

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 182 Año 20 – 23 de abril de 2020

Escriben en este número: Adolfo Bosch, Eric Machta, Leandro Marcarian, Héctor Rubini, y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

El precio del barril de petróleo. La cotización del West Texas Intermediate (WTI) cayó el 20 de abril a valores negativos por primera vez en la historia, hasta -U\$S 37,6. Esto refleja el derrumbe de la demanda agregada mundial por las restricciones a la movilidad de personas para frenar el avance del COVID-19.

LO QUE HAY QUE SABER

Coronavirus, “frenazo” y caída. La expansión del COVID-19 en Argentina forzó al gobierno a aplicar una cuarentena obligatoria que ha paralizado de manera abrupta a la mayor parte de las actividades económicas. A mayor duración de la cuarentena, mayores serán las pérdidas netas, y las dificultades para retornar a un sendero de crecimiento económico, estabilidad de precios y solvencia fiscal.

El mundo en crisis. Las medidas de aislamiento para contener la expansión del COVID-19 han provocado una recesión global comparable con la Gran Depresión del '30. Las medidas de estímulo adoptadas por gobiernos y bancos centrales han evitado un pánico general, pero el comportamiento de los mercados financieros genera nuevas dudas.

Europa, en caída libre: El viejo continente acumula más de 1.130.000 personas infectadas con el nuevo coronavirus y se enfrenta a un doble desafío: aplanar la curva de contagios y hacer frente al “frenazo” de la economía real. Los estímulos anunciados por los mayores países europeos serían insuficientes para revertir las negativas perspectivas económicas para 2020 y 2021.

De la crisis sanitaria a una crisis alimentaria mundial: La FAO advirtió que en este año la pandemia del COVID-19 aumentará la cantidad de muertos por desnutrición en no menos de 130 millones de personas. Según el Director Ejecutivo del Programa Mundial de Alimentos, David Beasley, el mundo está ante el inicio de la peor crisis humanitaria desde la 2ª Guerra Mundial.

LO QUE VIENE

Extensión de la cuarentena. Para este fin de semana se espera que el gobierno argentino anuncie la extensión de la cuarentena por dos semanas a partir del próximo 27 de abril, con flexibilizaciones mínimas.

Agravamiento de la crisis económica. Tanto en Argentina como el resto del mundo enfrentarán el agravamiento de problemas permanentes, no transitorios, de liquidez, empleo y pobreza.

China se recupera, pero no alcanza. La República Popular China empieza a mostrar una incipiente recuperación, pero no sería suficiente para revertir el impacto negativo del COVID-19 en el resto del mundo. Al menos hasta el 3º trimestre de este año no habría indicadores inequívocos de normalización de la economía mundial.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE MARZO DE 2020

		2019	2020			
		Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Tendencia hasta marzo
IPC Var. % mensual		3,7%	2,3%	2,0%	3,3%.	estable
IPC Var. % interanual		53,8%	52,9%	50,3%	48,4%	
Industria % uso capacidad instalada		56,9%	56,2%	s.d.	s.d.	
		2019	2020			
		Diciembre	Enero	Febrero	Marzo	Tendencia hasta marzo
LELIQ Tasa % nom. anual en \$ al último día del mes		55,0%	50,0%	40,0%	38,0%	
EMBI Arg Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		1.744	2.068	2.283	3.803	
Dólar \$/U\$S mayorista prom. bancos al último día del mes		59,9	60,3	62,2	64,5	
IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual		26,2%	35,4%	30,3%	31,5%	estable
Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales		8,8%	7,9%	6,9%	6,6%	estable
Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales		-1,6%	3,7%	-2,2%	-2,0%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC C.A.B.A	Direccion General de Estadística y Censos. GCBA	Febrero 2020	Var. % mensual	2,7%	1,8%	
				Var.% interanual	44,6%	46,4%	
	IPC G.B.A	INDEC	Febrero 2020	Var. % mensual	3,6%	1,8%	
				Var.% interanual	46,9%	48,6%	
	IPC NACIONAL	INDEC	Febrero 2020	Var. % mensual	3,3%	2,0%	
				Var.% interanual	48,4%	50,3%	

II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Febrero 2020	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	3,9%	4,0%	
	Ventas en Supermercados		Febrero 2020	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	1,7%	-1,6%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Marzo 2020	Var.% interanual	-24,0%	-32,2%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Enero 2020	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-0,1%	0,4%	
				Var.% interanual	-1,8%	-0,2%	
	PBI		4 to Trimestre 2019	Var. % ene- dic'19 vs ene-dic'18	-2,2%	-2,5%	
Actividad Industrial	IPI Manufacturero	INDEC	Febrero 2020	Var.% interanual	-0,8%	-0,3%	
	Uso capacidad instalada		Enero 2020	% uso capacidad instalada	56,1%	56,9%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Febrero2020	Var.% interanual	-13,5%	-22,1%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Marzo 2020	Var % mensual	-6,8%	-13,0%	
				Var. interanual	21,1%	30,3%	
	Var % mensual			-2,1%	-18,9%		
	Var. interanual			40,0%	42,8%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var % mensual	-8,3%	-1,5%	
				Var. interanual	44,7%	41,9%	

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Marzo 2020	Nivel (U\$S M)	4.320	4.324	
				Var. % interanual	-15,9	-2,8	
	Importaciones			Nivel (U\$S M)	3.175	3.195	
				Var. % interanual	-19,7	-20,1	
	Saldo balanza comercial			Nivel (U\$S M)	1.145	1.129	

PANORAMA DE ARGENTINA

CUARENTENA, “FRENAZO” Y CAÍDA

Héctor Rubini

La expansión del COVID-19 forzó al gobierno a aplicar una cuarentena obligatoria que ha paralizado la mayor parte de las actividades económicas. A mayor duración de la cuarentena, mayores será las pérdidas netas, y las dificultades para retornar a un sendero de crecimiento económico, estabilidad de precios y solvencia fiscal.

1. *Coronavirus: fin de una época, comienzo de otra.*

Al igual que en casi todo el resto del mundo, el coronavirus ingresó gradualmente y las autoridades inicialmente minimizaron el problema. En el caso argentino ya desde fines de enero se conocieron advertencias varias, pero no fueron atendidas. La alarma sonó a partir del salto de contagios y muertes por esta enfermedad en Italia y España. El lento ajuste de protocolos de control en aeropuertos y puntos fronterizos obviamente fracasó y el gobierno cambió de enfoque hacia la segunda semana de marzo hasta anunciar una cuarentena nacional obligatoria a partir desde el 20 de marzo pasado hasta fin de mes. El 31 de marzo fue extendida al 12 de abril, y posteriormente al próximo 26 de este mes. Al cierre de este informe ya circulaban versiones sobre su extensión (al menos) hasta mediados del mes próximo.

La cuarentena se viene aplicando con criterios diferentes según provincias y municipios. Las mayores dificultades se presentan en barrios carenciados y en áreas densamente pobladas con familias hacinadas que no podían soportar las altas temperaturas de marzo en condiciones de encierro. Las autoridades nacionales y provinciales han implementado sucesivos permisos por tipo de actividad para autorizar la movilidad limitada de personas. Cierta flexibilidad emergió este mes primero con la autorización limitada para la reapertura de corralones y ferreterías, y desde esta semana para algunas operaciones bancarias con turnos.

La casi totalidad de las normativas al respecto son decretos presidenciales y el comando de la cuarentena está a cargo fundamentalmente del Presidente de la Nación. Una responsabilidad extrema y riesgosa que ha atravesado varios momentos incómodos en los últimos días: la difusión de sobreprecios en la compra de alimentos para distribuir a familias de bajos ingresos, la más que llamativa declaración de la ministra de Seguridad justificando “ciberpatrullajes” oficiales para monitorear el humor social, y **la errada habilitación para la misma fecha de la apertura de bancos para el pago de asignaciones universales por hijo y jubilaciones. Este grosero error se tradujo en filas de personas sin mantener un mínimo de distancia en las calles, y con bajas temperaturas, exponiéndolas innecesariamente al potencial contagio del COVID-19.** A esto se sumó la controvertida centralización de compras de respiradores por parte del Ministerio de Salud, el anuncio, luego morigerado, de la centralización de camas e instalaciones de nosocomios privados bajo la órbita del Estado Nacional, un proyecto de ley para crear un nuevo impuesto (sobre “grandes fortunas”) y, y . Una decisión bastante controversial y bastante inoportuna, frente a futuros meses en los que harán falta incentivos a la inversión privada, más bien que nuevos impuestos.

Según las autoridades, el objetivo de la cuarentena es el de evitar la saturación de la capacidad de hospitales y sanatorios para el esperado pico de contagios y muertes en mayo. De acuerdo a los comunicados oficiales, la llamada “curva” de nuevos contagios diarios estaría aplanándose más que lo esperado, pero no se están realizando suficientes tests sobre toda la población. Sin estimaciones relativamente confiables del real número de contagiados asintomáticos, es incierto el futuro de los contagios y muertes por este virus. Algo que torna difícil estimar cómo y cuándo se abandonará la cuarentena total obligatoria en curso. Al cierre de este informe el ministro de Salud, Ginés González García sugería que el esperado pico de mayo se habría trasladado a junio. Lo deseable es que nunca llegue ese “pico”, que se detenga el crecimiento de contagios y muertes, y que no colapse nuestro endeble sistema de salud.

Como observamos en el IEM de marzo, **la nueva administración no ha mostrado un set potente de políticas para revertir el escenario crítico para la economía real heredado en diciembre pasado.** La reacción ante la cuarentena fue el anuncio de una serie de paliativos bastante razonable, pero que lucen insuficientes para frenar una destrucción de empresas y de vacantes laborales, que tal vez sea la de mayor magnitud que se registre desde los años de la Gran Depresión del siglo pasado.

Las medidas anunciadas por el gobierno para mitigar el daño económico resultante de la cuarentena son hasta ahora las siguientes:

CREDITO SUBSIDIADOS

- Créditos a tasa baja por más de \$350.000 M destinados fundamentalmente a pequeñas y medianas empresas (\$320.000 M para capital de trabajo por 180 días con tasa de interés fija del 26% anual; \$25.000 M a tasa diferencial para productores de alimentos, higiene personal y limpieza y productores de insumos médicos; \$8.000 M para la producción de equipamiento tecnológico para teletrabajo y \$2.800 M para infraestructura en parques industriales).
- Créditos a tasa cero (a partir de esta semana) por hasta \$150.000 a 3 meses para monotriutistas y trabajadores autónomos.

SISTEMA BANCARIO

- Flexibilización de los encajes y nuevos toques a la posición de Letras de Liquidez (Leliq) de los bancos que liberan \$350.000 M para créditos blandos a empresas y familias; y habilitación a que, hasta septiembre de 2020, se añadan 60 días de plazo para cada categoría de deudor y, para sostener la capacidad prestable.
- Suspensión hasta el 31 de marzo de las inhabilitaciones de cuentas bancarias al declarar inhábiles todos los días hasta esa fecha para cualquier actuación cambiaria y financiera prevista por el Régimen Penal Cambiario.
- Extensión hasta el 30 de abril del plazo para volver a presentar cheques rechazados por falta de fondos. Los bancos no pueden cobrar comisiones por los rechazos de cheques.
- Prohibición del cobro de comisiones por operaciones en cajeros automáticos hasta el 30 de junio inclusive.
- Suspensión hasta el 30 de julio de la distribución de resultados por parte de las entidades financieras.

