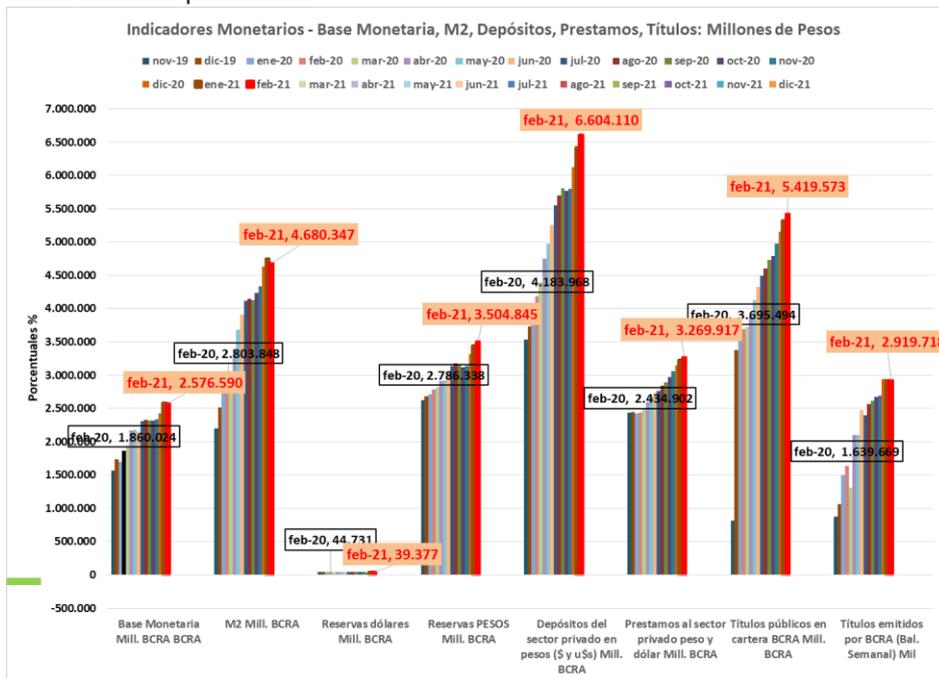
Los Títulos emitidos por el BCRA (cuenta de pasivo) alcanzan en febrero del 2021 los \$ 2.9 billones, superando en casi \$ 400.000 millones a la Base Monetaria. Son los famosos Leliqs, estamos considerando la información de los **Balances Semanales**. No tomamos en cuenta las operaciones de Pase.

