

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 186 Año 20 – 12 de agosto de 2020

Escriben en este número: Adolfo Bosch, José Lucero Schmidt,
Leandro Marcarian, Héctor Rubini y Jorge Viñas

EL DATO DEL MES

COVID-19 en Argentina. El Ministerio de Salud informó ayer 7.663 nuevos contagiados de COVID-19 (5.153 en la provincia de Buenos Aires) y 209 muertes. Es el nivel máximo de contagios diarios observado hasta ahora en Argentina.

LO QUE HAY QUE SABER

Argentina y sus riesgos: El gobierno acordó con varios grupos de bonistas una reestructuración de la deuda que básicamente posterga vencimientos de capital e intereses y un ahorro de unos U\$S 35.800 M. Los mercados financieros reaccionaron a la suba, pero la reactivación económica es todavía mínima. La emisión monetaria permanente y el reajuste de precios regulados comienza a reavivar expectativas inflacionarias y de suba del tipo de cambio.

La economía global y el COVID-19. Tras la debacle del segundo trimestre, la recuperación de la economía global sigue su marcha, a la espera de la vacuna que permita controlar el COVID-19. La Unión Europea dio un gran paso adelante con la ratificación del fondo de ayuda por € 750.000 M. En EE.UU., en cambio, la extensión de los programas fiscales está en duda por los vaivenes de la campaña electoral.

Ecuador reestructuró su deuda: La caída del precio del petróleo, el deterioro fiscal y la crisis del Covid-19, forzaron al gobierno ecuatoriano a negociar la reestructuración de su deuda pública. El acuerdo logrado da tiempo al país para ordenar sus cuentas fiscales.

LO QUE VIENE

Vacuna contra el COVID-19. Según lo anunciado por el presidente Alberto Fernández, el laboratorio Astra Zeneca fabricará desde Argentina y México la vacuna (todavía en estado de prueba) de la Universidad de Oxford para toda América Latina, excepto Brasil.

Deuda externa. Se espera para el 4 de septiembre la emisión de los títulos de deuda reestructurada y el inicio inmediato de negociaciones con el FMI para reperfilarse a más largo plazo los pagos a dicho organismo.

EE.UU.: se inicia la etapa más agitada de la campaña electoral. El candidato Demócrata Joe Biden encabeza las encuestas de opinión y ha confirmado como compañera de fórmula a la senadora por California Kamala Harris.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE JUNIO DE 2020

		2020				Tendencia hasta junio
		Abril	Mayo	Junio	Julio	
IPC Var. % mensual		1,5%	1,5%	2,2%	s.d.	Estable
IPC Var. % interanual		45,6%	43,4%	42,8%	s.d.	
Industria % uso capacidad instalada		42,0%	46,4%	53,3%	s.d.	
		2020				Tendencia hasta junio
		Abril	Mayo	Junio	Julio	
LELIQ Tasa % nom. anual en \$ al último día del mes		38,0%	38,0%	38,0%	Estable	
EMBI Arg Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		3.472	2.627	2.495	2.263	
Dólar \$/U\$ mayorista prom. bancos al último día del mes		66,8	67,7	69,5	72,3	
IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual		-2,3%	3,7%	3,9%	Estable	
Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales		9,9%	6,9%	7,0%	6,1%	
Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales		-1,0%	-4,8%	- 2,1%	0,9%	

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	Junio 2020	Var. % mensual	1,4%	1,0%	
				Var.% interanual	37,4%	39,2%	
	IPC G.B.A	INDEC	Junio 2020	Var. % mensual	2,0%	1,5%	
				Var.% interanual	41,3%	42,1%	
	IPC NACIONAL	INDEC	Junio 2020	Var. % mensual	2,2%	1,5%	
				Var.% interanual	42,8%	43,4%	

II. ACTIVIDAD E IMPUESTOS SOBRE LA ACTIVIDAD INTERNA

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Mayo 2020	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-6,8%	16,2%	
	Ventas en Supermercados		Mayo 2020	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	3,9%	3,7%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Julio 2020	Var.%interanual	-39,3%	1,7%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Mayo 2020	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-17,5%	-10,2%	
				Var.% interanual	-20,6%	-26,4%	
	PBI		1er trim. 2020	Var. % enc- mar'20 vs enc-mar'19	-5,4%	-2,2%	
Actividad Industrial	IPI Manufacturero	INDEC	Junio 2020	Var.% interanual	-6,6%	-26,4%	
	Uso capacidad instalada		Junio 2020	% uso capacidad instalada	53,3%	46,4%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Junio 2020	Var. % interanual	-14,8%	-48,6%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Julio 2020	Var % mensual	-0,3%	5,9%	
				Var. interanual	3,2%	3,9%	
	Var % mensual			30,9%	11,4%		
	Var. interanual			18,5%	22,4%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var % mensual	9,3%	-3,3%	
	Var. interanual	26,6%	23,9%				

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Junio 2020	Nivel (US\$ M)	4.786	5.061	
				Var. % interanual	-8,6	-15,9	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	3.302	3.168	
				Var. % interanual	-20,8	-31,8	
Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	1.484	1.893		

PANORAMA DE ARGENTINA

CRECIMIENTO Y ESTABILIDAD: TODAVÍA NO

Héctor Rubini

El gobierno acordó con varios grupos de bonistas una postergación de pagos de la deuda. Los mercados financieros reaccionaron a la suba, pero la reactivación económica es todavía mínima. La emisión monetaria permanente y el reajuste de precios regulados comienza a reavivar expectativas inflacionarias y de suba del tipo de cambio.

Los contagios y fallecimientos por COVID-19 siguen creciendo. Desde hace una semana, se registran más de 7.000 contagios diarios (salvo en el último fin de semana), con una tendencia hacia la aceleración en la provincia de Buenos Aires, tanto de contagios como de fallecidos. La cifra diaria de fallecimientos también muestra una aceleración, pero también empiezan a asomar algunos signos de potencial esperanza hacia el futuro: a) la tasa de positividad de los tests sigue creciendo, aunque con cierta desaceleración desde la segunda quincena de julio¹, b) el período de duplicación de casos supera los 20 días desde los últimos días de julio, nivel superior al umbral para la duplicación “de riesgo” de 15 días, c) desde la semana pasada se observa un marcado aumento de la cantidad absoluta de pacientes recuperados, así como de la relación recuperados/infectados activos.

Aun así, la liberación de actividades sigue siendo parcial e insuficiente para revertir el catastrófico panorama de cierre de empresas por la prohibición de actividades que concentren personas, o generen aglomeraciones en las redes de transporte. Esto es más visible en las áreas de mayor concentración de población y de afectados por el coronavirus: la provincia de Buenos Aires, seguida por la ciudad de Buenos Aires. Las liberaciones para actividades deportivas y circulación intra-jurisdiccional no es suficiente ni para revertir el visible deterioro psicológico de cada vez más segmentos de la población, como de sus consecuencias: aumento de la violencia familiar y en la vía pública, de robos, ocupación de propiedades privadas, y percepción de ausencia del Estado en materia de seguridad física.

La ayuda económica suministrada vía transferencias directas a sectores vulnerables y créditos subsidiados se percibe como tardía, insuficiente, y entorpecida por trámites burocráticos ineficientes e innecesarios. A esto se suma el visible aumento de la inseguridad física, especialmente en la provincia de Buenos Aires, la incertidumbre laboral, y la percepción de falta de oportunidades presentes y futuras, asociadas más a la cuarentena. Es esta, más que las consecuencias del coronavirus, lo que ha ido acumulado creciente desaprobación de la gestión de gobierno. Algo que además se ha visto exacerbado en las últimas semanas por declaraciones y decisiones que han generado controversia:

- a) la afirmación del Presidente, de que no cree en la necesidad de planes económicos, y pocos días después preanuncia el lanzamiento de 60 medidas económicas hasta ahora desconocidas,
- b) la decisión del Poder Ejecutivo de impulsar una reforma del Poder Judicial con un comité asesor elegido discrecionalmente, y percibido como alineado inequívocamente al oficialismo,
- c) la marcha atrás con la anunciada expropiación de la empresa Vicentín, luego de manifestaciones en contra en la vía pública
- d) los vaivenes entre liberaciones parciales y retorno a cuarentenas prohibitivas a nivel nacional, y sus presentaciones con datos inexactos que han provocado protestas de gobiernos de otros países.

En este clima, de creciente complejidad política, la gran noticia que descomprimió por algunos días la atmósfera para las autoridades fue el logro de un acuerdo por la deuda con tres grandes grupos de fondos de inversión del exterior. La noticia fue una sorpresa, luego de semanas de permanentes críticas al ministro de economía Martín Guzmán, ante cierta intransigencia innecesaria que demoraba el acercamiento entre partes. La idea de que se podría lograr un acuerdo favorable parecía haber naufragado cuando dos semanas atrás los fondos de inversión más intransigentes rechazaron los términos de la propuesta del gobierno argentino, junto a otro grupo de inversores supuestamente más flexible. El plazo para cerrar las negociaciones debió extenderse al 24 de agosto, pero rápidamente se anunció el acuerdo el lunes 3 de agosto. Llamativamente un día hábil antes, el 31 de julio el Poder Ejecutivo había derogado el Decreto 522/2020 que ordenaba la