ALIVIO FINANCIERO A EMPRESAS

- Eximición del pago de contribuciones patronales a los sectores afectados de forma crítica por la emergencia, como los sectores vinculados al turismo o el espectáculo.
- Ampliación del Programa de Recuperación Productiva (Repro) para garantizar el empleo de aquellos que trabajan en empresas afectadas por la emergencia sanitaria.
- Prórroga hasta el 30 de abril de la suspensión de embargos a las micro, pequeñas y medianas empresas (pymes); y la presentación web del formulario 572 de deducciones del impuesto a las Ganancias, y ampliación hasta el 30 de junio de las entregas digitales de declaraciones juradas que se hacían de forma presencial.
- Prórroga hasta el 30 de junio del pago de vencimientos de deudas tributarias y de aportes al sistema de seguridad social de PyMEs y Micro PyMEs.
- Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción, por el cual las empresas de actividades en condición crítica, con cantidad importante de empleados contagiados por COVID-19 o caída de ventas luego del 20/03/20 pueden acceder a uno o más de los siguientes beneficios:
 - a) Postergación del pago del 95% de las contribuciones patronales al sistema previsional.
 - b) Fondos para pago de asignación complementaria al salario para empresas de hasta 100 empleados.
 - c) REPRO Asistencia por la emergencia sanitaria: fondos para pago a trabajadores de suma fija (no contributiva al sistema previsional) para empresas de hasta 100 empleados.

ALIVIO FINANCIERO A LAS PROVINCIAS

- Giro a los gobiernos provinciales de \$120.000 M: \$ 60.000 M en concepto de Aportes del Tesoro Nacional y \$ 60.000 M en créditos del Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial

GASTO EN OBRA PUBLICA

- Aumento en \$100.000 M del presupuesto para la inversión en obra pública, destinado a obras viales, de infraestructura económica, de construcción y refacción de viviendas y de escuelas, y de turismo; y canalización de \$1.706,19 M del Tesoro Nacional para financiar programas de prevención y control del coronavirus (incluidos \$541.590.681 para la Administración Nacional de Laboratorios Carlos Malbrán).
- Relanzamiento del programa Procrear en dos modalidades: para construcción y refacción de viviendas, 100 mil créditos; y nueva línea rápida para pequeñas refacciones y mantenimiento de hogares, 200 mil créditos de hasta \$30 mil cada uno.

GASTO EN PROVISION DE ALIMENTOS

- Fortalecimiento de la provisión de alimentos en comedores comunitarios y en espacios de contención de sectores vulnerables. Cambio de modalidad de entrega de la tarjeta alimentaria, que será distribuida por correo.

REGULACION DE PRECIOS

- Establecimiento de precios máximos por 30 días, prorrogables, para 304 productos alimenticios, de higiene personal, medicamentos e implementos médicos, que toman como parámetro los valores existentes al 6 de marzo pasado.
- Renovación del programa Ahora 12 por seis meses y expansión hacia compra on line de productos nacionales, con énfasis en las pymes.
- Reducción de las cargas previsionales e impositivas por 90 días para empleadores de actividades relacionadas con la salud; y reducción de las alícuotas del impuesto sobre los créditos y débitos bancarios para asimilar a todo el sistema de salud al tratamiento vigente para obras sociales.

ALIVIOS FINANCIEROS PARA TRABAJADORES Y JUBILADOS

- Creación de un Ingreso Familiar de Emergencia (IFE): un pago único de \$10 mil para trabajadores informales, empleadas domésticas y monotributistas inscriptos en categorías A y B que beneficiará a 3,6 M de hogares.
- Bono extraordinario de \$3.000 para jubilados y pensionados que perciben el haber mínimo (\$15.892 mensuales). Los que perciben menos de \$18.892 cobrarán la diferencia entre el haber de aquellos y ese monto.
- Refuerzo del seguro de desempleo y pago extra de la Asignación Universal por Hijo (AUH) y Embarazo (AUE) por \$3.100; y adelanto del pago para el próximo viernes 27 de marzo; y de los haberes de los jubilados y pensionados que cobren más de \$ 17.859 y posean documentos de identidad terminados en 4, 5, 6, 7, 8 y 9.
- Prohibición de despidos y suspensiones hasta junio próximo
- Postergación del pago de las deudas de abril y mayo con Anses de AUH y jubilados.
- Suspensión del trámite de actualización de fe de vida, por parte de los jubilados y pensionados del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) y Pensiones No Contributivas durante marzo y abril.
- Mayores plazos para el pago de créditos contraídos con la Anses.
- Suspensión hasta el 25 de septiembre próximo del corte de servicio por falta de pagos de servicios públicos, TV por cable, telefonía fija y móvil e Internet.
- Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción

ALQUILERES Y CRÉDITOS HIPOTECARIOS

- Congelamiento de alquileres y suspensión de desalojos hasta el próximo 30 de septiembre.
- Congelamiento de cuotas de créditos hipotecarios y suspensión de ejecuciones hipotecarias judiciales o extrajudiciales hasta el próximo 30 de septiembre.

COMERCIO EXTERIOR

- Prórroga Automática Excepcional de 30 días corridos, contados a partir del 12 de marzo de 2020, a las Declaraciones Juradas de Ventas Al Exterior (DJVE) vigentes en el marco del registro de las ventas al exterior de los productos de origen agrícola.
- Eliminación de aranceles de importación para algunos productos medicinales.
- Reducción de plazos para pago de reintegros a la exportación de empresas industriales.
- Exigencia de autorización previa para la exportación de insumos y equipos médicos necesarios para enfrentar la pandemia actual.

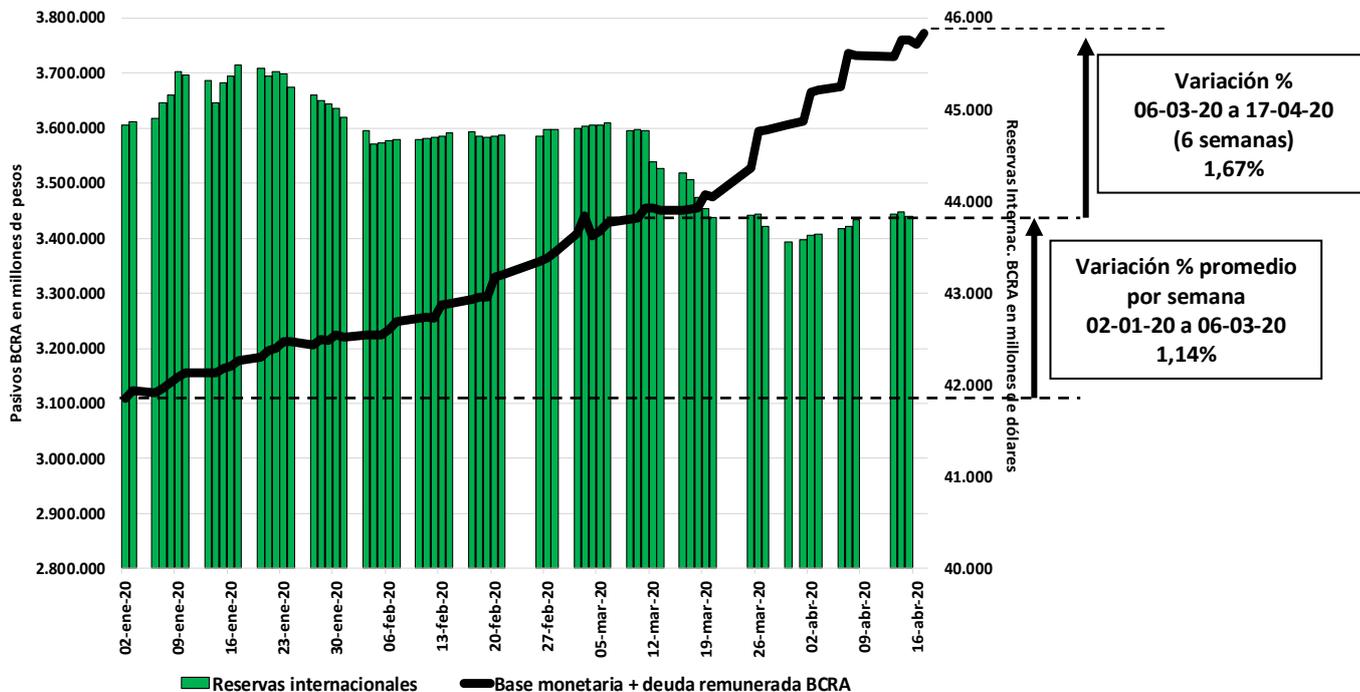
2. Aspectos críticos de la coyuntura.

Las medidas anunciadas sufrirán inevitables modificaciones en línea con el avance del número de contagios y fallecimientos por COVID-19, y las extensiones parciales o totales de la cuarentena en curso. De todas formas, no evita el daño provocado por el abrupto cese de actividades para frenar contagios. Hasta el 26 de abril se habrán acumulado 37 días con más del 85% de la economía paralizada. **En términos de PBI significa una pérdida promedio en torno de 7-8 puntos porcentuales, lo que podría representar el piso mínimo de caída de PBI para este año.** La caída puede ser mayor en la medida en que a partir del mes de mayo la cuarentena en curso se sostenga sin flexibilizaciones significativas. Hasta fin de la semana pasada más del 80% de las empresas privadas del país se inscribieron en el Programa de Asistencia de Emergencia para el Trabajo y la Producción para obtener una asignación del Estado por trabajador en relación de dependencia.

La efectividad de las medidas depende en gran medida de la calidad de su implementación, algo que viene generando dudas. Ya debieron renunciar 15 funcionarios del Ministerio de Desarrollo Social por las denuncias de medios de prensa (finalmente confirmadas) de compras de alimentos con sobrepagos. A esto se ha sumado el gravísimo error de convocar al viernes 3 de abril a jubilados y perceptores de asignaciones universales a concurrir a sucursales bancarias para

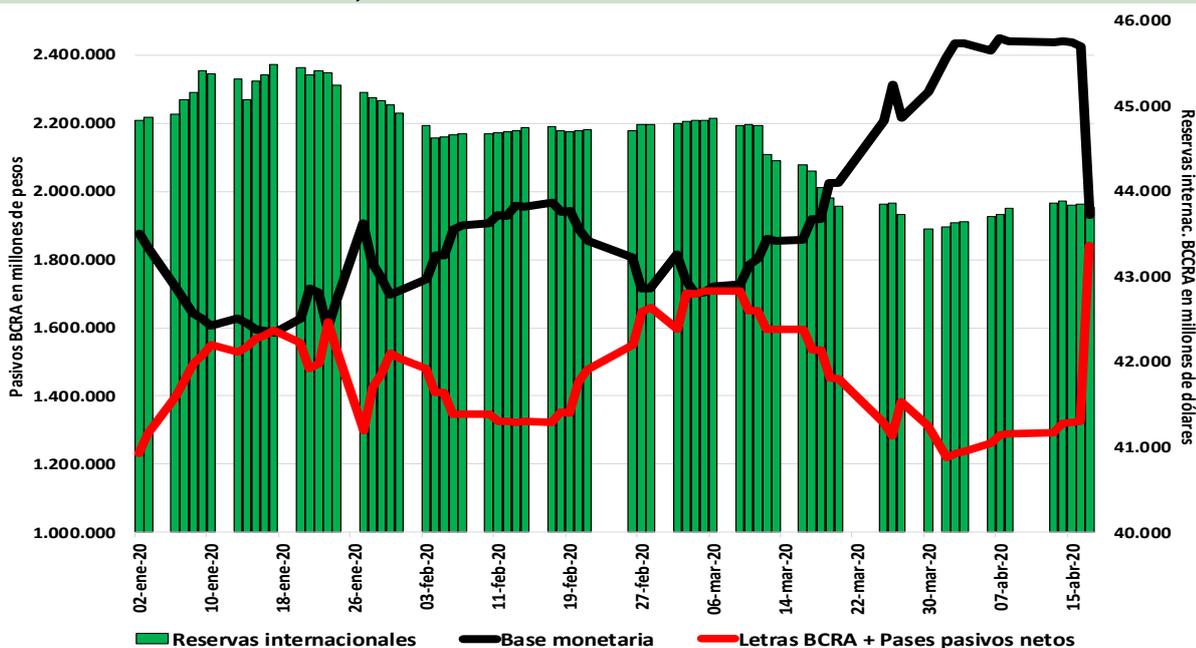
el cobro de haberes. Esto significó una ruptura de facto de la cuarentena en curso. Similar relajación se observó la semana pasada con la aglomeración de personas para pagar vencimientos de impuestos y cuotas de servicios públicos y privados en sucursales de entidades de cobro de servicios ubicadas en kioscos con venta de alimentos y bebidas. Por el lado financiero el panorama también muestra claroscuros. Frente a la destrucción de empleos y de la liquidez de empresas y familias, la decisión de mayor impacto potencial es el otorgamiento de créditos subsidiados. A tal efecto el BCRA instrumentó una política expansiva para sus pasivos remunerados (pases pasivos netos más Letras -LELIQ y NOCOM-) y no remunerados (base monetaria). La composición de dicho total, sin embargo, muestra un sendero errático y que no asegura mayor liquidez:

GRÁFICO 1. PASIVOS MONETARIOS Y RESERVAS INTERNACIONALES DEL BCRA



Fuente: BCRA.

