

## Informe Especial: Inflación y Tipo de Cambio

### Inflación

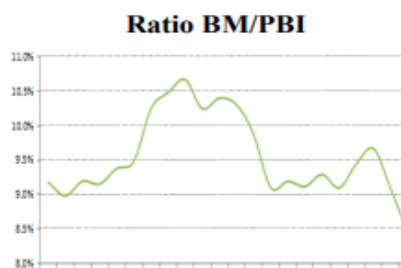
Según proyecciones privadas, el déficit primario del gobierno podría alcanzar el 5,8% del PBI (aprox. \$1,7 billones). Este déficit deberá ser cubierto casi en su totalidad ya que el Gobierno no tiene acceso a los mercados de deuda. Mientras, el superávit de bienes estimado alcanzaría USD16 mil millones este año. El déficit de servicios reales se reducirá fuertemente, fruto del freno de viajes al exterior y otras actividades por el Coronavirus. El superávit comercial también deberá ser monetizado a medida que avance la liquidación de las exportaciones. Además, también debemos recordar que los intereses pagados de las Leliqs emitidas previamente constituyen una fuente de emisión monetaria adicional. Las fuentes de absorción de pesos en la actualidad consisten en la esterilización mediante Leliqs y Pases y demanda de dólares para ahorro (dólar solidario) y para el pago de servicios de deuda performing de provincias, que resulta reducida por las restricciones vigentes.

Estimamos que la mayor emisión de pesos se concentraría en el segundo trimestre, de la mano de la implementación de medidas para morigerar el impacto económico del Coronavirus, para luego reducirse en el tercer trimestre. Esto impulsará ciertamente el nivel de monetización de la economía (Base monetaria/PBI), que superaría el 13% del PBI en el corto plazo. En el mediano plazo creemos que la ratio BM/PBI se estabilizaría en 9% y 10%, similar a la observada en el cepo anterior.

De esta manera, partiendo del aumento trimestral de la Base Monetaria hasta el primer trimestre de 2020 y con un supuesto de absorción sostenido por parte del BCRA de aproximadamente \$ 400 mil millones hasta el primer trimestre de 2021, la ratio de la Base Monetaria respecto del PBI podría converger en torno al 9,3% del PBI.

Esto a su vez permite calcular el crecimiento nominal del PBI consistente con el nivel de monetización y ajustando por la variación de la actividad, brinda una estimación del aumento de Precios Implícitos (IPI) del PBI, que puede aproximar el aumento de precios mayoristas y minoristas. De este modo, este ejercicio de consistencia macroeconómica simple arroja que el incremento del IPI se hallaría en torno al 65% y 70% hacia fin de año, brindando algunas pistas de la inflación que podríamos experimentar en el último trimestre (del orden del 5% mensual).

En este escenario, se observaría un aumento de la inflación moderado respecto de los niveles actuales, que podría ser reducida durante 2021 paulatinamente. Es importante notar que resulta crítico el supuesto que el BCRA absorberá el dinero "sobrante" junto con una recuperación económica moderada desde el tercer trimestre de 2020, una vez levantadas las restricciones a la actividad económica producto del Coronavirus, dentro de un entorno de elevada incertidumbre acerca de los efectos finales de la pandemia en la economía.



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y a BCRA

### Dinámica monetaria

Stocks	2020				2021	
	1er trim	2do trim	3er trim	4to trim	1er trim	2do trim
Base monetaria	2,282,881	3,431,162	3,693,467	4,046,974	4,066,974	5,091,974
Leliqs+Pases	1,291,433	1,591,433	1,987,225	2,333,543	2,733,543	2,433,543
Base+Leliqs	3,574,314	5,022,595	5,680,692	6,380,517	6,800,517	7,525,517
Base monetaria (en % del PBI)	9.75%	13.62%	11.20%	10.00%	9.50%	9.30%
Leliqs + Pases (en % del PBI)	5.52%	6.32%	6.03%	5.77%	6.39%	4.44%
Base + Leliqs (en % del PBI)	15.27%	19.94%	17.23%	15.77%	15.89%	13.74%
<b>PBI estimado</b>	<b>25,455,526</b>	<b>30,481,974</b>	<b>32,977,387</b>	<b>40,469,739</b>	<b>42,810,252</b>	<b>54,752,408</b>
Crecimiento PBI Precios Corrientes interanual	45.00%	42.00%	48.40%	59.60%	68.18%	79.62%
Var PBI interanual	-4.00%	-9.50%	-7.50%	-5.00%	0.00%	7.00%
Crecimiento IPI del PBI	51.04%	56.91%	60.43%	68.00%	68.18%	67.87%
Var IPI Promedio Mensual	3.50%	3.83%	4.02%	4.42%	4.43%	4.41%

Este informe fue confeccionado para Bolsa de Comercio del Chaco sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La información contenida en este informe no puede considerarse como recomendación. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Bolsa de Comercio del Chaco.