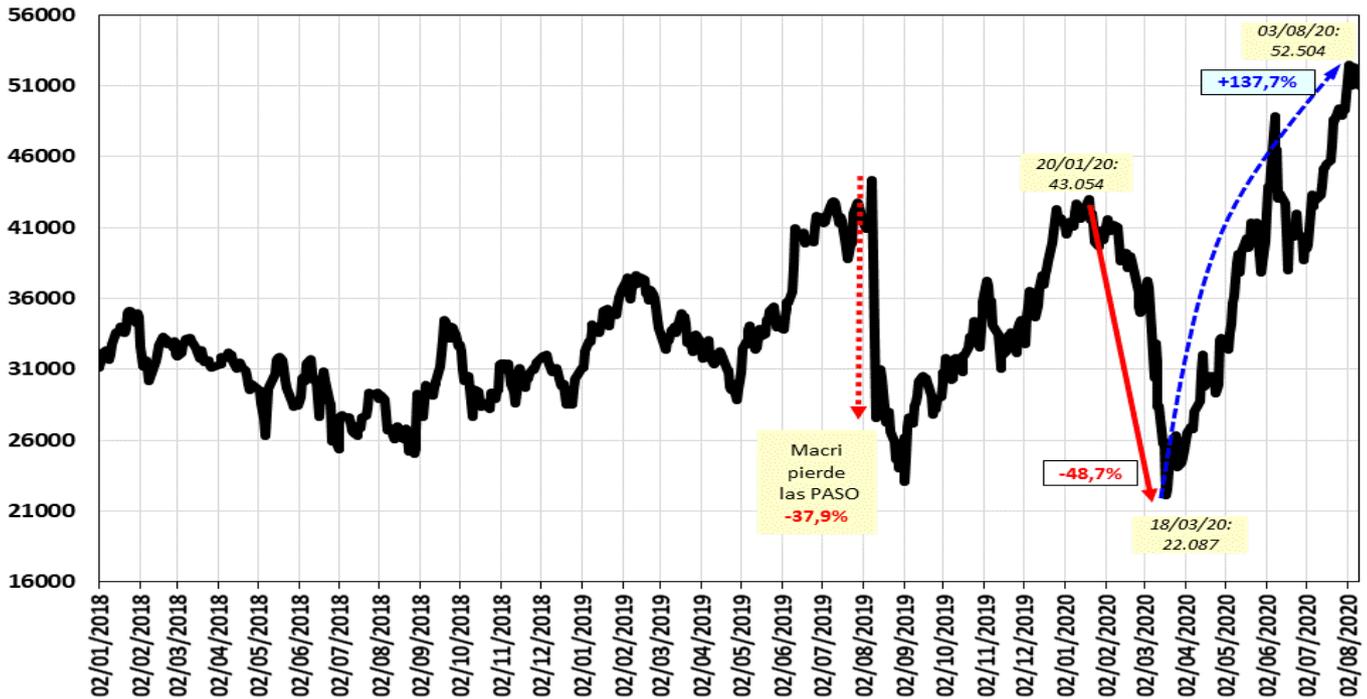
¹ Según la Organización Mundial de la Salud, si el porcentaje de casos positivos sobre el total testeado supera el 10%, indica que no se está testeando lo suficiente. El 10 de agosto dicho coeficiente para nuestro país alcanzó un máximo de 50,4%.

intervención de la empresa Vicentín, en medio del reclamo de varios intendentes bonaerenses para impulsar la estatización de la empresa eléctrica Edesur.

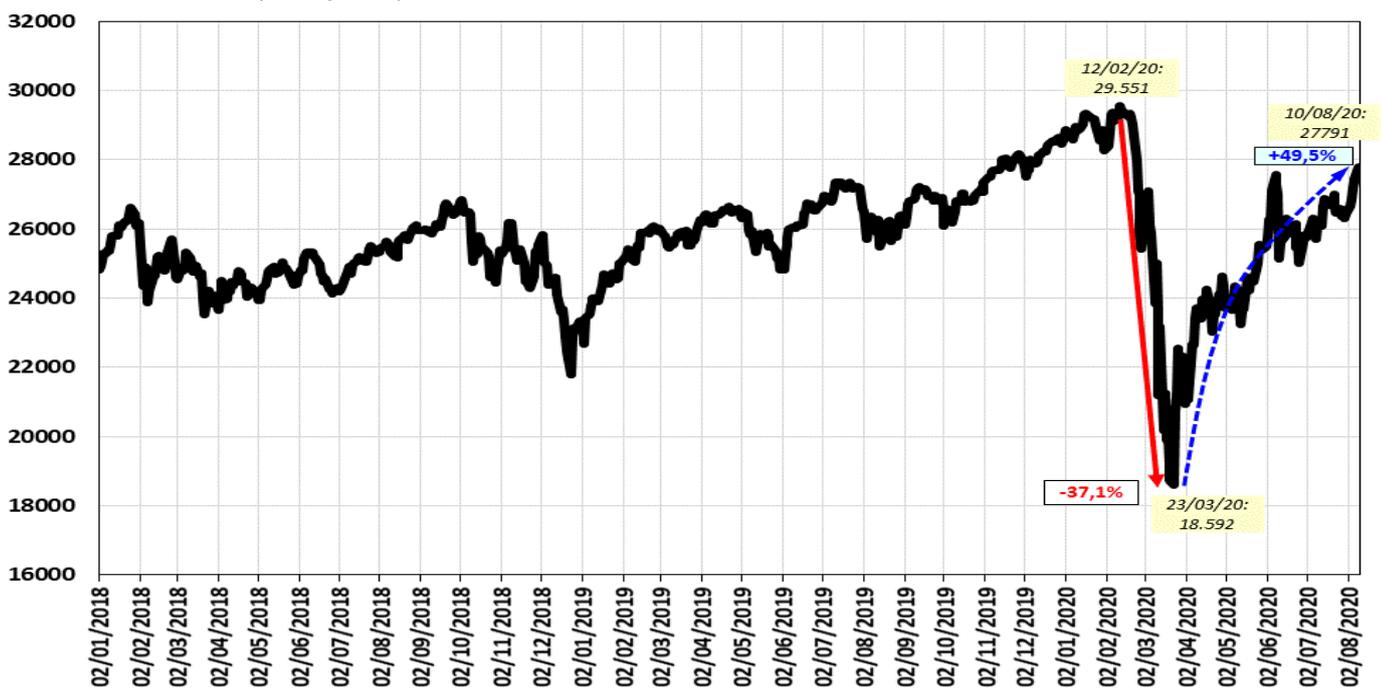
El acuerdo fue bien recibido por los mercados. En particular el índice Merval que había caído 48,7% en el primer trimestre, creció (en moneda local) una suba de 137,7% entre el 18 de marzo y el 3 de agosto pasado. Otros mercados no registraron la misma volatilidad, pero la tónica es, en general, optimista. Da la impresión de que se descuenta una reactivación en varios países antes de que se cuente con una vacuna contra el COVID-19. Salvo en el caso del Merval, los otros índices de referencia no retornaron a los niveles máximos alcanzados en enero-febrero de este año:

GRAFICO 1: ÍNDICES BURSÁTILES EN MONEDA LOCAL

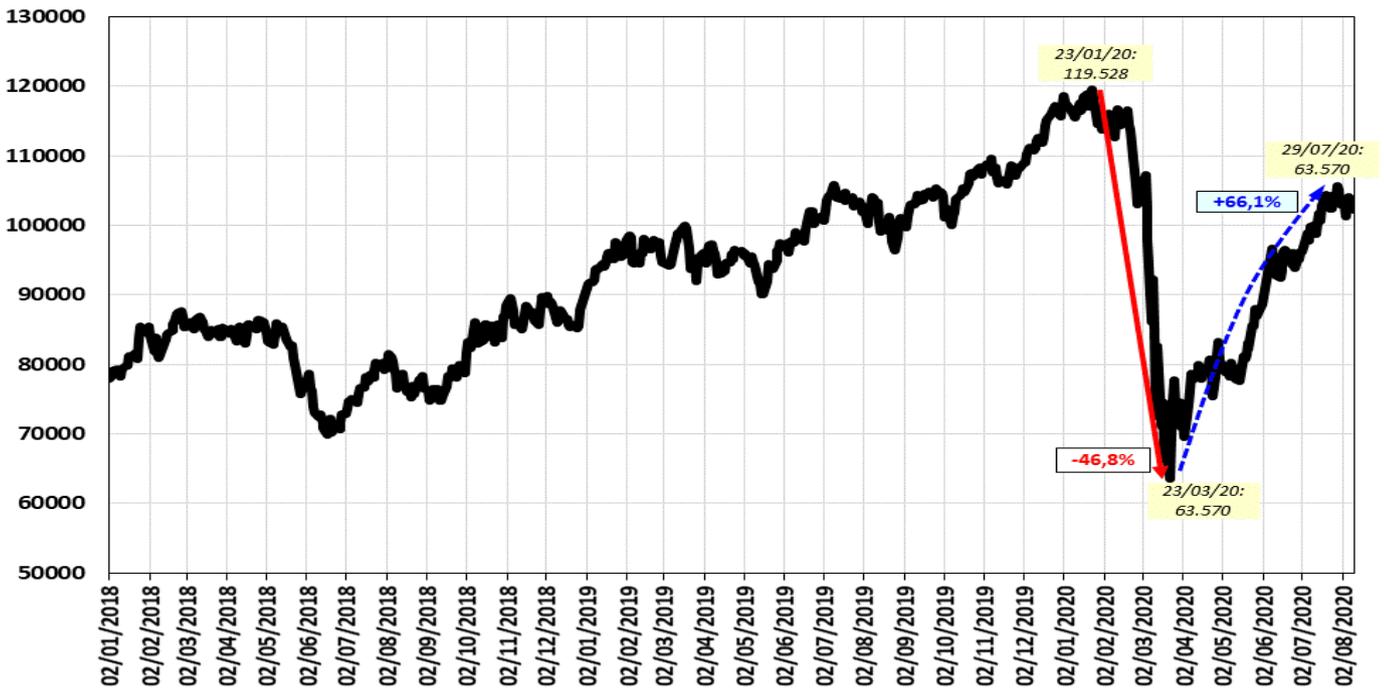
1.a. Argentina (Merval)