GRÁFICO 2. BASE MONETARIA, PASIVOS REMUNERADOS DEL BCRA Y RESERVAS INTERNACIONALES



Fuente: BCRA.

La velocidad de expansión de los pasivos del BCRA era de 1,14% promedio por semana desde el inicio de 2020 hasta el pasado 6 de marzo. A partir de entonces se registra un sesgo hacia la expansión de base monetaria vía cancelación de Letras (fundamentalmente LELIQ) en cartera de los bancos. Entre el 6 de marzo y el 17 de abril, la tasa de crecimiento semanal se aceleró a 1,67%, **esto es una aceleración de 46% respecto de los dos primeros meses del año, lo que ha renovado inquietudes varias sobre el riesgo de una peligrosa espiral inflacionaria.**

Desde el 6 de marzo se observa un cambio en la composición de los pasivos del BCRA, vía sustitución de pasivos remunerados por base monetaria, la cual trepó de \$1,7 Bn. al 6 de marzo a poco más de \$2,4 Bn entre el 2 y el 16 de abril. **El pasado viernes 17 se registró una abrupta contracción de base monetaria por \$494.513 M, resultante fundamentalmente del aumento de la posición de pasivos del BCRA, por \$514.501 M.**

Esto ha reducido el saldo de cuenta corriente en el BCRA de las entidades por dicho monto, sin alterar la “velocidad de crucero” de abril para los pasivos monetarios y no monetarios del BCRA. Sin embargo, esto no significa más liquidez para el sector privado. Desde fin de 2019 y hasta el último viernes (17 de abril) el BCRA está inyectando liquidez, inicialmente en línea con proyecciones moderadas de recuperación económica. **Pero esa política es hoy marcadamente insuficiente para compensar el impacto negativo de la crisis en curso sobre la liquidez y la supervivencia económica de la mayor parte de empresas y familias que componen el sector privado.**

Entre el 31/12/19 y el 17/04/20 la base monetaria aumentó \$36.497 M (+1,9%)¹. **Es más que notable observar que el destinatario de la liquidez inyectada ha sido el Tesoro de la Nación (el Estado) y el sujeto que debió resignar liquidez haya sido el sistema bancario:**

Factores de expansión de la base:

Adelantos al Tesoro de la Nación:	\$ 312.000 M
Giro utilidades BCRA al Tesoro de la Nación:	\$ 210.000 M
Pago intereses y remun cta cte en BCRA:	\$ 176.815 M
Compra neta de divisas al sector privado:	\$ 44.048 M
Total:	\$ 742.863 M

El 70,3% de la emisión bruta fue al Tesoro de la Nación

Factores de contracción de la base:

Emisión de LELIQ	\$ 532.368 M
Operatoria de pasivos del BCRA	\$ 92.701 M
Otras operaciones con el Tesoro de la Nación	\$ 73.644 M
Otros conceptos no especificados	\$ 5.856 M
Venta de divisas al Tesoro de la Nación	\$ 1.791 M
Cancel. de redesc.al sistema financiero	\$ 2 M
Total:	\$ 706.361 M

El 89,3% de la ontracción de base monetaria se aplicó sobre el sistema financiero.

El sesgo de esta política monetaria sigue sin diferenciarse de la observada en el gobierno anterior. El núcleo de la emisión monetaria se direcciona al sector público, y el núcleo de la contracción monetaria se concentra en el sistema bancario. **Bajo estas condiciones es imposible revertir el “credit crunch” de los años 2018 y 2019, y en un contexto de caída de la economía real difícilmente reversible en el corto y mediano plazo.**

Si se compara el saldo promedio diario de préstamos en pesos al sector privado de abril hasta el viernes 17 con igual período de marzo, se observa que el incremento total (\$140.530 M) casi triplica el de igual período anterior respecto de febrero (\$ 58.540 M).

Ahora bien, sobre el sistema consolidado cabe observar **que en lo que va del año el BCRA ha absorbido, no inyectado fondos al sistema financiero.** Con menos liquidez disponible que a fin de año, y con aumento súbito (y todavía sin límite a la vista) de las carteras de deudores morosos e incobrables, es imposible imaginar una respuesta contundente en materia de volumen y costo de liquidez accesible para el sector privado que permita amortiguar, al menos, el impacto negativo de la cuarentena en curso.

¹ Fuente: archivo diario “seriese.xls” publicado diariamente por el BCRA (www.bkra.gov.ar)

CUADRO 1. INYECCION-CONTRACCIÓN DE LIQUIDEZ DEL BCRA AL SISTEMA FINANCIERO. AÑO 2020

Mes	Inyección bruta de base monetaria al sistema financiero (a)	Absorción de base monetaria desde el sistema financiero (b)	Flujo neto (BCRA hacia sistema financiero) [(a) – (b)]
Enero	450.342	-698.340	-247.997
Febrero	37.376	-125.270	-87.894
Marzo	380.080	-596	379.484
Abril (hasta 17/04/20)	32.654	-530.357	-497.703
Acumulado ene-abr 2019	900.452	-1.354.563	-454.111

Fuente: BCRA

Este retiro de liquidez del BCRA ha sido compensado por la variación de depósitos en pesos en 2020, que hasta el 17 de abril registró un aumento de \$ 863.499 M (\$722.584 M del sector privado, y el resto del sector público). Neteado de la absorción del BCRA, el sistema consolidado registró un aumento de su liquidez en casi 4 meses de \$409.338 M. Pero entre fin de año y el 16 de abril el incremento del saldo que el sistema debió mantener en concepto de encajes y otros conceptos en cuenta corriente en el BCRA fue de \$339.003 M. **El aumento neto de la capacidad prestable fue en casi 4 meses de apenas \$ 70.335 M.**

Frente a una Gran Depresión ya iniciada, la política monetaria-crediticia en curso es insuficiente para amortiguar, siquiera, el impacto de esta crisis. Prevalecen giros al Tesoro que ha incrementado sustancialmente las asignaciones a la población de más bajos recursos, los subsidios a la energía y las transferencias a universidades y gobiernos provinciales. Pero **lejos se está de un programa realmente keynesiano focalizado en sostener y crear empleo, algo que requiere (de mínima) reasignar partidas de gasto corriente a obras públicas, bajar impuestos, y una política crediticia expansiva, que revierta el corte de liquidez que está destruyendo empresas y empleos en todo el país.**

3. *Deuda pública: se conoció la oferta oficial, y ya fue rechazada por los inversores*

El jueves 16 de abril el Gobierno Nacional dio a conocer una síntesis de su oferta para reestructurar la deuda pública externa. Luego presentó el prospecto esta semana ante la Security Exchange Commission, donde se presentan los extensos detalles de la propuesta oficial.

El Gobierno ofrece un canje de deuda sobre un stock de bonos por U\$S 66.425 M. Comprende los 17 bonos globales en dólares emitidos durante el gobierno de Macri, uno emitido en francos suizos, cinco en euros, y otros cuatro emitidos en la reestructuración de 2005 (dos bonos Discount y dos bonos Par).

Bonos Global en dólares

Título	Stock emitido	
Global 2021 AA21	U\$S 4.497 M	
Global 2022 A2E2	U\$S 3.250 M	
Global 2023 A2E3	U\$S 1.750 M	
Global 2026 AA26	U\$S 6.497 M	
Global 2027 A2E7	U\$S 3.750 M	
Global 2028 A2E8	U\$S 4.250 M	
Global 2028 AL28	U\$S 1.000 M	
Global 2036 AL36	U\$S 1.750 M	
Global 2046 AA46	U\$S 2.750 M	
Global 2048 AE48	U\$S 2.750 M	
Global 2117 AC17	U\$S 2.750 M	
Subtotal.	U\$S 35.094 M	(a)

Bono Global en francos suizos				
	Título		Stock emitido	
	BIRAF 2020		U\$S 412 M	(b)
Bonos Global en euros:				
	Título		Stock emitido	
	ARGEUR 2022	ARGE22	U\$S 1.363 M	
	ARGEUR 2023	ARGE23	U\$S 1.090 M	
	ARGEUR 2027	ARGE27	U\$S 1.363 M	
	ARGEUR 2028	ARGE28	U\$S 1.090 M	
	ARGEUR 2047	ARGE47	U\$S 818 M	
		Subtotal.	U\$S 5.723 M	(c)
Total bonos Global: (a) + (b) + (c):			U\$S 41.229 M	(I)
Bonos reestructuración año 2005:				
	Título		Stock emitido	
	Discount en dólares	DICY	U\$S 6.455 M	
	Discount en euros	DICE	U\$S 6.294 M	
	Par en dólares	PARY	U\$S 5.393 M	
	Par en euros	PARE	U\$S 7.054 M	
		Subtotal.	U\$S 25.196 M	(II)
TOTAL DEUDA A REESTRUCTURAR: (I) + (II)			U\$S 66.425 M	

Los lineamientos básicos para quien acepte la nueva deuda a cambio de los títulos comprendidos en la operación son:

- a) No pago de intereses hasta el año 2023.
- b) Reducción del cupón nominal promedio de intereses de los nuevos bonos, con pagos crecientes (step-up) desde 0,5% en adelante a partir de 2023 (promedio para los nuevos bonos: 2,33% anual).
- c) Reducción (“haircut”) del capital de apenas 5,4% (unos U\$S 3.600 M).
- d) Reducción (“haircut”) sobre intereses de 62% (U\$S 37.900 M).

Los bonos ofrecidos son variados, con plazos hasta el vencimiento con fechas que van desde el año 2030 al 2047 en pesos y en euros. **Más allá de la retórica escuchada desde el mes de diciembre pasado, el menú de nuevos bonos que ofrece el ministro Guzmán, se emite, en su totalidad, bajo las leyes del Estado de Nueva York.**

La estructura de cupones de la nueva deuda (son todos bonos con cupones nominales fijos crecientes (“step-up”) permitiría a ciertos inversores esperar alguna mejora ex ante del valor residual final. Todo depende obviamente de la tasa utilizada para valorar los nuevos flujos de fondos, y de la estimación de la probabilidad de que los futuros gobiernos de Argentina incurran o no en nuevos episodios de default en los próximos 25 años. Algo condicionado, además a la presentación de un programa macro con al menos superávit fiscal primario hasta 2023, pero que el gobierno argentino entiende, aparentemente, que es inviable.

La lectura de los mercados ha sido negativa y ya antes de que el gobierno argentino presente su oferta la SEC, ha estimado que la oferta oficial significa, aproximadamente una pérdida de 65% en valor presente para los tenedores de estos títulos. **En caso de que se compliquen las negociaciones futuras, o se espere un final sin acuerdo, la cotización de los títulos se hundirá, inevitablemente a valores en torno de 20% de su valor facial o menos.**

La crisis por el COVID-19 lo torna probablemente más inviable, pero su presentación al menos formal pareciera ser necesaria para sostener cierta credibilidad e imagen de negociador de buena fe. Por el contrario, el lenguaje de las autoridades hace hincapié en pedir buena fe a los acreedores, cuando en realidad son ellos quienes están en posición de iniciar eventualmente demandas judiciales al gobierno argentino. De hecho, en el día de ayer el Gobierno no pagó los U\$S 503 M de vencimiento de cupones de intereses de los bonos Global con vencimiento en 2021, 2026 y 2046. Un movimiento que en los mercados es percibido como un intento de “apurar” a los bonistas para aceptar la propuesta oficial antes del próximo 22 de mayo, fecha en la que, en caso de no pagarse estos cupones vencidos, el país incurrirá en un evento de default sobre deuda emitida bajo legislación extranjera.