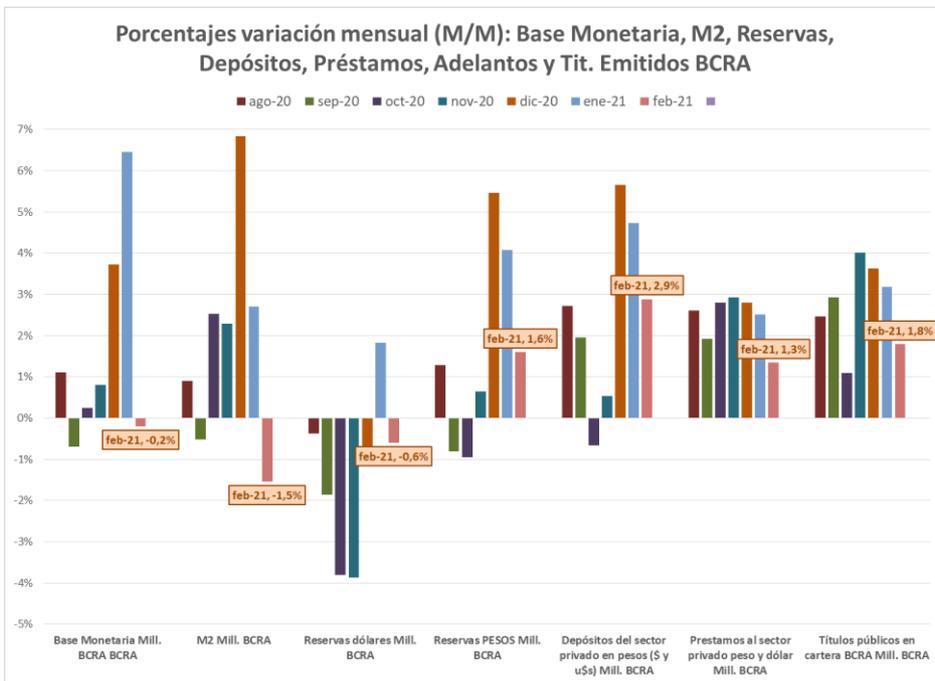
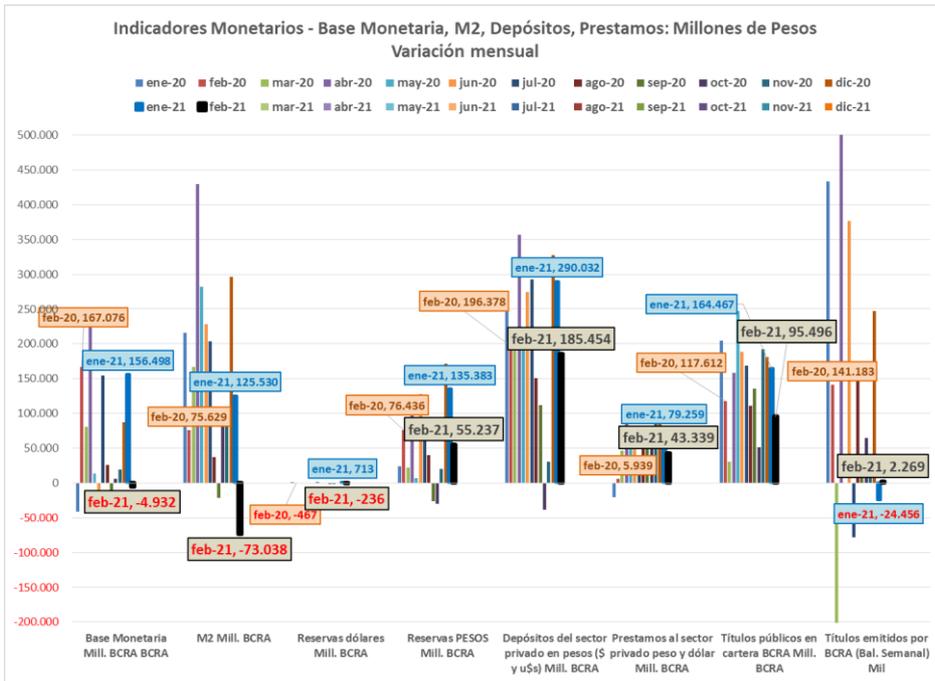
En términos de tasa interanual (a/a), o sea febrero 21 / febrero 20, crece al 71 %, pero en los anteriores meses las tasas resultan ampliamente superiores, especialmente sobre el final del 2020. ¿Pone un freno el BCRA?