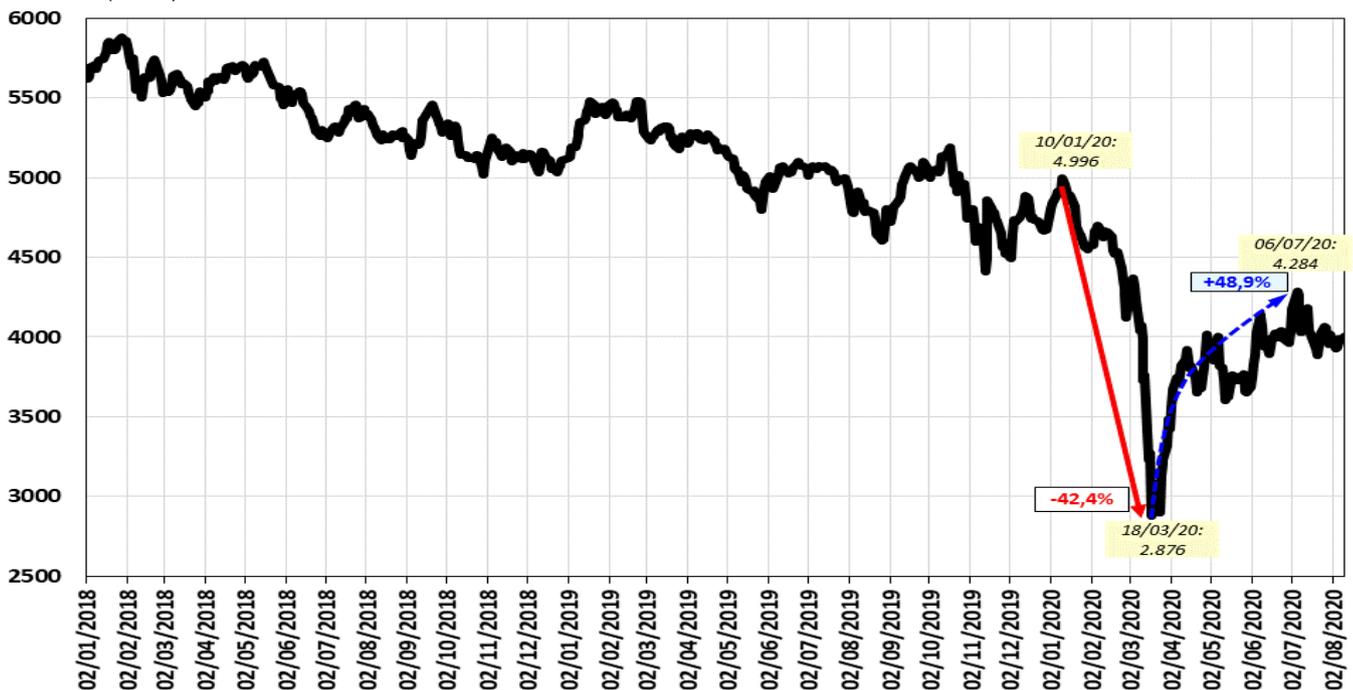
1.b. Estados Unidos (Dow Jones)



1.c. Brasil (Bovespa)



1.4. Chile (IPSA)



Fuente: elaboración propia en base a datos de Bloomberg y Markets Insider.

Los términos detallados del acuerdo no se conocen en su totalidad. La información conocida hasta ahora indica lo siguiente:

- Por cada U\$S 100 nominales de bonos bajo ley extranjera los bonistas recibirán a cambio) **U\$S 54,8** (promedio) en nueva deuda. Un umbral favorable para quienes compraron deuda a niveles cercanos a la cotización de las últimas semanas (en torno de U\$S 45 por cada U\$S 100 nominales).
- Toda la nueva deuda es **bajo legislación extranjera** y sería emitida el próximo 4 de septiembre.

- c) Los grupos que acordaron con el gobierno argentino (Ad Hoc Group, Exchange Bondholder Group y Argentine Creditor Committee) junto a algunos otros inversores que adhirieron al acuerdo **poseen el 60% de la deuda reestructurada en 2005 y 2010, y el 51% de las tenencias de la deuda reestructurada en 2016.**
- d) El tipo de nuevas cláusulas de acción colectiva, límites para nuevos default y reestructuraciones, y otras provisiones legales, no ha sido publicados.
- e) Las estimaciones disponibles indican un reperfilamiento del calendario de pagos, con un desplazamiento del núcleo de vencimientos (una suma algo superior a los U\$S 40.000 millones) entre 2020-2024 al período 2025-2035 (en torno de U\$S 7.000 millones anuales).

CUADRO 1: CONDICIONES DEL CANJE DE DEUDA.

	Nueva deuda					
	Vto. en 2029	Vto. en 2030	Vto. en 2035	Vto. en 2038	Vto. en 2041	Vto. en 2046
Deuda actual elegible	Intereses devengados e impagos hasta septiembre 2020	Bonos restruct. 2016 (con vencimiento hasta 2036)	Bonos reestruct. 2016 (todos)	Bonos reestruct. 2005 (DIC)	Bonos reestruct. 2005 (DIC y Par)	Bonos reestruct. 2005 y 2016 (todos)
Emisión nuevos bonos (U\$S Mill)	s.d.	13.800	23.000	s.d.	s.d.	s.d.
Vencimiento	Julio 2029	Julio 2030	Julio 2035	Enero 2038	Julio 2041	Julio 2046
Cupón	Step-up	Step-up	Step-up	Step-up	Step-up	Step-up
Cupón de intereses (anual) promedio	1%	0,90%	3,78%	4,32%	3,99%	4,27%
Amortización	10 cuotas semestrales entre 2025 y 2029	Desde 2024, un pago de 4% y otras 12 de 8%	10 cuotas semestrales desde 2031	22 cuotas semestrales desde 2027	28 cuotas semestrales desde 2028	44 cuotas semestrales desde 2025
Período de gracia	No	No	No	No	No	No
Capitalización	Primer cupón julio 2021 intereses devengados desde septiembre 2020	No	No	No	No	No
Quita de capital	No	3%	3%	No	No	3%

Fuente: elaboración propia en base a datos de consultoras privadas.

Las condiciones más precisas, y en particular, las nuevas cláusulas legales se conocerán cuando el gobierno haga la presentación del canje y los prospectos de los nuevos bonos ante la Security Exchange Commission de EE.UU. A su vez, por el canje por nuevos bonos y el desplazamiento de vencimientos a más largo plazo, el gobierno argentino logra respecto de los pagos de la deuda actual un ahorro de poco más de U\$S 35.800 M, de los cuales U\$S 30.000 M se concentraban entre 2020 y 2030.

En cuanto al perfil de vencimientos, para la deuda actual se acumulaban pagos anuales superiores a los U\$S 4.000 M en 2022-28, con picos superiores a los U\$S 8.000 M y poco más de U\$S 10.000 M en 2026-28. **Ahora los vencimientos superiores a dicho nivel se deberán pagar entre 2025 y 2035, con picos entre U\$S 7.000 M y poco más de U\$S 8.000 M entre 2029 y 2035.**

El mayor alivio correspondería al período 2021-24 con vencimientos crecientes, pero hasta un máximo de casi U\$S 2.000 M en 2024. **El mayor efecto es, sin dudas, el desplazamiento de los pagos más onerosos hacia fines de la próxima década.** Se logra un horizonte de tiempo para crecer y generar ingresos como para afrontar esos pagos con una economía con mayor capacidad de generar divisas. **Todo dependerá de la capacidad para crecer generando**

exportaciones, más bien que focalizándose sólo en el mercado interno. Pero también de la capacidad de despejar el horizonte de otros vencimientos, fundamentalmente con el FMI, y también con el Club de París.

El debate con el FMI no será fácil, ya que el gobierno argentino no estaría dispuesto ni a proceder a un futuro ajuste de las cuentas fiscales ni a modificar el complicado conjunto de restricciones a las actividades económicas y a la compra de divisas. Tampoco a desregular la economía ni a reformar y reducir el tamaño de la burocracia estatal. Inequívocamente el organismo va a requerir a nuestro país un plan económico, con un énfasis en la disciplina fiscal y monetaria, en mejoras de productividad y en aumentar la competitividad exportadora. **Caso contrario, el organismo no tendrá elementos creíbles para imaginar siquiera de devolución de los U\$S 44.000 millones que desembolsó en 2018 y 2019.** Por otro lado, el visible acercamiento de la actual administración al gobierno de la República Popular China, puede ser una fuente de complicaciones. En el mundo en general se percibe una marcada antipatía hacia ese país por la crisis del COVID-19 y ahora por la nueva ley de Seguridad en Hong Kong más los encarcelamientos de los últimos días y las denuncias por violaciones a los derechos humanos en Xingjiang contra las minorías uighures. **Mal momento para distanciarse de Estados Unidos y otros gobiernos con peso propio en el Club de París, en el Banco Mundial y en el Banco Interamericano de Desarrollo,** entidad en la que Argentina propone para su presidencia un candidato propio (Gustavo Béliz) frente a un funcionario de Donald Trump, Mauricio Claver-Carone.

Puertas adentro, para retomar un sendero de crecimiento con estabilidad. Ambos están hoy en medio de una gran incertidumbre. Hasta que no se cuente con una vacuna accesible y universal, contra el COVID-19 seguirán las restricciones a la movilidad de personas y a todas las actividades económicas. Para contener la caída de la actividad y promover la reactivación económica el Gobierno anunció que mantendrá por varios meses las transferencias en concepto de Ingreso Familiar de Emergencia, y la tarjeta Alimentar. Probablemente se apliquen controles más rigurosos, pero no deja de ser un paliativo. El lanzamiento de créditos personales para refacciones de viviendas (plan Procrear) a una tasa fija (24% anual) es hasta ahora la medida más convincente para iniciar una real reactivación, junto al anuncio de obras públicas en varias provincias. Algo más que necesario **para que las administraciones provinciales mejoren sus números fiscales y logren completar los procesos de reestructuración de sus deudas bajo legislación extranjera, por algo más de U\$S 11.000 M.**

El horizonte de corto plazo, además, luce complicado en materia inflacionaria. El BCRA sigue sin desacelerar la expansión de dinero y de pasivos remunerados (LELIQ y pases pasivos). En lo que va de este año, **el Tesoro ha obtenido del BCRA \$ 1,383 Bn.** La autoridad monetaria absorbió \$68.200 M desprendiéndose de dólares, y absorbiendo en términos netos \$ 809.890 M. Al sistema bancario le inyectó base monetaria \$ 378.371 M (intereses, primas, neto de devolución de adelantos y otros conceptos), pero le retiró fondos **vía colocación de LELIQ y pases pasivos por nada menos que \$ 1,188 Bn.**

Entre fin de 2019 y el pasado 6 de agosto, la base monetaria aumentó 26,7%, los pasivos onerosos del BCRA por LELIQ y pases pasivos crecieron 103%, y las reservas internacionales cayeron 3,2%. El Tesoro todavía no tiene otra forma de financiarse, pero **la dinámica es claramente insostenible e incompatible con la estabilidad de precios, de las tasas de interés y del tipo de cambio, y con una economía que tiende a reducirse, no a crecer.**

Esto sugiere, de mínima, que parte de la combinación de instrumentos fiscales, monetarios y regulatorios deberán ser modificados. Y el horizonte a futuro no luce auspicioso en materia de estabilidad. En el corto plazo se esperan subas en varios precios regulados ("Precios Cuidados) en torno del 9%, y en los combustibles (a pesar de las desmentidas de los últimos días) entre 8% y 13%, que requeriría al menos la petrolera estatal que ha acumulado abultadas pérdidas en sus dos últimos balances trimestrales. Pero, además, **para septiembre se espera un ajuste no inferior al 12%-13% a los servicios de TV por cable y abonos de Internet.** En octubre dejaría de tener efecto la suspensión de los aumentos de alquileres, y del cobro de los saldos adeudados hasta septiembre. **Y en diciembre quedaría sin efecto el congelamiento de las tarifas de agua, electricidad, gas, y los pasajes para transporte público de pasajeros.**

El panorama, en suma, es complicado. Guste o no, las circunstancias forzarán a las autoridades a cambiar al menos parte de lo que se ha venido haciendo hasta ahora. Al menos si no quiere poner en serio riesgo sus chances electorales para los comicios del año próximo por las dificultades para recuperar un sendero posible de crecimiento, con menos incertidumbre, y medidas creíbles que permitan recuperar y sostener en el tiempo cierta estabilidad de precios.