Las primeras evaluaciones de los principales fondos de inversión, y de sus estudios de abogados, banco de inversión asociados y consultoras son unánimes. La oferta argentina no será aceptada, y esperan dos tipos de senderos a futuro: a) una negociación muy dura y más extensa de lo que inicialmente esperaba el gobierno argentino, b) en caso de que el gobierno argentino no “suavice” su oferta, el final inevitable será un impago general de Argentina (“hard default”) junto a una reedición de juicios contra el estado argentino, y pedidos de embargo de sus activos en el exterior.

Un panorama complicado cuando en el corto plazo se tornará inevitable la emisión monetaria para evitar un colapso caótico de la economía argentina, dado que esta oferta en principio cierra las puertas al acceso al financiamiento voluntario externo para proyectos o partidas de gasto del gobierno nacional. Un panorama que sólo podría revertirse si se avanza en varias direcciones orientadas hacia lo básico que se exige en estas circunstancias: **suavizar un poco la oferta oficial, reducir la carga tributaria, agilizar (y apurar) la ayuda financiera, alimenticia y sanitaria a la población, reasignar gasto de partidas de baja productividad a proyectos de obras y mejora de servicios de salud, y revertir los signos incipientes de desabastecimiento de diversos productos.** Vienen semanas de economía de guerra. Si el gobierno reacciona a tiempo, hay esperanza de que la caída de la economía sea moderada y soportable por la mayoría de la población. Acotar daños y evitar salidas caóticas debería ser la principal prioridad. Habrá que ver si las autoridades así lo entienden.

PANORAMA INTERNACIONAL

EL GRAN CONFINAMIENTO

Jorge Viñas

Las medidas de aislamiento para contener la expansión del COVID-19 han provocado una recesión global comparable con la Gran Depresión del '30. Las medidas de estímulo adoptadas por gobiernos y bancos centrales han evitado un pánico general, pero el reciente rebote de los mercados financieros genera nuevas dudas.

1. *Una crisis sin precedentes*

El avance sin control de la pandemia del COVID-19 por todo el mundo, que ya ha superado los 2.400.000 de casos de contagio, ha obligado a un creciente número de gobiernos a adoptar medidas de aislamiento social, lo que ha generado la parálisis prácticamente absoluta de amplios sectores económicos². Esto se está reflejando en caídas inéditas por su magnitud y velocidad en los indicadores de actividad económica en todo el mundo, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. **La profundidad de la recesión que se está verificando a nivel global ya supera a la recesión provocada por la crisis financiera global de 2008-2009, asemejándose cada vez más a la Gran Depresión del '30.**

Si bien un grupo reducido de países donde la propagación del virus ha mermado, entre los que sobresale China, han empezado a relajar las medidas de aislamiento, en el resto del mundo todavía **es altamente incierto el tiempo que llevará empezar a levantar las restricciones.** Aun para los países que están mostrando algún progreso en contener el ritmo de contagios, lo que se ha denominado “aplanamiento de la curva”, **la decisión de relajar la cuarentena es muy compleja.** Mientras no se obtenga la vacuna, el relajamiento implica un riesgo no menor de recrudescimiento del brote, lo que tiraría por la borda todo el sacrificio realizado. Y cuando los gobiernos finalmente se decidan a empezar a levantar las restricciones, el comportamiento social condicionado por el temor que generó la pandemia puede tardar mucho tiempo en volver a la normalidad, incluyendo la posibilidad de que en muchos aspectos ya no vuelva a la situación previa.

Todo esto lleva a que la incertidumbre que envuelve a las proyecciones económicas sea mayor que nunca. A esta altura, está claro que el segundo trimestre va a registrar caídas catastróficas de la actividad en la mayor parte del mundo, que en el caso de las economías más afectadas puede alcanzar **una caída secuencial del PIB del orden del 40% anualizado.** También **se han evaporado las expectativas de que la pandemia sea sólo un shock transitorio** y que a partir del tercer trimestre se verifique una rápida recuperación. La profundidad y velocidad de la caída, junto con las

² Las medidas restrictivas impactan de lleno en los sectores de servicios debido a los cierres de centros comerciales y la suspensión de actividades que involucran concentración de gente como la escolar y todo lo relacionado con los espectáculos deportivos y culturales, así como el transporte y el turismo. Pero los sectores industriales también sufren por las restricciones de personal y la escasez de insumos, a lo que se suma la caída de los volúmenes de comercio internacional y de precios de materias primas.

condiciones altamente inciertas respecto a la salida, llevan a que el shock tenga secuelas permanentes y **las perspectivas de recuperación se alejen en el tiempo.**

En este contexto, el FMI acaba de publicar la actualización de sus proyecciones económicas globales en el *World Economic Outlook (WEO)* de abril de 2020, donde caratula a la actual crisis como el “El Gran Confinamiento” (“*the Great Lockdown*”), parafraseando a la “Gran Depresión”. Obviamente, las revisiones a la baja de las estimaciones de crecimiento respecto a la actualización previa de enero de 2020 son generalizadas y abruptas (véase el cuadro 2). La estimación del PIB mundial para 2020 ha pasado de un crecimiento de 3,3% en enero a una contracción de -3,0% en abril, una reducción de 6,3 puntos porcentuales (p.p.). Estas estimaciones se basan en supuestos sujetos a una fuerte incertidumbre y los riesgos respecto al escenario central están claramente sesgados a la baja³. Los principales supuestos son: 1) las medidas fiscales, monetarias y financieras adoptadas masivamente por gobiernos y bancos centrales evitarán una crisis financiera a gran escala y una quiebra masiva de empresas, previniendo un daño permanente a la capacidad productiva, y 2) hacia mediados de año la pandemia empezaría a retroceder, permitiendo a los gobiernos empezar a levantar gradualmente las medidas restrictivas. Esto sentaría las bases para que en 2021 la economía mundial muestre un crecimiento vigoroso, estimado en 5,8% (2,4 p.p. por encima de la estimación de enero), pero de todos modos alcanzaría a fines de 2021 un nivel muy inferior al que se proyectaba tan sólo tres meses atrás.

CUADRO 2. PROYECCIONES ECONÓMICAS GLOBALES DEL FMI A ABRIL DE 2020

	Variación PIB anual (%)			Diferencia vs. Enero-20 (p.p.)	
	2019	2020e	2021e	2020	2021
Producto Mundial	2,9	-3,0	5,8	-6,3	2,4
Países Desarrollados	1,7	-6,1	4,5	-7,7	2,9
E.E.U.U.	2,3	-5,9	4,7	-7,9	3,0
Eurozona	1,2	-7,5	4,7	-8,8	3,3
Alemania	0,6	-7,0	5,2	-8,1	3,8
Francia	1,3	-7,2	4,5	-8,5	3,2
Italia	0,3	-9,1	4,8	-9,6	4,1
España	2,0	-8,0	4,3	-9,6	2,7
Japón	0,7	-5,2	3,0	-5,9	2,5
Reino Unido	1,4	-6,5	4,0	-7,9	2,5
Canadá	1,6	-6,2	4,2	-8,0	2,4
Países Emergentes	3,7	-1,0	6,6	-5,4	2,0
Asia Emergente	5,5	1,0	8,5	-4,8	2,6
China	6,1	1,2	9,2	-4,8	3,4
India	4,2	1,9	7,4	-3,9	0,9
Europa Emergente	2,1	-5,2	4,2	-7,8	1,7
Rusia	1,3	-5,5	3,5	-7,4	1,5
América Latina y Caribe	0,1	-5,2	3,4	-6,8	1,1
Brasil	1,1	-5,3	2,9	-7,5	0,6
México	-0,1	-6,6	3,0	-7,6	1,4
Medio Oriente y Asia Central	1,2	-2,8	4,0	-5,6	0,8
Arabia Saudita	0,3	-2,3	2,9	-4,2	0,7
Africa Sub-Sahariana	3,1	-1,6	4,1	-5,1	0,6
Nigeria	2,2	-3,4	2,4	-5,9	-0,1
Sudáfrica	0,2	-5,8	4,0	-6,6	3,0

Fuente: FMI, World Economic Outlook – Abril 2020

Según el staff del FMI, el impacto será más fuerte en los países desarrollados que en los países emergentes. En el primer grupo, la caída proyectada para 2020 es de -6,1%, 7,7 p.p. por debajo de la estimación de enero, mientras que para el segundo grupo la caída proyectada para 2020 es de -1,0%, lo que representa una revisión a la baja de 5,4 p.p. respecto a

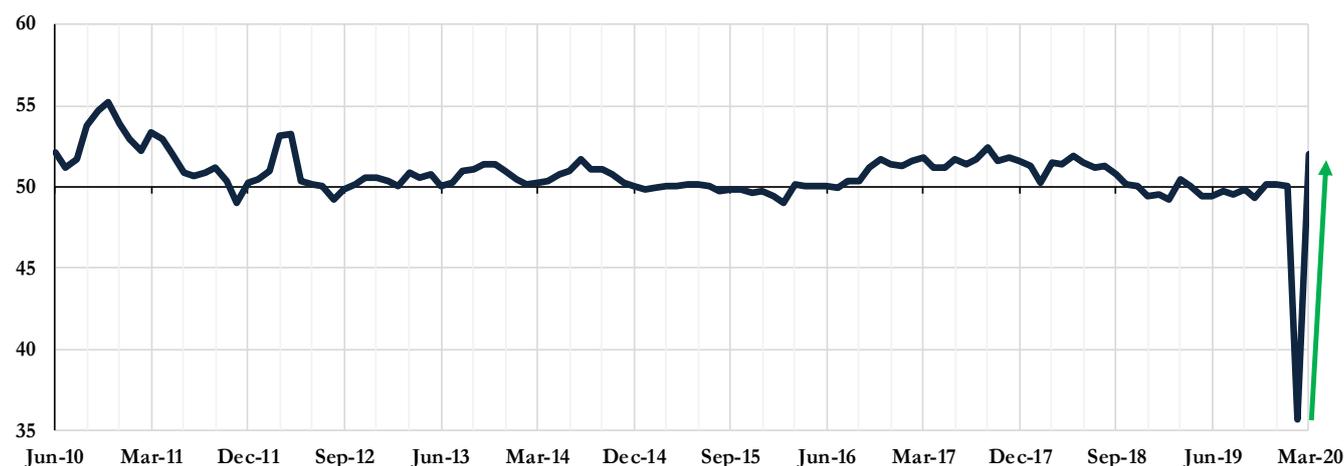
³ El único riesgo significativo al alza que se advierte en el horizonte es que se desarrolle la vacuna contra el COVID-19 antes de lo esperado y eso permita levantar las cuarentenas más rápidamente.

enero⁴. De todos modos, las estimaciones numéricas, que corresponden al escenario central, deben matizarse por el hecho de que **el grupo de países emergentes constituye uno de los focos de riesgo donde una intensificación de la crisis podría derivar en una trayectoria aún más negativa para la economía mundial**. Partiendo en muchos casos de situaciones fiscales y de endeudamiento endebles y con sistemas sanitarios insuficientes, estos países deben enfrentar el múltiple impacto de la emergencia sanitaria, el cierre de buena parte de la actividad económica interna, la caída de los volúmenes de comercio internacional y del precio de los commodities y, como “frutilla del postre”, una salida récord de capitales⁵.