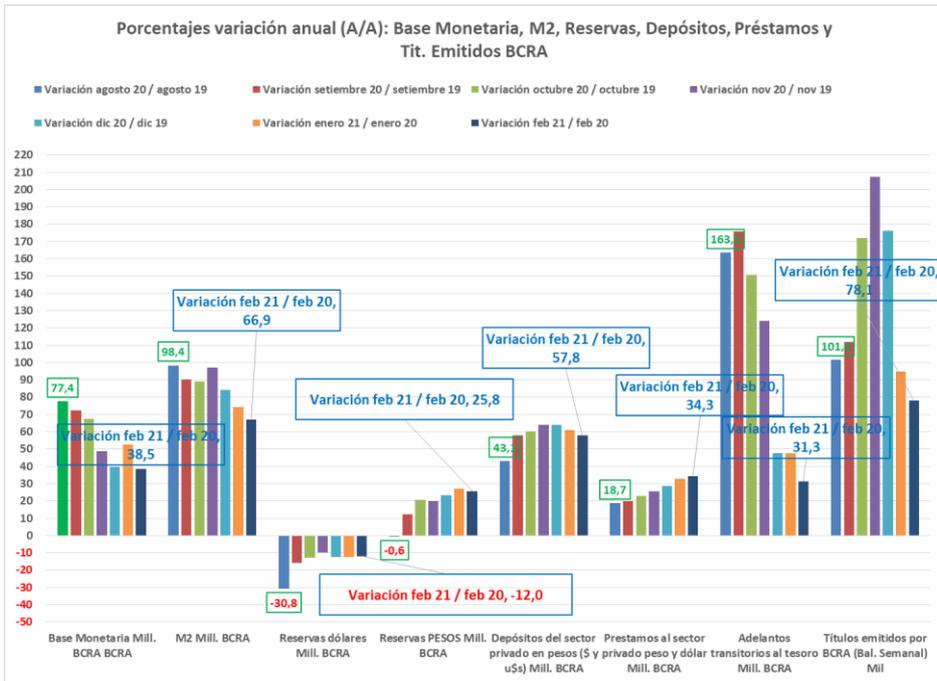
Se puede ampliar diciendo que la mayor tasa la encontramos en abril del 2020. El BCRA tuvo que barrer gran parte de lo emitido, que alcanzó a nada menos que \$ 790.000 millones. Todo lo puede el Covid-19.

Los Títulos Emitidos (cuenta del pasivo) por el BCRA en su política de esterilizar los pesos del mercado tienen un alto costo por los preocupantes intereses, más allá de los maquillajes que se suelen utilizar, y que constituyen parte del denominado déficit "cuasi fiscal". Conviene de vez en cuando recordar algunas de las expresiones de Alan S. Blinder, ex vice de la Reserva Federal: "Las decisiones relacionadas con la política monetaria -y de hecho con otras políticas- se toman con demasiado frecuencia "paso a paso", sin tener una idea clara de cuáles serán los pasos siguientes". Junto con lo anterior afirma: "Los tipos de interés ganaron por goleada. Pero ¿qué tipo de interés deben controlar las autoridades monetarias?"

Vale la aclaración que los Títulos Emitidos por el BCRA vienen de larga data y como veremos en otros gráficos serán tema de polémicas.