PANORAMA INTERNACIONAL

MEJORES PERSPECTIVAS EN EUROPA

Jorge Viñas

Tras la debacle del segundo trimestre, la recuperación de la economía global sigue su marcha, a la espera de la vacuna que permita controlar el COVID-19. La Unión Europea dio un gran paso adelante con la ratificación del fondo de ayuda por € 750.000 M. En EE.UU., en cambio, la extensión de los programas fiscales está en duda por los vaivenes de la campaña electoral.

A medida que se van publicando los informes del PIB del segundo trimestre de 2020, en la mayoría de los países se confirman las caídas catastróficas que se anticipaban en base a la información mensual disponible, lo que refleja la magnitud de la crisis económica provocada por la pandemia del COVID-19.

En el Cuadro 2 se presentan los datos de la variación trimestral anualizada del PIB de los países para los que ya hay información oficial del segundo trimestre. En todos los casos, las caídas del segundo trimestre superan el 25% anualizado. La gran excepción es China, donde el impacto pleno de la cuarentena se experimentó durante el primer trimestre, y su relajamiento progresivo a partir de marzo dio lugar a una fuerte recuperación en el segundo trimestre. España aparece como el país más castigado del grupo, lo que se también se verifica si se consideran los dos primeros trimestres de 2020 en conjunto, pero varios países en diversas categorías y regiones, como Italia, Francia, Filipinas o México, muestran un impacto similar.

CUADRO 2. VARIACIÓN DEL PIB TRIMESTRAL EN PAÍSES SELECCIONADOS

	Variación desestacionalizada anualizada contra el trimestre anterior (%)		
	4° trim 2019	1er trim 2020	2° trim 2020
Estados Unidos	2,4	-5,0	-32,9
Eurozona	0,1	-13,6	-40,3
Alemania	-0,1	-7,8	-34,7
Francia	-0,7	-21,7	-44,8
Italia	-0,9	-19,8	-41,0
España	1,7	-19,3	-55,8
Suecia	-0,1	0,5	-30,2
China	8,0	-35,8	56,5
Indonesia	4,9	-2,8	-25,0
Filipinas	8,4	-21,0	-48,2
Singapur	0,6	-4,7	-41,2
México	-2,3	-4,9	-53,2

Fuente: Bloomberg

Aquí corresponde hacer una aclaración respecto a la presentación, interpretación y comparación de los datos trimestrales de variación del PIB a nivel internacional. En términos generales existen tres formas de presentar los datos trimestrales del PIB: 1) variación desestacionalizada contra el trimestre anterior, 2) variación desestacionalizada anualizada contra el trimestre anterior, y 3) variación contra el mismo trimestre del año anterior.

No habiendo un criterio uniforme respecto a cuál es la mejor medida, cada país toma alguna de las tres como su medida principal, la que se publica en primer lugar y aparece generalmente en los titulares. Así, en EE.UU., la medición preferida es la variación desestacionalizada anualizada contra el trimestre anterior, mientras que en la mayor parte de Europa se publica en primer lugar la variación desestacionalizada contra el trimestre anterior. En el caso de la mayoría de los países emergentes, donde la evolución del PIB trimestre a trimestre suele ser muy volátil y la desestacionalización menos confiable, se suele presentar en primer lugar la variación contra el mismo trimestre del año anterior.

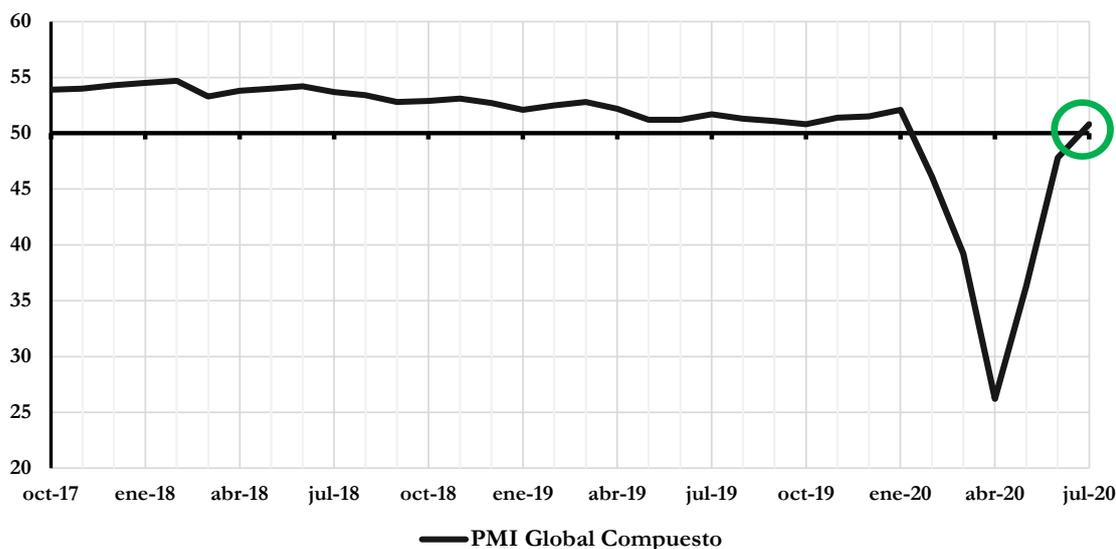
Estas diferencias en la publicación de los datos llevan a confusiones en la comparación internacional, debiéndose tomar recaudos para asegurarse de comparar “peras con peras”.

El liderazgo que detenta EE.UU. en la economía mundial y en los mercados financieros, donde los datos trimestrales de PIB constituyen una variable fundamental, ha llevado a que las comparaciones internacionales se efectúen mayoritariamente sobre la base de la variación desestacionalizada anualizada contra el trimestre anterior. Esto también requiere ser precisos a la hora de la interpretación. Una lectura superficial de los datos presentados en el Cuadro 2 podría llevar a la conclusión errónea de que, por ejemplo, EE.UU. ha perdido durante el segundo trimestre casi un tercio de su producción. La lectura correcta sería: “si el ritmo de caída del PIB del segundo trimestre se repitiera durante cuatro trimestres, la pérdida del PIB anual alcanzaría el 32,9%”.

Otra cuestión a tener en cuenta es que, siendo el PIB una variable flujo, la variación trimestral no se calcula “entre puntas” (nivel al fin de trimestre actual contra nivel al fin del trimestre anterior) sino “entre promedios” (nivel de PIB promedio del trimestre actual contra nivel de PIB promedio del trimestre anterior). Cuando el nivel de PIB sufre fuertes fluctuaciones mes a mes, la variación trimestral puede perder valor como indicador de la tendencia del nivel de actividad en el corto plazo. Tal es el caso del primer semestre de 2020, donde en la mayoría de los países los meses de marzo y abril fueron de confinamiento relativamente estricto, lo que llevó a caídas abruptas de la actividad en esos meses. De esta forma, la caída de marzo dejó un fuerte arrastre negativo para el segundo trimestre, que se profundizó en abril.

A partir de mayo, el relajamiento de las medidas restrictivas dio lugar a una recuperación significativa, pero insuficiente para evitar que el promedio del segundo trimestre quede muy por debajo del promedio del primer trimestre. De esta forma, las cifras de variación trimestral del PIB del segundo trimestre no capturan adecuadamente el rebote de la actividad experimentado a partir de mayo, que además deja un arrastre positivo elevado de cara al tercer trimestre. Los indicadores económicos del mes de julio apuntan a que la actividad continuó recuperándose a nivel global. En el Gráfico 2 se presenta la evolución de la encuesta de actividad PMI Global Compuesto, que en julio se ubicó en 50,8, colocándose por encima del nivel crítico de 50, lo que indica que nuevamente está en expansión, por primera vez desde enero, antes que el COVID-19 se propagara por todo el mundo.

GRÁFICO 2. ENCUESTA PMI GLOBAL COMPUESTO



Fuente: Bloomberg

La recuperación en marcha sigue presentando matices importantes, tanto a nivel de países y regiones como a nivel sectorial. China se mantiene como el país más avanzado en dicho proceso, y mes a mes muestra una evolución de los indicadores de actividad que supera las expectativas.

El resto de Asia se beneficia de la mejora de China y también del empuje del sector tecnológico a nivel global. Dentro de Asia, uno de los países relativamente más rezagados ha sido hasta ahora Japón, probablemente debido a que uno de los sectores donde detenta liderazgo global, el sector automotor, ha mostrado una reacción lenta, pero eso parece estar cambiando a partir de julio, por lo que el tercer trimestre debería ser de despegue. Europa y EE.UU. muestran una recuperación con fuertes disparidades sectoriales, donde muchos sectores productores de bienes han retornado a niveles de ventas previos a la pandemia, mientras que los sectores de servicios siguen afectados por medidas restrictivas que

mantienen el nivel de actividad muy deprimido. Finalmente, en Latinoamérica también hay señales de recuperación, aunque se ven atenuadas por la persistencia de la crisis sanitaria y por la gravedad de las secuelas económicas de las medidas de confinamiento.