En el caso de **China**, el FMI estima que el PIB logrará cerrar 2020 con un leve crecimiento positivo del 1,2%, que de todos modos representa una significativa reducción de 4.8 p.p. respecto a lo que proyectaba en enero. Habiendo sido el foco original del COVID-19 y el país que tomó medidas restrictivas drásticas en primer lugar, China está entre los primeros países en mostrar señales claras de control en la circulación del virus⁶. Esto le permitió empezar a relajar las restricciones. Adicionalmente, el paquete de estímulo total que está implementando el gobierno, a través de diversos instrumentos fiscales y monetarios, ascendería a 10,4 billones de yuanes, equivalentes a 10% del PIB.

Estos factores se están reflejando en una incipiente recuperación en los indicadores de actividad económica, o al menos en caídas menores a las que se anticipaban un mes atrás. Entre ellos, sobresale la encuesta de actividad manufacturera PMI Manufacturing, que en la medición de febrero había registrado una caída a un mínimo absoluto histórico de 35,7, en marzo rebotó a 52 (véase el **gráfico 3**), lo que indicaría que está retomando el sendero expansivo, aunque desde un nivel muy bajo.

GRÁFICO 3. CHINA: EVOLUCIÓN DE LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD PMI MANUFACTURING



Fuente: Bloomberg

El PIB del primer trimestre de 2020 registró una contracción de -6,8% en términos interanuales, aún peor que el -6,0% esperado por el consenso según Bloomberg. En términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior, la variación fue del -34% anualizado. Se trata de cifras absolutamente inéditas para la historia de China post-reformas, pero que reflejan el impacto de las duras condiciones de aislamiento impuestas por las autoridades desde fines de enero hasta principios de marzo.

Hacia adelante, si bien la implementación de los planes de estímulo y la demanda reprimida de consumo seguirán apuntalando la recuperación, no hay margen para un excesivo optimismo, ya que la profunda recesión en el resto del mundo

⁴ La diferencia esta principalmente explicada por China e India, ya que, para el resto de los principales países emergentes, incluyendo los latinoamericanos, la revisión a la baja es similar a la de los países desarrollados.

⁵ Según la declaración de la Directora Gerente del FMI, Kristalina Georgieva, tras la reunión de ministros del G20 del 23 de marzo, desde el inicio de la crisis los inversores habían retirado U\$S 83.000 M de los mercados emergentes, la mayor salida de capitales jamás registrada. Una estimación más reciente del Instituto de Finanzas Internacionales (*Institute of International Finance – IIF*) del 9 de abril, calcula la salida de capitales desde el 21 de enero en U\$S 97.000 M. Como comparación, en la Gran Crisis Financiera la salida de capitales rondó los U\$S 25.000 M.

⁶ Hace poco más de un mes atrás, el viernes 13 de marzo, los casos de contagio en China ascendían a 80.945 frente a un total mundial de 137.445 casos, mientras que al momento de redacción de este artículo (21 de abril), los contagios en China han aumentado muy poco a 82.295, en comparación con un total mundial que ya superó los 2,4 millones.

impactará negativamente en el sector externo de China, que continúa siendo de gran relevancia. Con todo, **las señales de recuperación en China constituyen una buena noticia para el conjunto de países emergentes** que de una forma u otra están atados a la suerte del gigante asiático, en algunos casos por la integración en la cadena industrial, en otros casos por su importancia en los mercados de commodities.

Entre los países desarrollados, la caída más dramática se espera en la **Eurozona**, donde el FMI estima una contracción del PIB de -7,5% en 2020, con los peores resultados en Italia y España (-9,1% y -8,0%, respectivamente), aunque a las principales economías de la región, Alemania y Francia, no les iría mucho mejor, con caídas de -7,0% y -7,2%, respectivamente. Varias son las razones para que la economía europea sufra más que otras regiones.

En primer lugar, la Eurozona ya arrastraba problemas de crecimiento, tras dos años de expansión muy débil. En segundo lugar, dos de sus miembros más importantes, Italia y España, se encuentran entre los más castigados por la pandemia a nivel mundial⁷, lo que obligó a que las medidas de aislamiento hayan sido en esos países más estrictas y probablemente se extiendan más en el tiempo que en otros países y regiones. Por último, las restricciones institucionales de la Eurozona, especialmente en materia fiscal, impiden una acción conjunta eficaz para contrarrestar el impacto negativo de la crisis. La complejidad del caso de la Eurozona amerita su tratamiento detallado en un artículo separado.

La contracción proyectada por el FMI para **EE.UU.**, del -5,9% para 2020, es algo menos drástica que en la Eurozona, pero de todos modos es muy llamativa. Más aún, teniendo en cuenta que todas **las medidas fiscales de apoyo al sector privado, concentradas principalmente en el programa CARES sancionado por el Congreso a fines de marzo, ascienden a más de 10% del PIB (u\$s 2,2 billones)**⁸. Además, las medidas de inyección de liquidez y compra directa de préstamos y títulos de deuda pública y privada (en parte con fondos y garantías otorgados por el Tesoro incluidos en el programa CARES), **puede llevar los activos totales en el balance de la Fed a u\$s 10 billones, triplicando los activos totales actuales**, lo que implicaría una expansión monetaria sin precedentes de casi u\$s 7 billones.

El problema, que es similar a todos los países que están en medio de la crisis sanitaria con cuarentenas extendidas, radica en que la naturaleza del shock torna inoperantes las medidas de estímulo en el corto plazo. En efecto, no se trata solo de un shock de demanda, como fue el caso de las últimas recesiones originadas en algún tipo de crisis financiera, sino también de un shock de oferta, en el que buena parte de la capacidad productiva de la economía deja de funcionar en forma súbita. Frente a ello, las políticas expansivas de demanda poco pueden hacer.

Las medidas adoptadas apuntan a evitar que el shock inicial se agrave por quiebras masivas en los sectores económicos inhabilitados para operar, pérdida de ingresos por el desempleo generalizado y finalmente una crisis financiera que lleve a una contracción abrupta del crédito. Si se logra evitar estas consecuencias, algo que dista de estar asegurado, la economía estará en mejores condiciones para encarar la recuperación cuando la crisis sanitaria empiece a ceder. Pero mientras tanto, **el derrumbe de la actividad es inevitable**.

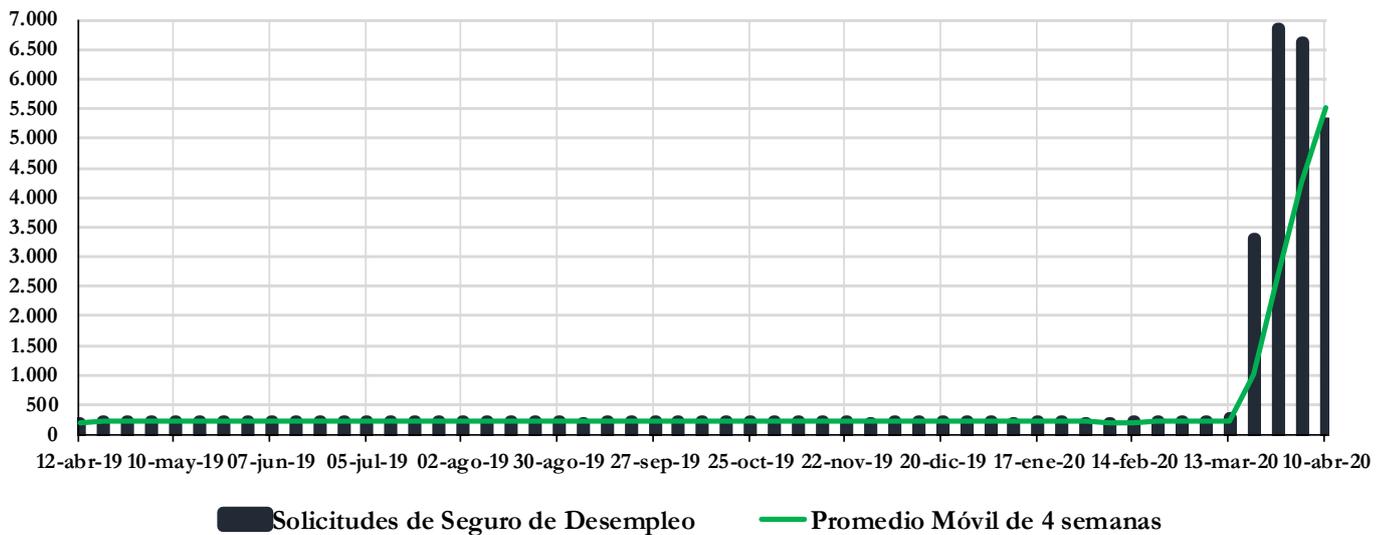
Todos los indicadores que se van publicando en EE.UU. reflejan caídas históricas. Entre ellos sobresalen las solicitudes semanales de seguro de desempleo, que saltaron de un promedio levemente por encima de 200.000 a la semana hasta principios de marzo, a promediar 5,5 millones en las últimas cuatro semanas, para totalizar nada menos que 22 millones de nuevas solicitudes en el último mes (ver gráfico 4).

El aumento explosivo del desempleo que anticipa este comportamiento ha llevado a revisar masivamente al alza las proyecciones de desempleo, que en el caso de la Fed de Saint Louis llegaría al 32%. También las ventas minoristas registraron en marzo una caída mensual del 8,7%, marcando otro récord de caída para la serie estadística iniciada en 1992, mientras que la producción industrial registro una contracción del 5,4% mensual.

⁷ Con 181.000 infectados y 24.000 muertos en Italia, y 204.000 infectados y 21.000 muertos en España, ambos países sólo son superados en ambas categorías por EE.UU., con 788.000 infectados y 42.000 muertos.

⁸ Al cierre de este artículo, el Senado acababa de aprobar un segundo paquete fiscal de ayuda a las pequeñas y medianas empresas por U\$S 484.000 millones. La parte del primer paquete destinada a créditos para este segmento, alrededor de U\$S 350.000 millones, se agotó en menos de dos semanas. Se espera que ahora sea aprobado en la Cámara de Representantes este jueves 23 de abril.

GRÁFICO 4. EE.UU. SOLICITUDES SEMANALES DE SEGURO DE DESEMPLEO – EN MILES



Fuente: Bloomberg

Hay que tener en cuenta que **el impacto de la cuarentena en marzo todavía fue limitado**, sintiéndose principalmente en la segunda mitad. Dado que desde entonces las restricciones se intensificaron y es prácticamente seguro que se extenderán por lo menos el resto de abril, **debe esperarse que los datos mensuales de abril sean aún peores**. Las primeras indicaciones reflejadas en encuestas de actividad regionales y sectoriales confirman dicha presunción. El índice de actividad manufacturera del estado de Nueva York (*Empire Manufacturing*) registró una baja de -21,5 en la medición de marzo a -78,2 en la de abril, mientras que el índice de actividad del mercado inmobiliario, elaborado por la asociación que nuclea a los empresarios del sector, registró una caída de 72 en marzo a 30 en abril.

La contrapartida de la contracción en los indicadores de actividad y de demanda es la **baja en los indicadores de inflación, que ya empiezan a mostrar síntomas deflacionarios**. El índice de inflación minorista registró en marzo una variación de -0,4% mensual. La baja fue impulsada principalmente por la caída de 5,8% en el rubro energía como consecuencia del derrumbe en el precio internacional del petróleo. Pero aun excluyendo los componentes históricamente más volátiles, que son la energía y los alimentos (rubro que mostró un comportamiento alcista por el efecto de los cierres de comercios y la demanda precautoria de la población que tiende a sobre-abastecerse por temor a la escasez de alimentos), la inflación subyacente registró una variación también negativa de -0,1%, situación que se había dado sólo una vez en los últimos 30 años, en enero de 2010.

En el corto plazo, las perspectivas de que la caída de actividad y de demanda se profundice en los próximos meses, lleva a que la tendencia bajista de la inflación minorista se mantenga intacta. En este contexto, las medidas ultra-expansivas de la Fed, uno de cuyos objetivos centrales es contrarrestar las presiones deflacionarias buscando alcanzar su objetivo de inflación de 2%, no podrían conseguir este cometido en el corto plazo.