## Informe Especial: Inflación y Tipo de Cambio

### Tipo de Cambio

El ejercicio de consistencia económica realizado anteriormente, sabiendo las limitaciones de este tipo de análisis, nos permite traspolarlo al campo cambiario. Partimos del análisis del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM), basado en las bandas observadas en momentos del cepto anterior, para intentar proyectar un posible escenario para las variantes financieras del dólar.

Si el ritmo de depreciación del tipo de cambio oficial permitiera elevar la cotización a **\$/US\$ 80 para fin de año**, entonces estaríamos hablando de un nivel de brecha de entre **75% y 100%**. Si bien es posible convivir con este nivel de brecha, en un contexto macroeconómico como el actual, solo sería posible hacerlo temporalmente.

El enorme superávit comercial, la fuerte represión financiera actual, el bajo nivel de monetización de la economía (mucho dinero transaccional), los escasos pagos al exterior en concepto de deuda (ya sea por caer en default o por los nulos pagos de la propuesta realizada) y la nula demanda por dólares del turismo, entre otros, le permitirían al gobierno llevar adelante una estrategia de acumulación de Reservas Internacionales (RRII) con escasos impactos negativos en el corto plazo. El problema es que los exportadores perderían parte de su rentabilidad por la mencionada brecha, haciendo que no sea sustentable en el largo plazo.

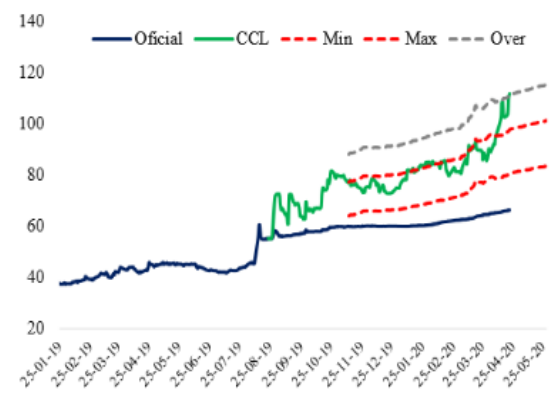
Por ello hablamos de que se puede "convivir" temporalmente con un esquema de brecha elevada en el contexto actual, muy diferente macro-económicamente que el anterior (déficit comercial, déficit energético, dólar ahorro, dólar turista, dólar tarjeta, pagos de la deuda, etc).

El principal desafío para el gobierno se centraría en evitar cualquier tipo de demanda social que pueda surgir de los sectores exportadores afectados. Subsidios, políticas de precios diferenciales y créditos blandos, entre otras, seguramente formarían parte del menú del gobierno para calmar cualquier tipo de demanda que surja de los exportadores afectados.

Los problemas estructurales que irían surgiendo a medida que la recuperación económica se vaya consumiendo los dólares que hoy "sobran". Seguramente no aparecerían nuevas exportaciones, e incluso bajarían las actuales afectadas adversamente por impuestos y diferenciales cambiarios sumamente distorsivos.

De esta manera, el Contado con Liqui (CCL) podría alcanzar un nivel de **\$/US\$ 140/160 a fin de año** si se cumplieran los preceptos descritos en el análisis anterior

**Dólar CCL nuevamente en techos históricos de la banda de TCRM**  
(Fuente: BCRA)



Este informe fue confeccionado para Bolsa de Comercio del Chaco sólo con propósitos informativos y su intención no es la de recomendar la compra o venta de algún título o bien. Contiene información disponible en el mercado y dichas fuentes se presumen confiables. Sin embargo, no podemos garantizar la integridad o exactitud de las mismas. Todas las opiniones y estimaciones reflejan el juicio actual del autor a la fecha del informe, y su contenido puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La información contenida en este informe no puede considerarse como recomendación. Por lo tanto, no refleja todos los riesgos u otros temas relevantes relacionados a las inversiones en los activos mencionados. Se encuentra prohibido reenviar este mail con sus contenidos y/o adjuntos dado que es información privada para aquellos a los cuales se les ha remitido. Por lo tanto, no podrá ser reproducido ni total ni parcialmente sin previa autorización de Bosa de Comercio del Chaco.