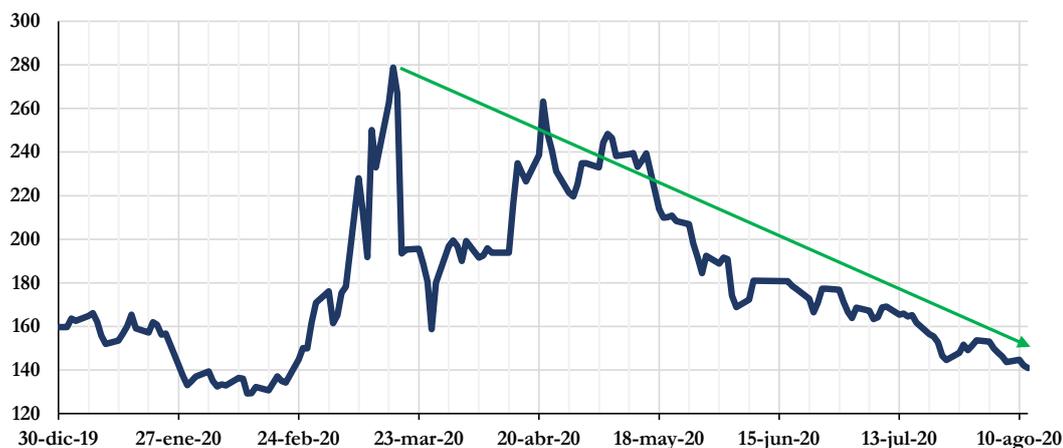
Hacia adelante, el nivel de incertidumbre en torno a la trayectoria de la recuperación se mantiene muy elevado, principalmente en torno a dos factores. En primer lugar, el factor sanitario, ligado a los vaivenes en el control de la pandemia y a los progresos en el desarrollo de vacunas eficaces. El control de la pandemia sigue presentando desafíos que impiden la normalización plena de muchas actividades, mientras que los rebrotes del COVID-19 en diversas ciudades y regiones del mundo obliga a retrocesos parciales en las medidas de reapertura. Todo apunta a que sólo cuando se obtenga una vacuna eficaz y de disponibilidad masiva se logrará el control definitivo de la pandemia. Al respecto, la carrera por el desarrollo de vacunas sigue marchando a toda velocidad, aunque todavía no hay certeza respecto al tiempo que demorará alcanzar la producción masiva de vacunas confiables.

De todos modos, las noticias sobre los avances en el desarrollo de vacunas continúan alimentando expectativas positivas en los mercados financieros, que se ubican en nuevos niveles máximos desde que comenzó la pandemia. En el caso del principal índice de acciones de EE.UU., el S&P500, ya prácticamente ha recuperado el nivel máximo histórico de febrero, justo antes de que la expansión global del coronavirus provocara su derrumbe.

El otro factor clave para la trayectoria de la recuperación es el de la continuidad de los programas fiscales de asistencia. Al respecto, en **Europa** la UE dio un gran paso adelante al ratificar todos los países miembros su apoyo a la implementación de un fondo de ayuda regional por € 750.000 millones (3,6% del PIB agregado de la UE), entre garantías y préstamos de largo plazo a tasa subsidiada, que había sido anunciado por la cúpula del organismo el 27 de mayo. El financiamiento del fondo se realizará a través de la emisión de bonos a nivel de la UE, lo que implica un avance inédito hacia la integración fiscal, admitiendo transferencias a gran escala desde los países de mayor capacidad contributiva (los que más aportan al nuevo fondo son Alemania, Francia, Países Bajos, Austria, Dinamarca, Suecia y Finlandia), hacia los países con mayores necesidades (España, Italia, Portugal y Grecia), que en el caso de España e Italia se han visto agravadas severamente por el impacto del COVID-19. Las asignaciones del fondo previstas para estos cuatro países oscilan entre el 4,6% del PIB para Italia y el 10,1% del PIB para Grecia.

La ratificación del fondo de ayuda sirve para consolidar las expectativas de recuperación de la economía europea, que ya venían en alza por la percepción creciente de que la pandemia está bajo control más allá de algunos rebrotes puntuales. También representa un logro político, en términos de la capacidad de negociación que han demostrado los principales líderes europeos para mantener la unidad, ante el reconocimiento de que si no se alcanzaba un acuerdo había un riesgo material de ruptura de la UE. Estos progresos se han visto reflejados en la apreciación del Euro. Al 12 de agosto, el Euro acumula una apreciación del 9% frente al dólar estadounidense desde mediados de mayo, ubicándose en 1,18 dólares por euro, cerca los máximos desde principios de 2018. Otra señal del fortalecimiento de la confianza es la reducción en el spread entre las tasas de rendimiento de los bonos soberanos a 10 años de Italia y Alemania, que ya se aproxima al nivel mínimo pre-pandemia, habiéndose reducido a la mitad desde el máximo de marzo (véase Gráfico 3).

GRÁFICO 3. SPREAD DE RENDIMIENTO DE BONOS A 10 AÑOS ENTRE ITALIA Y ALEMANIA (P.B.)



Fuente: Bloomberg

En **EE.UU.**, en cambio, los desacuerdos entre los Republicanos y Demócratas en el Congreso por la composición del nuevo paquete de asistencia, que rondaría entre U\$S 1,5 y U\$S 2 Bn, **están poniendo en riesgo la continuidad de las transferencias directas a familias y de las prestaciones por desempleo que caducaron a fin de julio, aunque algunas de ellas fueron extendidas provisoriamente por decreto de Trump.** La falta de acuerdo se inscribe en el contexto de la campaña electoral, recalentada por la perspectiva cada vez más firme de que Trump pierda la elección frente al candidato demócrata Joe Biden. Éste acaba de nombrar a su compañera de fórmula, Kamala Harris, representante demócrata del estado de California. Además de aportarle diversidad en términos raciales y de género, ya que sería la primera mujer de color en llegar a la Casa Blanca como Vicepresidente, Harris es considerada una moderada dentro del espectro del Partido Demócrata, por lo que puede ampliar la base electoral hacia los componentes de centro del electorado estadounidense, consolidando las posibilidades de triunfo de Biden.

Tal como se esperaba, las perspectivas de derrota electoral han llevado a Trump a una nueva escalada de tensiones con China, que siempre aparece en primera fila entre los candidatos a ser el enemigo elegido para confrontar en busca de recuperar terreno en las encuestas. Nuevas sanciones y cancelaciones de licencias para operar a empresas chinas por acusaciones de robo de tecnología y de datos personales, condenas por las medidas políticas restrictivas de China sobre Hong Kong y por posturas internacionales agresivas de China en la frontera con India y en el Mar del Sur de China, se encuentran entre las medidas más recientes anunciadas por la Administración de Trump. Además, el Secretario de Estado Mike Pompeo ha declarado que China es “el enemigo del mundo libre”. Hasta ahora la cúpula de China ha reaccionado con moderación y cautela. Del mismo modo, no se ha verificado un impacto relevante en los mercados financieros. En ambos casos, probablemente la razón sea que las amenazas y medidas de Trump se tornan irrelevantes si pierde las elecciones en noviembre.

En este contexto, los bancos centrales en el mundo desarrollado se mantienen firmes en sus políticas de expansión cuantitativa, que en el caso de la Fed es **prácticamente “ilimitada”, tanto en la magnitud como en los instrumentos financieros públicos y privados que abarca su compra de activos.** Esta masiva expansión monetaria, que ha llevado el total de activos en el balance de la Fed de U\$S 4,15Bn en febrero a U\$S 7 Bn en la actualidad, por ahora no se traslada hacia presiones inflacionarias. Aunque la inflación de julio mostró un repunte mayor a lo esperado a nivel subyacente (registró una variación de 1,6% interanual frente al 1,1% esperado por el consenso según Bloomberg), todavía sigue muy por debajo de la meta de 2%. Además, la revisión de la estrategia monetaria de la Fed, a publicarse en los próximos meses, probablemente incluya la posibilidad de permitir que la inflación supere a la meta por un período más o menos prolongado, para compensar el tiempo que la inflación se ha mantenido por debajo de la meta.

Esto descartaría la posibilidad de un abandono de las políticas expansivas por el horizonte previsible. De todos modos, la expansión monetaria, y el bajo nivel de tasas de interés real asociado a dicho fenómeno, están influyendo en el debilitamiento del dólar frente al resto de las divisas y, principalmente, en un fuerte repunte en la cotización del oro hacia un nuevo récord histórico, próximo a los U\$S 2.000 por onza (véase el Gráfico 4).

GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN MENSUAL DEL PRECIO DEL ORO – USD X ONZA



Fuente: Bloomberg

En **China**, frente a la amenaza de las hostilidades de EE.UU., las autoridades se han focalizado en asegurar la recuperación de la economía, manteniendo los estímulos monetarios y fiscales a toda marcha. Tras el fuerte rebote del segundo trimestre, cuando el PIB creció un 56,5% anualizado contra el trimestre anterior, los primeros datos correspondientes a julio muestran una continuidad de la tendencia positiva. La encuesta de actividad PMI de la industria manufacturera se ubicó en julio en 51,1 frente a 50,9 en junio. También las estadísticas de comercio exterior trajeron noticias positivas, con un crecimiento de exportaciones de 7,2% interanual en junio, continuando el repunte iniciado en abril. Las mejores perspectivas de la economía china se manifiestan en la acumulación de reservas internacionales que, tras tocar un mínimo de 3,06 billones de dólares en marzo, desde entonces han aumentado casi 100.000 millones de dólares hasta 3,16 billones de dólares en julio, cerca del nivel máximo desde 2016. Esto ha repercutido favorablemente en la moneda china que, desde el nivel más débil de 7,15 yuanes por dólar a fines de mayo, se ha apreciado hasta 6,93 yuanes por dólar al 12 de agosto.