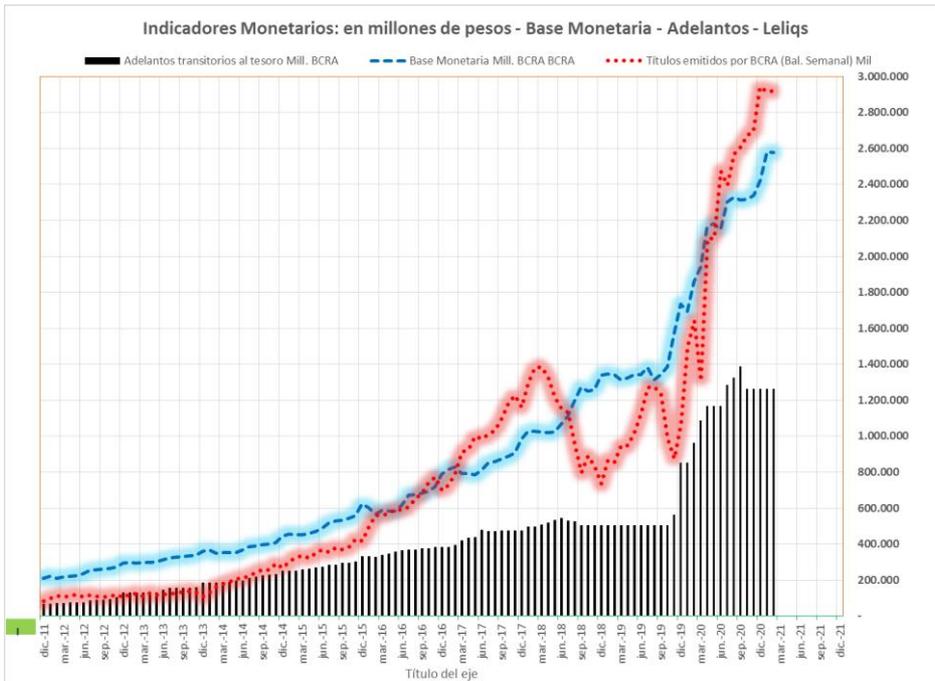


Indicadores Monetarios: en millones de pesos - Base Monetaria - Adelantos al Tesoro - Leliq

Para ir completando la información anterior, graficamos y utilizamos pesos (no índices) asociando tres variables a lo largo del tiempo, la Base Monetaria, los Títulos Emitidos por el BCRA y los Adelantos Transitorios del BCRA al Tesoro.

En los indicadores monetarios desde el período que analizamos (diciembre del 2011), podemos observar que el mayor crecimiento a hoy (febrero del 2021) se observa en los Títulos Emitidos, en la Base Monetaria y en los Adelantos Transitorios. La situación de mayor incremento es a partir del finales del 2019.

Los altos costos incurridos con la política de esterilización al 2019, lo conocemos por los estados contables en períodos anuales. Seguramente el correspondiente al 2020 por pagos de intereses será otra carga pesada y lo advertiremos a mitad de año. En los períodos de mayor crecimiento de los Títulos Emitidos superan con claridad a la Base Monetaria.



Índices Reservas en \$, Índice PBI \$ corrientes: % Índice Reservas / Índice PBI

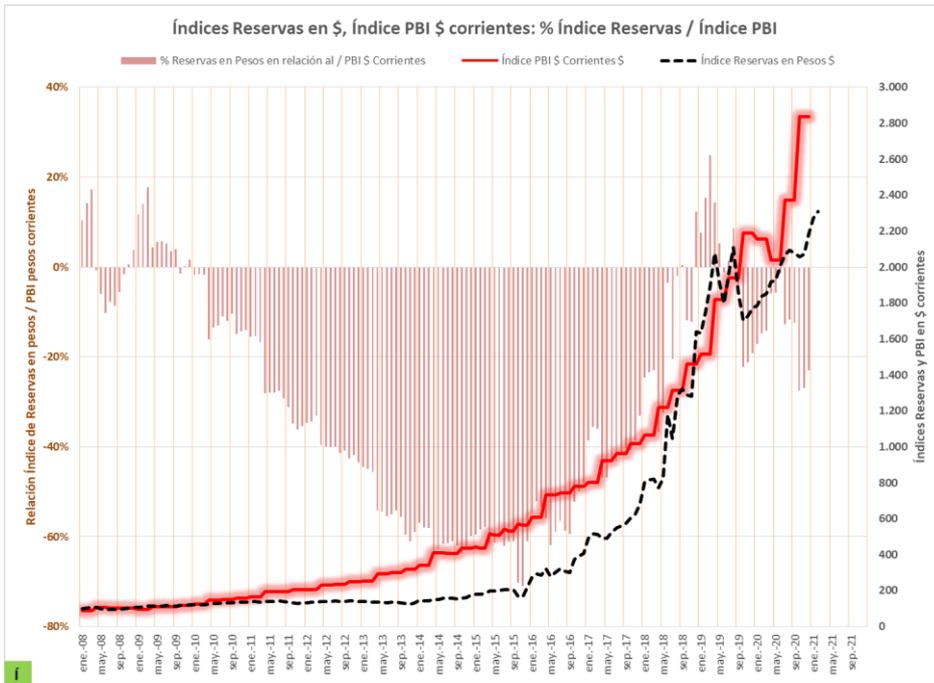
Si las reservas disminuyen en forma constante en relación al PBI en algún momento surgirán los problemas como los que hemos visto en repetidos momentos de nuestra historia económica. Puede ser una simplificación, pero mantener elevadas reservas da una idea de solvencia y liquidez.