En cuanto a las perspectivas de inflación a mediano plazo, se está empezando a generar un fuerte debate. De un lado, están los que se basan en la experiencia posterior a la gran crisis financiera de 2008-2009, cuando los sucesivos programas de expansión cuantitativa de la Fed no se tradujeron en ningún tipo de presión inflacionaria, pese a que muchos pronosticaron un estallido inflacionario. Esta postura anticipa que la expansión cuantitativa en marcha tampoco tendrá efecto significativo sobre la inflación. Del otro lado, están los que sostienen que esta vez será diferente, dado que la mayor parte de la inyección monetaria desde 2008 fue a reparar los niveles de liquidez y solvencia de los bancos, siendo retenida en gran parte como aumento de reservas bancarias. En cambio, en el caso actual una porción significativa de la expansión cuantitativa fluirá directamente al sector privado no financiero, o se destinará a la monetización del déficit fiscal que puede superar 15% del PIB. Esta diferencia haría que, una vez superado el stress de la crisis sanitaria, el aumento de la oferta monetaria comience a impulsar una suba sostenida de la inflación.

Desde una postura intermedia se puede ensayar que, si se verificara el escenario central del FMI de recuperación gradual durante el segundo semestre 2020 que toma impulso en 2021, y la Fed no empezara a retirar los estímulos

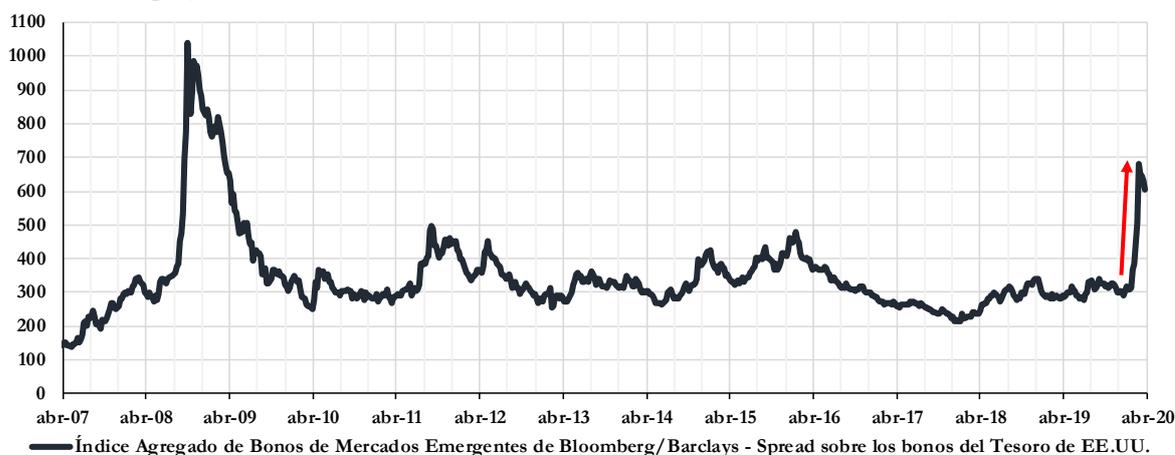
monetarios a tiempo, es posible que la inflación reviva. Sin embargo, si los riesgos a la baja se materializan y el escenario termina siendo peor, lo más probable es que las presiones deflacionarias continúen prevaleciendo.

2. Los mercados financieros, entre el pánico, el alivio y la caída de ganancias corporativas que viene.

Los mercados financieros globales vivieron un mes de marzo de auténtica pesadilla, con caídas en todos los activos de riesgo inéditas en la historia por su magnitud y velocidad. Los momentos de mayor pánico se vivieron en la segunda mitad de marzo, cuando los principales índices de acciones del mundo llegaron a acumular caídas superiores al 30% desde los máximos de febrero. La deuda corporativa de los países desarrollados y la deuda soberana y corporativa de países emergentes sufrieron una fuerte ampliación de spreads, sólo comparable a la gran crisis financiera de 2008-2009 (ver el gráfico 5 para el caso de la deuda emergente).

GRÁFICO 5. SPREAD DE DEUDA DE PAÍSES EMERGENTES SOBRE BONOS DEL TESORO DE EE.UU.

Puntos básicos (p.b.)



Fuente: Bloomberg

Los commodities, con el petróleo a la cabeza, sufrieron también abruptas caídas de precios a niveles inferiores a los de la gran crisis financiera, mientras que las monedas de países emergentes, que en su mayoría recibieron el doble impacto de la salida de capitales y la caída de precios de commodities, acumularon depreciaciones bruscas, en muchos casos superiores al 10%, registrando nuevos mínimos históricos frente al dólar.

Hacia fines de marzo el pánico frenó, dando lugar a una sensación de alivio que generó un rebote en los activos de riesgo en la primera quincena de abril. Los factores que facilitaron la reversión de los mercados financieros son, en primer lugar, la adopción de medidas fiscales y monetarias extraordinarias de apoyo a la economía y a los mercados de capitales, principalmente en el mundo desarrollado, sobresaliendo la aprobación definitiva del programa fiscal CARES en EE.UU. el 27 de marzo; luego, también contribuyeron algunas señales tentativas de que la curva de expansión de la pandemia en los países más afectados, Italia, España y EE.UU., pueda estar tocando su pico.

Sin embargo, se trata solo de señales tentativas, todavía lejos de poder confirmarse, por lo que persiste una gran incertidumbre respecto al momento en que podrán empezar a relajarse las medidas restrictivas. Mientras tanto, los datos económicos empiezan a reflejar la cruda realidad de una recesión sólo comparable con la Gran Depresión. En este contexto, las empresas que cotizan en los principales mercados accionarios del mundo han comenzado a presentar resultados correspondientes al primer trimestre, en el que ya se reflejan los primeros efectos de la crisis y advierten a sus accionistas respecto a las grandes pérdidas potenciales que pueden empezar a aflorar a partir del segundo trimestre. No se trata de un contexto ideal para que los mercados financieros continúen su recuperación. En este contexto, el derrumbe del precio del petróleo representa otra amenaza para la estabilidad global.

3. El derrumbe del petróleo

A principios de abril, los miembros de la OPEP, liderados por Arabia Saudita, y Rusia lograron cerrar un acuerdo para reducir la producción global de petróleo en 9,7 millones de barriles diarios (mbd). Dicho volumen representa

aproximadamente un 10% de la producción mundial. El objetivo era adecuar la oferta a una demanda más deprimida para estabilizar el precio internacional, que había caído a un mínimo en casi 20 años. Los rumores de acuerdo habían generado un incipiente rebote en los precios. Sin embargo, pronto se demostró que en las circunstancias extraordinarias actuales de la pandemia del COVID-19, la reducción de la oferta era insuficiente para contrarrestar el desplome de la demanda global en el corto plazo.

El problema más acuciante es que, **tras un largo período de exceso de oferta, la utilización de la capacidad de almacenamiento está llegando a su tope, obligando a ventas forzadas a cualquier precio.** Esto terminó por derrumbar el mercado, llevando a los precios del WTI, el precio de referencia en el mercado norteamericano a mínimos históricos, incluso forzando a algunos productores a pagar para poder desprenderse de su producción.

El desequilibrio del mercado internacional de crudo se combinó con las peculiaridades de los contratos de futuros de WTI para generar la aberración de que el contrato de entrega a mayo de 2020 cerrara el día 20 de abril (un día antes que expire su negociación) en un **precio negativo de u\$s -37 por barril.**

Para entender este fenómeno inaudito, hay que tener en cuenta que los contratos futuros de WTI obligan a la entrega física al vencimiento, a diferencia de muchos otros contratos que se liquidan por compensación de diferencias monetarias. Los operadores financieros de este mercado (especuladores, inversores institucionales, intermediarios con posición propia, etc.) **no están en condiciones de recibir la entrega física de los barriles de petróleo, por lo que antes de su vencimiento deben cerrar todas las posiciones abiertas en dicho contrato, tomando eventualmente posiciones en el siguiente contrato.** Habitualmente, cuando se acerca el vencimiento aparecen operadores con capacidad de almacenamiento para comprar los contratos que cierran los operadores financieros. Pero en esta ocasión, **con la capacidad de almacenamiento al tope y la demanda en caída libre, no apareció ningún comprador.** La necesidad de desprenderse de los contratos a cualquier costo de los operadores financieros llevó a registrar precios negativos.

GRÁFICO 6. EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL WTI – 1ER CONTRATO FUTURO VIGENTE – U\$S POR BARRIL



Fuente: Bloomberg

Más allá de cuestiones técnicas, el desequilibrio fundamental del mercado sigue en pie. El contrato con entrega a junio de WTI, que ahora pasa a ser la referencia del precio internacional porque el de mayo ya expira, el 21 de abril se derrumbó un 33% a u\$s 13 por barril. Este nivel está muy cerca de los mínimos históricos (desde que empezaron a operar los contratos futuros de WTI en 1982) de 1986 y 1998, sin ajustar por inflación (véase el gráfico 6). Se trata de precios totalmente incompatibles con los costos de gran parte de la industria petrolera de EE.UU., especialmente la no-conventional que más crecimiento ha generado y más inversión atrajo en los últimos años, lo que podría provocar la quiebra de más de 500 empresas del sector. Trump prometió ayuda, pero el riesgo de quiebras en cadena está latente, lo que generaría fuerte zozobra en todo el sistema financiero y seguramente generaría un efecto dominó sobre otros sectores debilitados por la pandemia. Cuanto más se extienda su efecto negativo, mayores serán estos riesgos.

EL CORONAVIRUS Y LA ECONOMÍA EUROPEA: LA HORA DE LOS PLANES DE ESTIMULO

Leandro Marvarian y Eric Machta

Europa acumula más de 1.130.000 casos y se enfrenta a un doble desafío: aplanar la curva de contagios y hacer frente al 'frenazo' de la economía real. Los estímulos anunciados por los mayores países europeos serían insuficientes para revertir las negativas perspectivas económicas para 2020 y 2021.

1. Introducción

A más de dos meses del primer caso del Covid-19 en Europa, al 23 de abril el continente acumula 1.130.393 contagios y 110.751 muertos⁹. Los países más afectados son España, Italia, Alemania, Francia y el Reino Unido, que engloban el 74% de los contagios del continente, y el 84% de los fallecidos. Luego de ensayar diferentes enfoques para hacer frente a la pandemia, los 'lockdowns' o cuarentenas se impusieron como la herramienta principal para lograr aplanar la curva de contagios y es ahora la norma en casi todos los países europeos. Sin embargo, los indicadores económicos comienzan a mostrar las consecuencias de ponerle un freno al aparato productivo.

2. Principales economías de Europa

España

Este país se encuentra en cuarentena desde el 15 de marzo, y el gobierno ha decidido alargarla hasta mediados de mayo, dado los resultados positivos que dicha política ha comenzado a mostrar en los últimos días. A nivel político se destaca la propuesta del presidente Sánchez, quien ha convocado esta semana desde el Parlamento a todos los partidos políticos para impulsar unos nuevos pactos de la Moncloa, como los de 1977 con el fin de lograr colaboración interpartidaria en las propuestas de recuperación económica de cara a los próximos meses. En cuanto a la propagación del virus, los números de contagios y fallecidos muestran una tendencia a la baja hace dos semanas, mientras que los contagios se estarían duplicando cada 28 días, aparentemente superando la fase de crecimiento exponencial de la enfermedad e ingresando a la fase de amesetamiento de la curva de contagios.