Finalmente, entre los **países emergentes** que cuentan con menor capacidad de maniobra fiscal y monetaria, el sostenimiento de los programas de asistencia puede tornarse inviable a medida que los mismos se extienden en el tiempo y se profundizan los desequilibrios fiscales. Las turbulencias financieras que está experimentando nuevamente **Turquía**, que recuerdan a la crisis de 2018, podrían estar anticipando los problemas que pueden enfrentar aquellos países con desequilibrios fiscales y externos más pronunciados. Para contrarrestar el impacto negativo del COVID-19, el gobierno turco recurrió a una inyección masiva de recursos monetarios y fiscales, con gastos adicionales superiores al 7% del PIB.

El ritmo de crecimiento interanual de la base monetaria pasó de 0% a fines de 2019 a 100% en abril de 2020, impulsada por una baja de tasas de interés del banco central de 24% a 8,25%, que llevó la tasa de interés real a -4%. El desborde monetario no tardó en traducirse en presiones cambiarias. El intento del gobierno turco de frenar la depreciación de la lira turca de 20% entre febrero y principios de mayo (véase el Gráfico 5) vendiendo divisas, pero sin endurecer las condiciones monetarias internas para no empeorar la crisis económica, llevó a una fuerte pérdida de reservas internacionales, que bajaron de 77.413 millones de dólares a fines de febrero a 46.672 millones de dólares a fines de julio.

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DE LA LIRA TURCA FRENTE AL USD - LIRAS POR USD



Fuente: Bloomberg

La imposibilidad de mantener el ritmo de intervención llevó a una nueva depreciación de la lira frente al dólar estadounidense, que alcanzó un nuevo récord de 7,30 liras por dólar al 12 de agosto. Adicionalmente, el banco central se vio obligado a adoptar medidas de restricción monetaria y crediticia para frenar la corrida en contra de la moneda.

Si bien el gobierno turco afirma que con el nivel actual de la lira y con las nuevas medidas monetarias alcanza para estabilizar la situación, suena cada vez con más fuerza la posibilidad de recurrir a un acuerdo Stand-by con el FMI. Si bien Turquía es una de las economías emergentes que arrastra desequilibrios más fuertes, que los ajustes luego de la crisis de 2018 no alcanzaron a corregir, sus dificultades son un llamado de atención respecto a los límites que las políticas expansivas pueden enfrentar más temprano que tarde en países sin la solvencia fiscal o el respaldo monetario de una divisa sólida necesarios para sostener su financiamiento.

ECUADOR RENEGOCIA SU DEUDA Y GANA TIEMPO

Leandro Marvarian

La caída del precio del petróleo, el deterioro fiscal y la crisis del Covid-19, forzaron al gobierno de Ecuador, a negociar la reestructuración de su deuda pública. El acuerdo logrado da tiempo al país para ordenar sus cuentas fiscales.

1.1 Introducción y contexto

El mundo celebró a inicios de mes cuando el presidente de Ecuador, Lenín Boltaire Moreno Garcés, anunció que su país había logrado llegar a un acuerdo con la mayoría necesaria de sus acreedores para renegociar su deuda. El nuevo perfil de vencimientos da aire no solo a esta gestión, sino también, y como mínimo, a la siguiente.

Una de las principales características de la economía ecuatoriana es su dependencia de las exportaciones de hidrocarburos como fuente de divisas. Para el año 2018, las exportaciones de petróleo y gas representaban el 49% del total exportado. Es decir, el país tiene una dependencia casi total sobre estos dos productos, y de la misma forma que un alza en sus precios puede causar un efecto renta positivo, una caída en los mismos pone al país en una situación de vulnerabilidad total, ya que el 29% de los ingresos fiscales también surgen de ellos.

Eso es lo que sucedió a partir de 2014. En el Gráfico 6 se muestra el precio del barril de petróleo WTI a partir de 2011. Mientras que el barril cotizaba entre los USD 80 y USD 120 hasta 2014, a partir de ahí sufre una fuerte caída de la cual nunca se recupera completamente.

Los precios descendieron durante dos años, hasta un mínimo en 2016, y luego recuperan algo de su valor, oscilando entre los USD 60 y USD 80 hasta inicios del 2020. Entonces donde volvieron a caer muy fuerte, colocándose a la fecha de este informe, apenas por arriba de los USD 40. O sea, el precio del principal bien exportable, fuente de 1/3 de los recursos fiscales de Ecuador sufrió dos recortes del 50% de su valor, uno entre 2014 y 2016, y otro entre 2019 y 2020.

GRÁFICO 6: EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO CRUDO WTI 2011 A 2020



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing

1.2 Fragilidad interna

La consecuencia natural de tamaña caída en los precios, sin ajuste por parte del gasto, es un deterioro de la situación fiscal nacional. Es importante notar a la hora de estudiar el canje de deuda ecuatoriano, que de forma similar a la de Argentina, el Ecuador venía arrastrando desequilibrios estructurales hacía tiempo. Esto puede verse en la tabla siguiente, donde se presentan los recursos, los gastos y el resultado fiscal, todos como porcentaje del PBI, desde 2015 y proyectado

hasta 2023. Estas son estimaciones del FMI realizadas de mayo de este año, antes del canje. Es de esperar que las proyecciones de gasto sean corregidas a la baja dada la menor incidencia del pago de intereses de deuda luego del canje. Lamentablemente, no se han podido encontrar dichas proyecciones publicadas aún. Sin embargo, la tabla permite ver el desbalance fiscal que sufría Ecuador. Ecuador recibió unos USD 4.200 M del FMI con la condición de que baje el déficit.

CUADRO 3: INGRESOS, GASTOS Y RESULTADO FISCAL (% DEL PBI). 2015 A 2023 PROYECTADO, PRE ACUERDO.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2021*	2022*	2023*
Ingresos	33,6	30,3	32	35,3	33,4	29,8	30,9	31,4	31,9
Gastos	39,7	38,6	36,5	38,5	36,6	37,4	35,7	34,5	34,3
Resultado Financiero	-6,1	-8,3	-4,5	-3,2	-3,2	-7,6	-4,8	-3,1	-2,4

*Proyección FMI

Fuente: Elaboración propia en base a datos de FMI

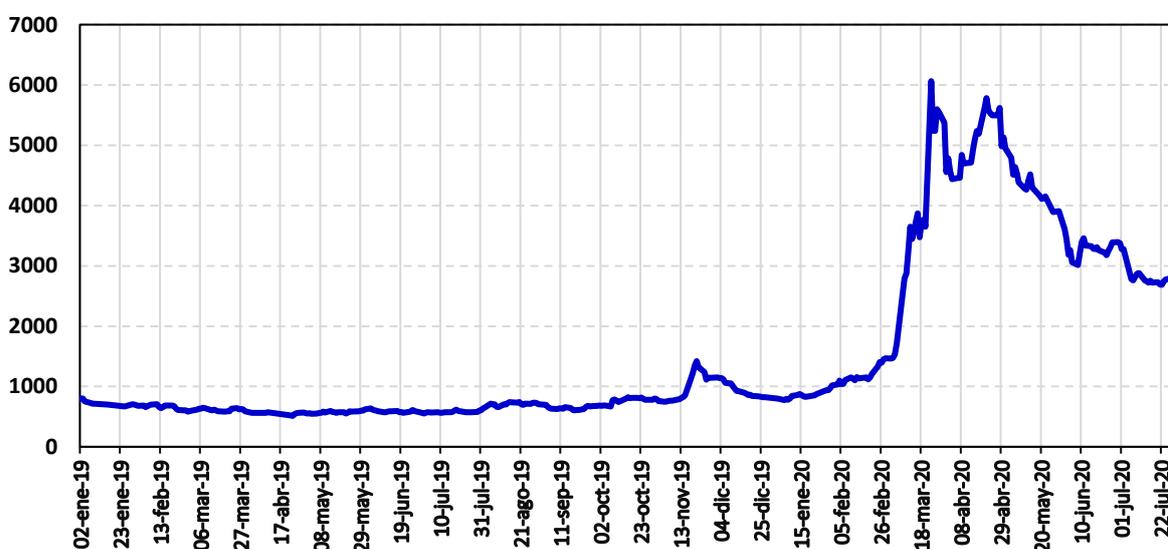
Entre las medidas adoptadas se destacan nuevos impuestos a la compra de autos, retención de parte del salario de empleados públicos y caída en la inversión pública. Sin embargo, más allá de estar entablado un programa de consolidación fiscal con el FMI desde el año pasado, el país no estaba logrando alcanzar los objetivos que dicho programa establecía. Y con llegada del Covid-19, una situación que de por sí era apremiante, se transformó en insostenible.

1.3 Los efectos del Covid-19 en Ecuador

El Covid-19 impactó muy fuerte en Ecuador. Fue uno de los países donde primero se sintió el efecto de la pandemia. No solo eso, sino que fue atacó con mayor fuerza. En un país de 17 millones de habitantes, ya se han registrado más de 90 mil casos y prácticamente 6000 muertes. El análisis por millón de habitantes da a Ecuador el triste récord de ser uno de los países más afectados por la crisis sanitaria. En la capital, Quito, el sistema de salud ha colapsado a fines de julio y atenderse en el sector privado puede costar hasta USD 70.000.

Sin lugar a dudas, y al igual que en todo el mundo, esto demandó mayores recursos de parte del sector público, lo cual hizo aumentar su déficit. Vale recordar que Ecuador está dolarizado, por lo que no puede financiarse vía emisión. Tampoco tiene la opción de devaluar, permitiendo al tipo de cambio absorber parte de los shocks externos. Y la fragilidad de su situación hacía imposible que coloque deuda en mercado voluntario ya que los spreads, medidos a través del EMBI, habían alcanzado picos históricos entre marzo y abril pasados. A la vez que sucedía esto, el valor de los activos ecuatorianos se desplomaba. La cotización de los bonos cayó de aproximadamente 90/100 USD en enero a 20/100 USD en marzo, desde que se confirmó el primer caso de Covid-19.

GRÁFICO 7: RIESGO PAÍS ECUADOR (EMBI EN PUNTOS BÁSICOS)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de JP Morgan

Ecuador, que depende fuertemente del precio del petróleo, empieza a sufrir una crisis de financiamiento cuando éste comienza a caer en 2014. Acumuló déficits durante varios años, y cuando a todo eso se le sumó la crisis del Covid-19, la situación se transformó en insostenible, dejando al país sin opciones más que buscar una reestructuración de su deuda.