Solo en unos pocos meses en el año 2008 y 2019 se observa una relación positiva. Luego en el mayor periodo de tiempo es negativa.

La idea sería que las Reservas debieran mantener cierta aproximación a una correlación parcial con el PBI a \$ corriente. En definitiva es el respaldo a la moneda y muestra fortaleza.

Se observa en el gráfico que la brecha entre Reservas y PBI se prolonga durante varios años, pero con mayor intensidad entre la mitad del 2011 y la mitad del 2018. A partir de esa fecha decayó la actividad y empezaron a ingresar los fondos del FMI.

En la actualidad vuelve a repetirse la brecha, excepto en el breve período del segundo trimestre del 2020, cuando se frenó la actividad económica, crecieron las exportaciones y se redujeron las importaciones. También se sumaron otras cuestiones que se pueden analizar en el Balance de Pagos y en el Balance Cambiario. ¿Sencillo resolver esto? No, en absoluto. Se crece si se exporta más y al mismo tiempo se importa más, ni más ni menos.



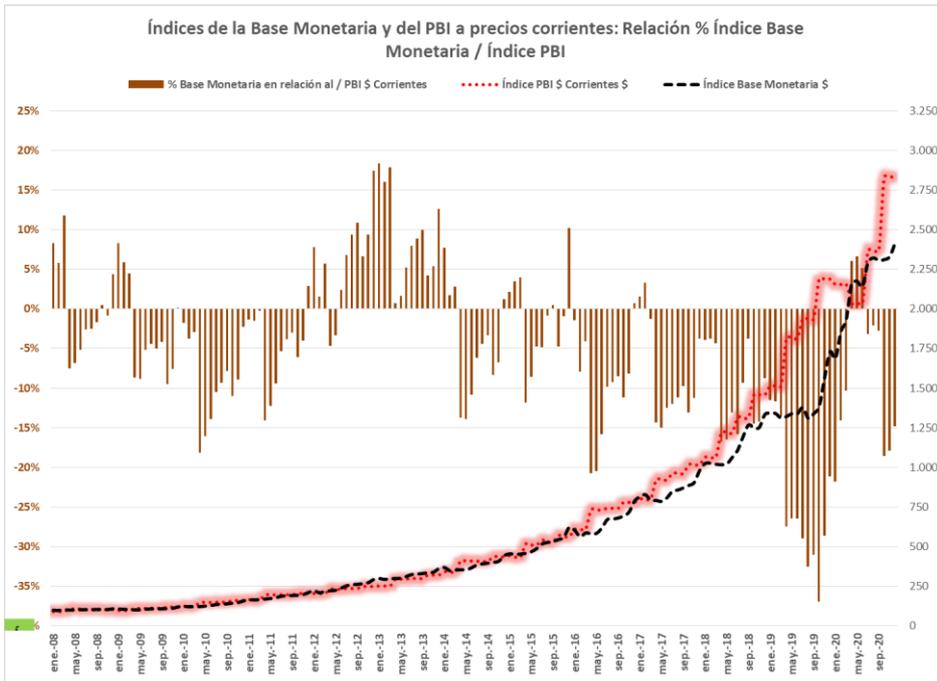
Índices de la Base Monetaria y del PBI a precios corrientes: Relación % Índice Base Monetaria / Índice PBI

En todo el período analizado se puede decir que los cambios de signos de la relación (Base / PBI) son frecuentes, pero predomina el criterio de frenar la Base Monetaria. Supuestamente detrás de esto se hilvana la política monetaria. En cada momento se podría ampliar y completar la información. Se lo dejamos a cada de los lectores mirando el gráfico.

Para no irnos tan lejos observemos desde fin del año 2008, se imponen restricciones o se favorece el crecimiento de la Base por lo menos en algunos años en el período hasta el 2015.

Luego la Base se traduce en una relación negativa con respecto al PBI, bastante que ver con lo convenido con el FMI en el período entre 2018 y 2019.