España es uno de los países más golpeados por el virus, tanto en lo sanitario como en lo económico. Las consecuencias de la cuarentena ya empiezan a aparecer en algunos indicadores líderes. En el mes de marzo el número de nuevas personas desempleadas ha superado los 300 mil, acumulando un total de 3,5 M de desocupados. A su vez, la cantidad de personas aportando al sistema de seguridad social ha caído en 834 mil contribuyentes. Los mercados no son ajenos a esta situación, que se evidencia en una caída abrupta del índice IBEX 35, el cual ha perdido aproximadamente un 30% en el mes. La cuarentena impacta más que proporcional en España, un país que vive en gran medida del turismo. Una de las actividades más golpeadas y de las últimas que se espera se recuperen. Fitch Ratings estima una caída del producto del 3.9% para 2020, con el desempleo aumentando de 14,1% a 16%, mientras que el Fondo Monetario Internacional lleva esos valores al 8% y 20,8% respectivamente.

Para hacer frente a dicha situación, el gobierno español ha anunciado un paquete de 220.000 M de euros. Dicho plan de estímulo incluye diversas medidas, dentro de las cuales se destacan moratorias a créditos por hipotecas, se aseguran los servicios básicos de agua, electricidad e internet para los hogares y se suspenden los desahucios para los hogares vulnerables afectados por la crisis. Asimismo, se destinarán 100 M de euros para otorgar liquidez a las empresas y se anunció una ayuda especial para los cuentapropistas.

Italia

La situación aquí es parecida a la de España, ya que luego de sufrir un pico de contagios y muertes a fines de marzo (acompañado de un colapso del sistema hospitalario mayoritariamente en la región de Lombardía) ha comenzado a bajar lentamente la tasa de contagios y muertes. El propagamiento de la enfermedad había logrado mayor dialogo entre el oficialismo y la oposición, pero dicha unidad interpartidaria fue puesta en jaque el 9 de abril cuando la oposición en el senado votó en contra del paquete de estímulo. La cuarentena se inició el 9 de marzo y se espera que de mínimo se estire hasta principios de mayo. **Al día de hoy los casos se están duplicando cada 28 días.**

En términos económicos, Italia se encuentra peor que España, ya que su economía se había empezado a contraer en el último trimestre de 2019. Las proyecciones de crecimiento, que el Banco de Italia había estimado en 0,5% para 2020 han sido revisadas a la baja, con un mínimo de -3%, que puede empeorar según se alargue la cuarentena. **Las estimaciones**

⁹ Dato al 23/04/20 del Centro Europeo para la Prevención y Control de Enfermedades de la Unión Europea.

de Fitch llevan a la caída del PBI italiano hasta el 4,7% (la mayor entre los países estudiados en este informe), con el desempleo trepando hasta el 11%. Las proyecciones del FMI casi que duplican las de Fitch, estimando la contracción del PBI en un 9%. Según Confindustria (símil de UIA italiana) el impacto de COVID-19 y las medidas para contener la infección han sido devastadoras en marzo, cuando la actividad industrial cayó un 16,6% en comparación con febrero, haciendo retroceder el índice de producción a los niveles de hace 42 años.

El gobierno ha respondido de forma muy agresiva sobre la situación económica, llevando su paquete de estímulo de los originales € 28.000 M hasta € 750.000 M, en una proporción récord de aproximadamente 50% de su producto. La mitad del paquete se destinará a la economía local, mientras que la otra mitad a fomentar exportaciones. El dinero garantizará préstamos de hasta € 800,000 a empresas, cubriendo del 90% al 100% de la deuda para empresas más pequeñas, del 70 al 80 por ciento para empresas más grandes. Los impuestos sobre el trabajo también se suspenderán durante los próximos dos meses, lo que costará al gobierno hasta € 10.000 M.

La financiación de este paquete llevará a la relación deuda-producto en Italia a valores extremos, por lo que el gobierno de Conte ha comenzado a presionar para que parte de esa deuda sea compartida con el resto de los países de la UE, a través de un mecanismo llamado “Bonos Corona”. Esta iniciativa ha encontrado resistencia en los países más ricos, que ven peligroso el generar un precedente que podría abrir la puerta a mayores niveles de reparto de deuda soberana en el futuro.

Reino Unido

A contramano de lo que sucede en Italia y España, el Reino Unido duplica sus casos a un ritmo de 15 días (la tasa más rápida entre estos 5 países), en medio de un tenso contexto político con su Primer Ministro Boris Johnson recién recuperado, tras ser internado en el hospital St. Thomas de Londres por un cuadro de COVID. La cuarentena continuaría también hasta mayo con apoyo de la oposición, considerando que el país no ha llegado al pico de contagios como sucedió en España.

Las proyecciones económicas para el Reino Unido son igual de negativas que para el resto de los países, aunque un poco más leves. Fitch ratings espera ver el producto contrayéndose a una tasa cercana al 4% anual (6,5% según FMI). Sin embargo, el ministro de Finanzas Sunak no tardó en responder. El gobierno británico ha montado un paquete de estímulo de aproximadamente £70.000 M, que supera al otorgado durante la crisis de 2008.

Las principales medidas son:

- El gobierno pagará el 80% de los salarios de los trabajadores despedido, hasta £2.500 por mes
- Diferimiento de los pagos del IVA de las empresas para el próximo trimestre. Costo fiscal: £30.000 M
- Préstamos ilimitados de 12 meses sin intereses para empresas
- £7.000 M de asistencia social adicional, incluido un aumento en los pagos universales de crédito.
- £1.000 M de apoyo para inquilinos
- Extensión del pago legal por enfermedad a trabajadores independientes.

Alemania

A pesar de ser el 5° país del mundo en términos de contagios, Alemania acumula solo 5.094 muertos. **Un 23,9% de los fallecidos en Francia a pesar de tener un número de contagiados que supera en un 24,3% al de ese país.** Esto da cuenta de una rápida respuesta en términos de tests y un sistema de salud eficiente. Las medidas de cuarentena están en práctica desde el 22 de marzo y se espera también que continúe, aunque de manera más laxa, todo el mes. El país liderado por Merkel pareciera haber pasado el pico y el sábado 18 tuvo solamente 1900 casos, uno de los números más bajos desde mediados de marzo. El miércoles 15 Merkel participó de una videoconferencia con los gobernadores de los 16 estados federados alemanes para analizar la situación y a partir de la cual se decidió avanzar con la apertura de locales comerciales de hasta 800 m² desde esta semana, bajo estrictas medidas de higiene. Asimismo, **el 30 de abril se hará otra conferencia para analizar la apertura de escuelas de manera gradual a partir del 4 de mayo.**

Alemania parece ser el país menos golpeado, y el de mayores probabilidades de recuperar todo lo perdido a partir del verano europeo. Su economía se contraerá aproximadamente un 4% en el año, pero recuperará en 2021, dado su fortaleza previa. **El FMI, por su cuenta, no es tan optimista: espera un desplome del 7% para 2020, con una recuperación a medias en el año próximo, que apenas superará el 5%.** De todos modos, el gobierno alemán también

ha preparado un paquete de estímulo comprendido por una masa de € 610.000 M de fondos prestables a empresas a través del banco gubernamental de desarrollo KfW, más otros € 172.000 M en gasto público adicional, que obligará al país a tomar deuda por primera vez desde 2013 para financiarlo.

Francia

Francia actualmente tiene una de las tasas de mortalidad más alta a nivel mundial, alcanzando el 13% y los casos se duplican cada 30 días. El país se encuentra en cuarentena desde el 17 de marzo y continuará hasta el 11 de mayo, fecha en la que comenzaría una apertura gradual de la cuarentena que incluiría hasta los colegios, algo cuestionado por epidemiólogos que lo consideran el principal vector de contagio.

En este país, 4 millones de empleados (20% del total) se encuentran bajo el esquema de desempleo parcial implementado por el gobierno en respuesta a la crisis del coronavirus. De acuerdo a ello, los empleadores pagan a sus empleados con licencia temporal la mayor parte de su salario. Luego, el estado reembolsará a las empresas en su totalidad los salarios por hasta 4.5 veces el salario mínimo. El gobierno francés ha relajado trabas burocráticas para que los empleadores faciliten el desempleo parcial.

Los líderes empresariales fueron más pesimistas sobre el clima empresarial en marzo con el indicador de sentimiento mensual cayendo en 10 puntos, la mayor disminución desde que comenzaron los registros en 1980. La crisis que generó el Covid-19 y la posterior cuarentena, ha obligado al gobierno a abandonar el objetivo de crecimiento del 1.3 %, modificando la proyección a una contracción del 1% en el año. Las proyecciones de Fitch Ratings son mucho menos optimistas, esperando una caída del producto del 4,1%, y un desempleo a fin de 2020 del 9,8%, mientras que **el FMI ve al producto francés cayendo más de 7 puntos en 2020**. Para contrarrestar la situación, El ministro de Finanzas francés, Bruno Le Maire, anunció un paquete de ayuda de € 49.000 M que incluye lo siguiente:

- € 35.000 M en recortes de impuestos a la seguridad social
- € 8.500 M en prestaciones de desempleo para personas obligadas a trabajar a tiempo parcial
- Los restantes fondos se utilizarán para ayudar a los comerciantes y a los autónomos.
- Además, el Ministro Le Maire dijo que garantizarían préstamos bancarios de hasta € 327.000 M para ayudar a las empresas.

CUADRO 3. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO Y DESEMPLEO 2020/2021

	Proyección 2020			Proyección 2021		
	Tasa de crecimiento PBI (% anual) Fitch*	Tasa de crecimiento PBI (% anual) FMI*	Tasa de Desempleo (%) Fitch**	Tasa de crecimiento PBI (% anual) Fitch*	Tasa de crecimiento PBI (% anual) FMI*	Tasa de Desempleo (%) Fitch**
España	-3,9	-8,0	14,1	3,4	4,3	16,3
Italia	-4,7	-9,1	11,0	2,3	4,8	10,7
Francia	-4,1	-7,2	9,8	2,8	4,5	9,9
Alemania	-3,8	-7,0	4,8	3,1	5,2	5,1
Reino Unido	-3,9	-6,5	5,8	3,0	4,0	5,6

Fuente: Elaboración propia en base a Fitch Ratings y Fondo Monetario Internacional

*PBI real, variación porcentual anual

** Tasa de desempleo hacia fin del año

Tanto calificadoras de riesgo (caso de Fitch), como gobiernos u organismos multilaterales estiman que la crisis generada por el coronavirus y la cuarentena empujarán a sus economías a una recesión para 2020.

El tamaño, la profundidad y la persistencia de la misma es aún incierto, y las proyecciones cambian a cada semana. Los paquetes de estímulo ya se han puesto en práctica, y en varios aspectos, son más agresivos que los de la crisis de 2008. Resta ver si serán suficientes para que la economía europea rebote en 2021, y si compensará la caída de este año.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2020		abril				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
20	21	22	23	24	25	26
			INDEC: Encuesta de centros de compras. Encuesta de supermercados y autoservicios mayoristas. Febrero 2020			
27	28	29	30			
Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) Febrero 2020. Reserva Federal EE.UU.: Reunión del Comité de Mercado Abierto. Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.	Reserva Federal EE.UU.: Reunión del Comité de Mercado Abierto	INDEC: Índice de Salarios. Febrero 2020. Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria del Consejo de Gobierno.			

2020		mayo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
				01	02	03
				Día del Trabajador		
04	05	06	07	08	09	10
	BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). IBGE (Brasil): Encuesta industrial mensual. Producción física. Marzo 2020 Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Marzo 2020. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Marzo 2020. Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	INDEC: Índices de precios y cantidades del comercio exterior. 1º trimestre de 2020 Banco de Inglaterra: Reunión del Comité de Política Monetaria.	BCRA: Informe Monetario Mensual. IBGE (Brasil): Índice Nacional de Precios al Consumidor. Abril 2020.		
11	12	13	14	15	16	17
	INDEC: Estadíst. de Comercio Exterior. 1º trim. 2020.	INDEC: Utilización de la capacidad instalada en la industria. Marzo 2020	INDEC: Índice de precios al consumidor (IPC). Abril 2020.			