2. Las condiciones de la reestructuración

La deuda de Ecuador a abril de 2020 llegaba a U\$S 57.200 M. Sobre ese total, 70% era deuda externa y 30% deuda intra gobierno. Ambos tipos de deuda se componían de la siguiente manera:

- **Deuda externa (70%)**
 - 21% multilaterales
 - 10% bilaterales
 - 33% bonos
 - 4% bancos
 - 2% otros

- **Deuda interna (30%)**
 - 24% bonos
 - 3% préstamos
 - 3% atrasos

A su vez, de los bonos en circulación, el 76% fueron emitidos por gestiones anteriores a las de Lenin Moreno.

GRÁFICO 8: DEUDA TOTAL COMO % DEL PBI PARA ECUADOR 1999 A 2019



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Ministerio de Finanzas de Ecuador

El canje realizado le permitió a Ecuador reestructurar vencimientos por U\$S 17.375 M. Si bien en términos de quita de capital no hubo grandes victorias (un haircut de apenas USD 1.540 M, 9% del capital original), los cálculos oficiales hablan de un ahorro de U\$S 16.000 M en los próximos 10 años. Pero tal vez lo más importante es que el acuerdo le da al país tiempo.

Los plazos fueron extendidos por 10 años, intercambiando los 10 papeles existentes con vencimientos entre 2022 y 2030, por 3 nuevos con vencimiento en 2030, 2035 y 2040. Gracias a ello, el vencimiento promedio de los bonos soberanos pasó de 6,1 a 12,7 años. A su vez, se le otorgan 5 años de gracia para pagos de capital, generando un ahorro de U\$S 5.600 M y una nueva estructura de pagos de vencimientos que permiten ver un horizonte sin demasiadas complicaciones hasta 2025 inclusive, ya que se logró bajar la tasa de interés promedio del 9,3% al 5,2%. Sumado a esto, los intereses adeudados no pagarán interés y se sumarán directamente al nuevo capital.

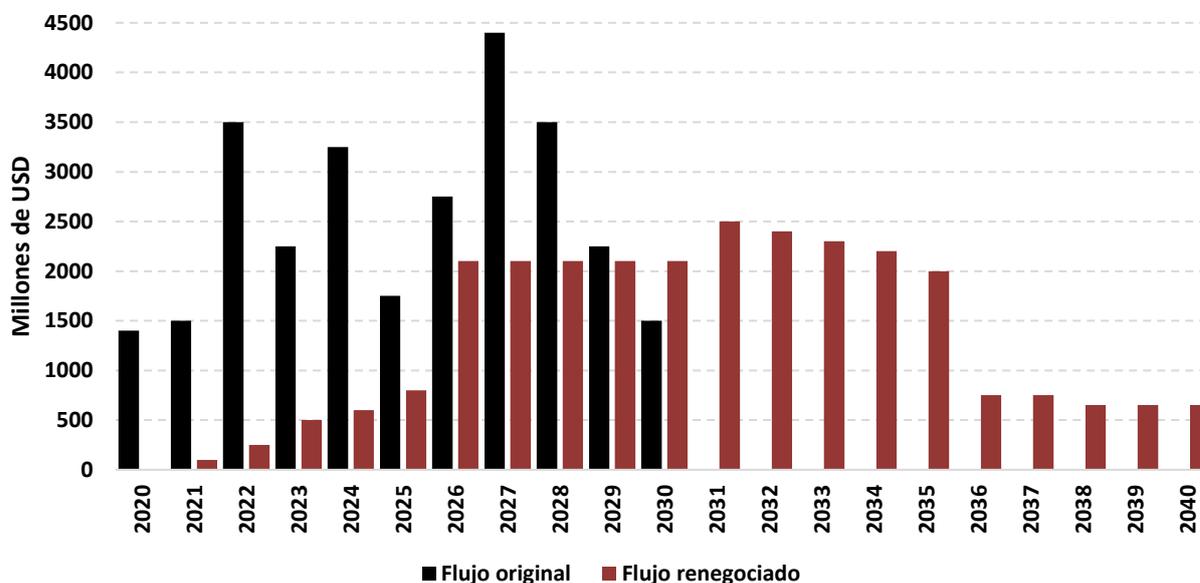
En términos de aceptación, la propuesta oficial recibió un 95%. Se necesitaba un 67% o 75% según el tipo de activo. Es decir, los acreedores recibieron la propuesta con brazos abiertos y la aceptaron en corto tiempo. No sorprende que los mismos bonistas, que también poseen títulos argentinos, hayan elogiado la estrategia ecuatoriana comparándola con la de Argentina, a quien le tomó varios meses más llegar a un acuerdo similar. En este aspecto, merece especial atención el accionar del fondo Black Rock. Dicho fondo es el principal acreedor de Ecuador. Al aceptar la oferta del gobierno, funcionó como la primera ficha de un dominó que cae, y hace caer a todas las demás. Una vez que Black Rock confirmó su aceptación, los otros acreedores lo siguieron.

La nueva estructura de vencimientos acordada implica que Ecuador **evita los desembolsos por U\$S 1.361 M que correspondían a 2020, y solo paga U\$S 79 M en 2021 de los U\$S 1.514 M que debería haber pagado según la estructura anterior.** En total, la próxima gestión, que arranca en 2021 y para la cual el actual presidente anunció que no competirá, se ahorrará unos **U\$S 9.166 M.** La subsiguiente gestión, que tomará posesión en 2025, tendrá un ahorro un tanto menor, pero no despreciable, de **U\$S 5.739 M.**

Un detalle importante a señalar, es que Ecuador logró el acuerdo sin la necesidad de atar los instrumentos financieros ofrecidos al precio del petróleo o al nivel de crecimiento del PBI. Esto permite al soberano apropiarse de una posible renta extraordinaria, en caso de que haya un boom del precio de dicho commodity. De haber atado el valor de los bonos al del barril del WTI, ante una suba del mismo, parte de esos ingresos deberían ir a los acreedores.

El acuerdo no estuvo libre de controversias, tanto internas como externas. En el frente interno, se lo criticó al gobierno por no buscar una quita de capital mayor. Los detractores de Lenin Moreno lo acusan de haber negociado débilmente dando a los bonistas lo que querían. Desde el frente externo, un pequeño grupo de tenedores de bonos (poseían sólo el 3% de los bonos) intentó bloquear la negociación en la corte de Nueva York, sin embargo, la jueza desestimó el reclamo rápidamente, y el canje pudo continuar.

GRÁFICO 9: VENCIMIENTOS DE INTERESES DE DEUDA EXTERNA (2020 A 2040)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de <http://economiaenjeep.blogspot.com/2020/08/la-renegociacion-de-la-deuda.html>

Mirando hacia adelante, el acuerdo libera recursos para el combate contra la pandemia, le da tiempo a Ecuador para consolidar su situación fiscal y detener el crecimiento de su deuda.

El próximo paso ahora, según las fuentes oficiales, es la renegociación de los créditos bilaterales, en particular, con China. Condición necesaria para todo ello será una mejor gestión del gasto público y disminuir la dependencia del fisco de los recursos del petróleo. Si se logra, el canje habrá sido un éxito. Si no, en breve estaremos hablando de un nuevo canje de deuda ecuatoriana.

NOTA ESPECIAL

LAS PROTEÍNAS ANIMALES Y SU “PATH DEPENDENCE”

José M. Lucero Schmidt

Un nuevo escenario global se presenta en la historia. China demanda una gran cantidad de alimentos y las proteínas animales cobraron importancia para su seguridad alimentaria. Argentina se encuentra en condiciones para poder abastecerlo, pero en un mundo cada vez más competitivo y conflictivo.

Tras las últimas noticias acerca de inversiones chinas de granjas porcinas en territorio argentino y un creciente desarrollo de las exportaciones de carne vacuna hacia dicho país, se plantea la necesidad de pensar nuevamente escenarios geopolíticos posibles. Las proteínas animales en Argentina han tenido una alta significancia en la economía y política a lo largo de su historia. Las mismas estuvieron íntimamente ligadas al desarrollo de la nación. Su producción en el territorio ha sido históricamente de muy alta relevancia en las exportaciones y las relaciones con las principales potencias del mundo

El concepto del Path Dependency es una propuesta que surge de la Nueva Economía Institucional (NEI) ideada por Douglas North (Premio Nobel de Economía) y al cual podría aplicarse a los acontecimientos que se suceden en Argentina y otros países del mundo en el presente. North, plantea el concepto de “*Path Dependence*” como un ahora para entender la performance económica y el cambio institucional. En el mismo se plantea que el pasado enseña, y que el presente y el futuro son consecuencia de la continuación de las instituciones de la sociedad. Este concepto establece que “la historia importa”, y que la trayectoria histórica discurre como un río temporal, de derrotero irreversible, donde cada punto es un punto de llegada u a su vez un punto de partida. Los sucesos río abajo, están íntimamente relacionados con los sucesos río arriba del pasado y de alguna manera son las consecuencias de dicha evolución².

Argentina tuvo una estrecha relación con Inglaterra en el siglo XVIII y XIX. Inglaterra fue una de las potencias económica y financiera hegemónicas durante ese período impulsada por la revolución industrial. En 1870, Inglaterra representaba el 32% de las manufacturas mundiales. En parte, la relación entre Argentina e Inglaterra estuvo ligada a las carnes argentinas, producto altamente demandado por aquella nación. La ganadería e industria frigorífica permitió el desarrollo de gran parte de la Argentina de fines del siglo XIX y principios del siglo XX. Todavía hoy son motivo de debates los beneficios y divergencias de ese vínculo.

*“El primer factor que originó el ascenso de la carne argentina fue la aparición de la demanda extranjera, especialmente de Gran Bretaña. En ese país a medida que la población crecía y la revolución industrial desplazaba a millares de personas desde el campo a las ciudades, los cambios demográficos y el mayor poder adquisitivo de las masas asalariadas alteraron los hábitos de dieta y el gusto: los consumidores británicos querían carne, más bien que pan y patatas. La demanda fue superando constantemente a la oferta, y cuando desastres naturales (humedad, sequías, plagas) redujeron el número de ganado, resulto sumamente claro que la Inglaterra victoriana debería depender de la importación de carne” Peter H. Smith 1968.*³

Es llamativo el párrafo anterior, porque pareciera que en la actualidad se sucedieran acontecimientos similares, pero con algunos actores diferentes. Los centros de poder y desarrollo económico ya no se encuentran esencialmente en Europa como en tiempos pasados, al menos aquellos relevantes para Argentina. El nuevo participante que hoy está dando que hablar y pensar es “China”.