El segundo trimestre del 2020, sin el FMI, con nuevo Gobierno y el Covid observamos una relación positiva, crece más la Base Monetaria que el PBI. Sin embargo en los últimos meses del 2020 esto se revierte y se advierte un control sobre la Base Monetaria, que se profundiza en los meses del 2021, pero estos últimos no están graficados por no contar con la información del primer trimestre 21 del PBI.



Índices del PBI a \$ corrientes - Índice Leliqs y Relación % entre Ind. Leliqs / Índice PBI

Para tener en cuenta algunas relaciones, en este caso entre Leliqs y PBI a pesos corrientes.

Se puede apreciar cuatro momentos en esta recopilación de información.

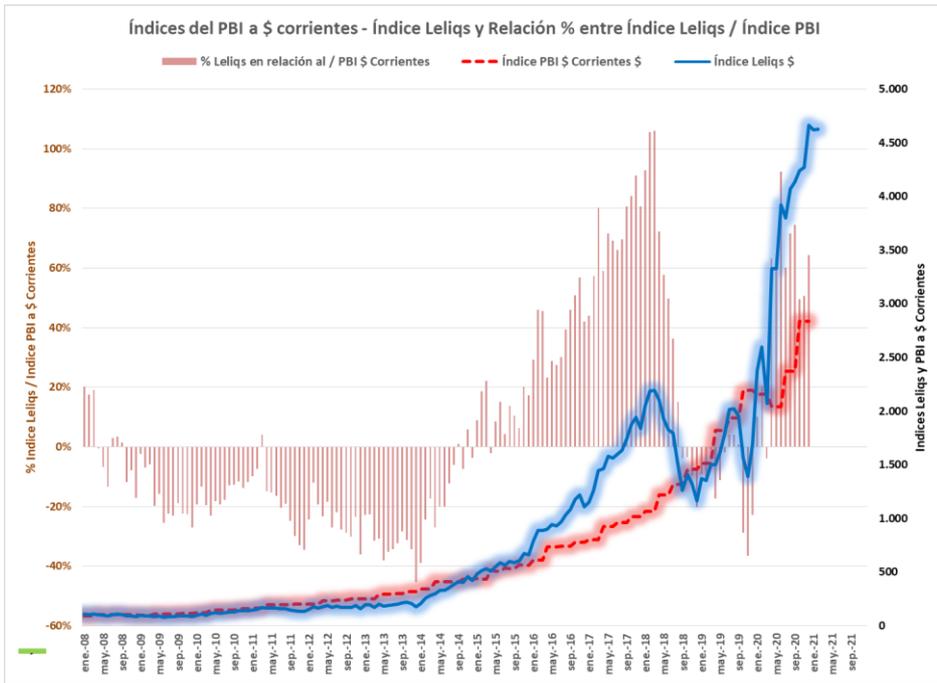
El primero cuando el crecimiento de las Leliqs resulta menor que el crecimiento del PBI, hasta finales del 2014.

Luego se muestra el fuerte crecimiento de las Leliqs desde 2016 hasta la mitad del 2018. Mucho tenía que ver con las decisiones del plan económico y las pautas de la inflación. Recordar que se deshilacharon en diciembre del 2017.

Cuando operó el FMI, a partir de la mitad del 2018, se establecieron metas o mecanismos para desalentarlas o modificar quiénes podían suscribir las Leliqs, y esto atemperó el crecimiento hasta digamos diciembre del 2019.

En el momento actual, se observa nuevamente crecimiento de las Leliqs, y el resultado funciona como una doble tijera, se esteriliza pero también especialmente en el 2020 se reduce el PBI.

Se debe recordar que si bien es un instrumento monetario utilizado desde hace mucho tiempo para controlar y esterilizar la cantidad de monedas en el mercado, es también de alto costo. Muchas veces el supuesto resultado buscado, que es disminuir la inflación, no se logró o solo parcialmente.



Saludos
 Lic. Jorge A Moore
 Corrección: Manuel López de Tejada
 Abril 2021