INDICADORES

Indicador	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	4,7%	3,4%	3,1%	2,7%	2,2%	4,0%	5,9%	3,3%	4,3%	3,7%	2,3%	2,0%	3,3%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	4,6%	3,8%	3,2%	2,7%	2,2%	4,6%	6,4%	3,8%	4,0%	3,7%	2,4%	2,5%	4,9%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	6,0%	2,5%	2,4%	2,6%	2,5%	4,5%	5,7%	2,5%	5,3%	3,1%	4,7%	2,7%	3,9%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	4,8%	3,2%	3,0%	2,6%	2,1%	3,9%	5,8%	3,2%	4,1%	3,8%	1,9%	1,8%	3,6%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	4,3%	3,7%	3,3%	2,6%	2,1%	4,7%	6,3%	3,8%	3,7%	3,9%	2,1%	2,1%	3,3%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	4,0%	3,7%	3,1%	2,8%	2,2%	3,4%	5,0%	2,8%	4,0%	3,5%	2,4%	1,8%	2,7%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	54,7%	55,8%	57,3%	55,8%	54,4%	54,5%	53,5%	50,5%	52,1%	53,8%	52,9%	50,3%	48,4%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	55,5%	58,0%	58,8%	56,7%	54,4%	57,1%	55,3%	54,2%	52,1%	56,7%	54,2%	53,6%	53,8%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	64,0%	66,2%	64,9%	60,8%	58,1%	58,8%	56,9%	51,8%	54,6%	56,8%	58,8%	54,2%	51,3%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	54,1%	55,1%	56,8%	54,8%	53,9%	53,6%	52,4%	49,7%	51,4%	52,9%	51,5%	48,6%	46,9%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	53,9%	56,4%	57,4%	55,0%	53,9%	56,1%	53,9%	53,3%	51,4%	55,4%	54,2%	51,8%	50,3%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	52,5%	53,4%	54,7%	53,3%	52,6%	52,2%	50,8%	47,2%	49,0%	50,6%	48,6%	46,4%	44,6%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	40,0	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Media	40,8	40,6	36,6	34,5	31,9	34,7	33,1	31,2	32,7	31,6	31,8	35,8	33,8
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	33,3%	43,8%	53,0%	69,4%	61,6%	55,4%	50,4%	44,3%	57,8%	60,1%	40,3%	36,8%	30,7%
Gastos Totales	33,1%	45,3%	51,6%	42,6%	53,8%	52,1%	45,0%	29,3%	44,3%	41,0%	42,3%	60,0%	65,7%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	38,7%	46,3%	53,8%	72,7%	59,9%	62,0%	51,9%	47,6%	58,0%	63,3%	36,3%	43,3%	36,5%
Gastos Primarios	30,2%	36,2%	35,5%	37,1%	50,5%	42,6%	37,9%	31,9%	40,3%	34,6%	50,6%	51,5%	70,0%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	37,3%	51,2%	47,8%	52,1%	53,4%	56,3%	42,5%	42,8%	58,2%	53,9%	44,9%	42,6%	35,3%
Dirección General Impositiva	42,2%	55,0%	49,0%	43,4%	52,0%	49,2%	40,2%	39,9%	43,5%	26,2%	35,4%	30,3%	21,1%
Dirección General de Aduanas	9,9%	16,5%	46,9%	31,1%	28,1%	40,9%	100,5%	65,2%	67,4%	81,4%	87,1%	64,6%	62,8%
Sistema de Seguridad Social	27,3%	33,7%	32,2%	32,0%	39,9%	39,5%	29,2%	27,3%	42,1%	46,7%	38,4%	42,8%	40,0%

Indicador	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-19
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	34,8	34,4	36,5	40,6	44,2	41,9	42,1	43,8	41,4	42,4	43,0	42,7	41,2
Var. % m/m	-3,5%	-1,1%	6,0%	11,2%	8,9%	-5,2%	0,6%	4,0%	-5,5%	2,4%	1,60%	-0,70%	-3,50%
Var. % a/a	-20,6%	-14,2%	1,1%	12,8%	21,9%	15,5%	24,9%	34,1%	28,8%	17,7%	30,0%	18,6%	18,5%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-7,0%	-1,7%	2,0%	-0,4%	0,4%	-3,6%	-2,0%	-0,8%	-2,0%	-0,3%	-1,8%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-1,5%	0,4%	-0,1%	-0,2%	2,1%	-0,7%	-1,7%	1,7%	-1,6%	0,2%	-0,1%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFSA) Var. % a/a	-57,6%	-60,9%	-63,1%	-34,1%	-15,8%	-27,2%	-37,0%	-26,9%	-30,8%	-35,7%	-14,4%	-10,6%	-43,9%
Var m/m, con estacionalidad	10,9%	-15,5%	-1,8%	30,6%	7,5%	-3,1%	-10,2%	1,2%	-15,8%	36,0%	-17,4%	5,7%	-30,4%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-12,3%	-8,7%	-5,3%	-6,1%	-1,9%	-0,9%	-2,2%	-2,0%	-2,9%	2,3%	6,0%	-0,8%	s/d
Var m/m, desest.	-0,3%	0,3%	1,9%	-1,7%	1,2%	-0,4%	-1,1%	1,2%	-0,6%	0,5%	0,6%	0,6%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-14,1%	-8,9%	-6,9%	-7,2%	-1,9%	-6,4%	-5,0%	-1,9%	-4,4%	1,4%	-0,3%	-0,8%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-12,3%	-7,5%	-3,5%	-11,8%	-1,7%	-5,9%	-8,5%	-9,5%	-5,2%	-6,4%	-13,5%	-22,1%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-16,3%	-17,1%	-12,1%	-13,9%	-7,5%	-7,5%	-6,7%	8,8%	12,7%	9,3%	-3,9%	-5,9%	-39,5%
Var. % m/m, desest.	9,7%	3,7%	-1,4%	-0,5%	2,8%	-4,0%	-1,5%	5,1%	-1,6%	-15,6%	-3,7%	9,4%	-31,4%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-12,0%	-5,1%	4,7%	-11,3%	5,4%	-5,9%	-6,7%	-8,5%	-9,8%	-9,1%	-14,3%	-25,2%	-46,5%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.136	5.305	6.017	5.235	5.856	5.568	5.746	5.889	5.893	5.374	4.549	4.324	4.320
Var. % a/a	-5,0%	1,9%	16,5%	1,9%	8,3%	7,5%	14,1%	9,1%	10,1%	0,7%	-0,6%	-3,1%	-15,9%
Importaciones en USD	3.953	4.174	4.644	4.174	4.905	4.400	4.002	4.121	3.409	3.133	3.534	3.195	3.175
Var. % a/a	-33,7%	-31,6%	-28,0%	-23,5%	-20,6%	-30,3%	-14,9%	-18,8%	-21,9%	-20,0%	-16,1%	-20,1%	-19,7%
Saldo Comercial en USD	1.183	1.131	1.373	1.061	951	1.168	1.744	1.768	2.484	2.241	1.015	1.129	1.145
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	204,5	200,5	198,2	214,0	210,7	201,0	202,1	211,0	209,6	212,6	215,7	206,8	197,0
Var. % a/a	-5,8%	-10,3%	-13,0%	-0,8%	1,6%	-3,1%	0,9%	3,5%	4,5%	5,1%	4,8%	-2,9%	-3,7%

Indicador	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20
Indicadores Monetarios													
Saldos promedio mensuales													
Base Monetaria (\$ M.M.)	1.314,4	1.324,8	1.342,6	1.341,9	1.382,2	1.323,9	1.349,0	1.385,5	1.580,7	1.715,6	1.689,9	1.870,6	1.920,2
Circulante	807,1	816,9	823,5	850,4	904,3	907,3	920,0	933,83	938,2	1.053,0	1.135,6	1.142,3	1.175,3
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.449,8	1.672,0	1.528,1	1.540,1	1.700,8	1.793,0	1.723,7	1.714,7	1.537,6	1.709,4	2.067,5	2.154,8	2.207,4
(a) Deuda Remun. (LELIQ+NOCOM)	951,9	992,9	1.020,6	1.101,3	1.207,3	1.246,1	1.099,2	1.023,8	803,2	736,9	1024,7	1398,8	1541,1
(b) Pasivos netos por pases	3,4	1,2	5,2	4,4	3,3	43,5	124,2	190,0	232,3	436,0	459,3	14,6	10,5
(c) Depósitos del Gobierno	494,5	677,9	502,3	434,4	490,2	503,5	500,3	500,9	502,1	536,5	583,6	741,4	655,8
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	68,0	72,7	67,7	64,2	66,4	62,2	50,2	46,6	43,5	44,2	45,2	44,7	44,3
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	14,6	15,5	16,9	16,4	14,7	15,8	13,2	13,1	13,9	14,1	14,3	14,1	15,8
(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)	51,8	52,4	56,5	60,3	59,6	67,2	83,0	92,6	105,3	113,6	121,6	131,5	144,8
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	41,4	43,2	44,9	43,7	42,5	52,7	56,5	58,5	59,7	59,9	60,01	61,34	63,12
Depósitos bancarios													
Saldos promedio mensuales													
Total depósitos (\$ M.M.)	4.154,1	4.228,4	4.390,0	4.398,2	4.400,6	4.761,7	4.427,2	4.352,9	4.262,8	4.462,9	4.797,0	5.004,6	5.245,6
Sector privado	3.353,6	3.444,5	3.573,6	3.630,8	3.697,3	3.976,9	3.675,5	3.601,1	3.533,0	3.732,1	3.984,1	4.181,0	4.393,6
Sector público	800,5	783,9	816,4	767,4	703,3	784,8	751,7	751,8	729,8	730,8	812,9	823,6	852,0
En moneda local (\$ M.M.)	2.747,0	2.730,8	2.820,3	2.878,6	2.940,9	3.020,8	3.001,8	3.005,6	3.012,5	3.218,8	3.501,7	3.707,3	3.935,1
Sector privado	2.124,0	2.153,6	2.203,0	2.286,6	2.353,9	2.377,0	2.394,9	2.395,2	2.418,5	2.632,6	2.841,8	3.038,8	3.239,1
Sector público	623,0	577,3	617,3	592,0	587,0	643,8	606,9	610,4	594,0	586,3	659,9	668,4	696,0
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.407,1	1.497,6	1.569,6	1.519,6	1.459,7	1.740,8	1.425,3	1.347,3	1.250,3	1.244,0	1.295,2	1.297,3	1.310,6
Sector privado	1.229,2	1.291,0	1.369,8	1.344,2	1.343,5	1.599,3	1.280,5	1.205,9	1.114,5	1.099,5	1.142,3	1.142,2	1.154,6
Sector público	178,0	206,7	199,8	175,4	116,2	141,5	144,8	141,4	135,8	144,5	153,0	155,1	156,0
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	34,2	34,7	35,0	34,7	34,4	33,4	25,1	23,0	20,9	20,8	21,6	21,2	20,7
Sector privado	29,9	29,9	30,5	30,7	31,6	30,6	22,6	20,6	18,66	18,36	19,04	18,62	18,26
Sector público	4,3	4,8	4,5	4,0	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,5	2,5
Tasas de interés													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	61,2	68,5	71,8	66,8	59,6	71,3	83,5	70,1	63,5	61,4	51,8	45,4	38,6
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	51,9	64,5	68,0	70,3	58,2	65,7	69,9	58,8	54,9	47,5	38,6	33,6	29,4
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	60,6	68,9	73,3	66,9	62,6	77,2	85,5	70,9	64,0	58,6	50,6	43,1	38,6
Préstamos personales	60,6	63,4	67,0	53,0	65,7	69,4	76,3	75,5	74,2	71,6	69,0	64,0	58,4
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	40,4	48,5	52,5	51,7	49,0	54,9	59,1	54,8	45,7	41,8	35,3	32,7	28,5
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	36,3	42,4	48,6	46,8	45,0	50,2	55,0	52,4	43,9	39,9	34,3	31,3	27,4
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	40,5	48,2	52,1	51,1	48,4	54,7	59,3	55,0	45,8	42,0	35,5	32,8	28,6