La historia de China data desde el 1100 a.c. El periodo de la historia China que más relevancia tiene para Argentina y el mundo occidental, es por el desarrollo de los acontecimientos de los últimos 50 años. Luego del fracaso del “gran salto” impulsado por Mao (1961), China queda comprometida tanto económica como estratégicamente dejando entre 15 y 45 millones de muertos por inanición⁴. Para ese entonces la guerra fría estaba en pleno auge y en el año 1972 se produce uno de los acontecimientos históricos más importantes de la geopolítica mundial. La “alianza no alianza” entre China y Estados Unidos que se expresa a través del comunicado de Shanghai.

² Ordoñez, H.A. La Nueva Economía y Negocios Agroalimentarios. 1 ed. Buenos Aires. Universidad de Buenos Aires. 2009.

³ Smith, P.H. Carne y Política en la Argentina. Ed. Paidós 1968. Pag 41.

⁴ <https://clordenmundial.com/gran-salto-adelante-la-hambruna-secreta-mao/>

La población China experimento un exponencial crecimiento demográfico. En 1945 su población era de 400 – 450 millones, aumentando hasta los 1.200 -1.300 millones en el 2000. Este crecimiento la convierte en una de las mayores potencias demográficas del mundo. La mayoría de la población (80%) vivía en granjas bajo un sistema de agricultura de subsistencia. Para garantizar su desarrollo y evitar nuevas hambrunas se requirieron las importaciones de alimentos. China necesitaba reconstruirse económicamente y tener paz en sus fronteras, y Estados Unidos podía ofrecerle ambas cosas⁵.

Luego del comunicado de Shanghái, China comienza un largo periodo de desarrollo, que comienza a hacerse efectivo con la llegada de Deng Xiaoping en 1978⁶. El desarrollo de las ciudades costeras trajo aparejado una migración de millares de campesinos del interior de China hacia las grandes ciudades. Con las mejoras en los salarios y cambios de hábitos en el consumo de alimentos comenzó también la incorporación de mayor cantidad de proteínas animales en la dieta. Hoy China es un de las principales potencias económicas del mundo dispuesta a pelear por la primacía mundial. Con crecimientos de su PBI por arriba del 10% sostenidamente durante muchos años, su desarrollo a causado una verdadera revolución comercial en todo el planeta.

Según Zbigniew Brezezinski exconsejero de seguridad nacional del entonces presidente Jimmy Carter, las altas tasas de crecimiento chinas y sus aspiraciones geopolíticas globales también llevan a un alto consumo tanto de energía como de alimentos. Esta situación en la que el consumo excede su producción interna puede ser una limitante que alteraría su libertad de acción. La importación de energía y alimentos se vuelven esenciales para el bienestar y la estabilidad política internos. La dependencia en las importaciones de estos bienes presiona sobre los recursos económicos chinos debido a los mayores costos para obtenerlos además que aumenta la vulnerabilidad ante presiones externas.⁷ En tal sentido China ha ideado estrategias para asegurar la alimentación de su población. La mejora en su producción con granjas de cría de animales de mayor tecnología y eficiencia. A través de compra de materias primas (soja, maíz, harinas, aceites etc.) par a la elaboración de alimentos balanceados para animales de granja (cerdos, aves peces). La compra de alimentos con mayor valor agregado a países productores (carne, por ejemplo), e incluso inversiones en empresas alimenticias en terceros países. Por ejemplo, la compra de uno de los más grandes frigorífico de faena de cerdos, Smithfields en Estados Unidos⁸ y las compras e intentos de compra de tierras cultivables en otros continentes. Además, ha logrado realizar Tratados de Libre Comercio (TLC) con otros países e ingresar al sistema económico mundial mediante su ingreso a la Organización Mundial de Comercio (OMC) en el 2001.

El sistema de producción de granjas porcinas chinas ha iniciado un proceso de concentración. Reduciendo el número de granjas pequeñas “de patio trasero” de alto riesgo sanitario y aumentando el número de granjas industriales (Cuadro 1). Además, ha logrado incrementar la faena de porcinos significativamente. Existe una modernización de las granjas con mayor aplicación de tecnología, genética y alimentación. En el cuadro 2 se observa la cantidad de animales por granja en relación con la proporción de la faena y la proporción de número de granjas.

CUADRO 4. ESTRATIFICACIÓN DE GRANJAS PORCINA

Animales por granja	Número de granjas porcinas		
	2010	2016	Variación
0-99	60772202	41634230	-31,50%
100-499	742772	718590	-3,30%
500-999	145175	167224	15,20%
1000-4999	65579	77737	18,50%
5000-9999	5915	7079	19,70%
>10000	3679	4572	24,30%
Total	61735322	42609432	-31,00%

Fuente (OIE, 2019)⁹

CUADRO 52. PORCENTAJE DE FAENA POR GRANJAS

Animales por granja	Porcentaje de la faena	Porcentaje del número de granjas
0-99	37,0%	97,31%
100-499	18,1%	1,69%
500-999	12,3%	0,39%
1000-4999	16,8%	0,18%
5000-9999	5,1%	0,017%
>10000	10,7%	0,011%

⁵ Helber, H.G. *El Dragón y los demonios extranjeros. China y el Mundo a lo largo de la historia*. Ed. RBA Libros S.A. 2008. Pag. 379

⁶ “Deng comprendió rápidamente que para que un país logre una autentica independencia económica, en primer lugar, debe salir de la pobreza. No debe poner barreras y aislarse del mundo. El crecimiento dependía en gran parte en la creación del poder adquisitivo de la clase media para fomentar la actividad”. Helber, H.G. op. cit., pág. 386

⁷ Z. Brezezinski. *El Gran Tablero Mundial. La supremacía estadounidense y sus imperativos geoestratégicos*. Ed. Paidós Ibérica S.A. 1997. Pag. 165

⁸ https://www.3tres3.com/articulos/la-compra-de-smithfield-por-shuanghui-solo-es-una-parte-del-plan_33297/

⁹ http://www.rasia.oie.int/fileadmin/Regional_Representation/Programme/G_GFTADs/2019.04_ASF_SGE_Beijing/Chinese_pig_industry_and_value_chain_study_in_some_areas-20190408.pdf

En el año 2018 se desarrolló un acontecimiento sanitario extraordinario en China, fue la aparición de brotes de Peste Porcina Africana (PPA)¹⁰, que afectó sus rodeos produciendo la muerte de cerdos en gran escala¹¹. En el 2018 China representó el 52% del sacrificio mundial de cerdos, con un stock que representó el 57% total global, 441 millones de cabezas, y con un total de 42,6 millones de granjas porcinas. Es uno de los mayores consumidores mundiales, llegando hasta 40 - 60 kg/hab/año. La carne de cerdo es parte de la cultura China con un consumo creciente.

A causa de esta enfermedad China perdió cerca del 50% de su stock. Según estos datos, 1/4 del stock de cerdos del mundo salieron del mercado. Lo que esto ha generado, es que el país asiático haya tenido que sustituir carne porcina por otras carnes, como la aviar y vacuna, por ejemplo. Además, ha tenido que iniciar un proceso de mayor importación de carne para poder abastecer a la demanda de su población y sostener su seguridad alimentaria.

En este contexto, Argentina encuentra una oportunidad ante los acontecimientos globales. Las exportaciones de carne vacuna crecieron significativamente en los últimos años, traccionadas principalmente por la demanda china. Mas del 75% de las exportaciones de carne vacuna tienen como destino China. Con una demanda creciente y un sistema productivo con un alto potencial para abastecer una gran demanda, Argentina se encuentra en condiciones excepcionales para desarrollar ese mercado.

Con respecto a la producción porcina Argentina no ha tenido una tradición exportadora. Las exportaciones de carne porcina no son superiores al 5%. Pero ante la situación sanitaria descrita se presenta una gran oportunidad para el desarrollo de una producción e industria exportadora ante la demanda creciente. Durante este último año se planteó la posibilidad de grandes inversiones en granjas porcinas de ultima tecnología e inversiones en cadena de frio provenientes de China, con el objetivo de abastecer su demanda.

Según algunas noticias que han trascendido, el gobierno chino invertiría USD 27.000 M en los próximos años, haciendo crecer la producción de 6 a 100 millones de ton. en 8 años como máximo. En este contexto el plantel de madres argentino pasaría de 300 mil a 540 mil. Esto constituye una gran oportunidad de desarrollo del sector y a la vez crea un compromiso con dicho país. El mismo podría desencadenar un “boom de producción porcina”. En este contexto es importante ver cuales son las condiciones de inversión entre ambos.

Como antecedente histórico, anterior al desarrollo del vacuno pero similar a él, fue el caso de las lanas ovinas, “**el boom lanero**”¹². A mediados de la década de 1850 la lana se transformó en el primer producto exportado del litoral, desplazando al vacuno en poco tiempo.

El rápido desarrollo de su producción existió ante una alta demanda y precios altos. Su disparador fue principalmente por el avance de innovaciones mecánicas en Europa para producir en masa prendas de vestir que requerían lana. Las exportaciones se repartían entre Bélgica, Francia, Inglaterra y EEUU. La lana ovina quintuplicó su precio en pocos años. Además, al ser los ovinos de un ciclo biológico rápido¹³ permitió aumentar significativamente los stocks en poco tiempo. Atrajo inversiones de otros sectores de la economía por el atractivo del negocio, el cual según crónicas de la época se la comparaba con la “fiebre del oro californiana”¹⁴.

Ante este escenario de demanda de proteínas animales, no nos encontramos solos en el mundo. Tenemos competidores. Aparte de las ventajas comparativas para producir proteínas animales y de los beneficios agroecológicos que posee Argentina, es necesario también el desarrollo de ventajas competitivas. Tal como lo hicieron otros países de la región, Argentina debería tomar caminos similares. Chile, en el año 2018 logró posicionarse como el 5° exportador mundial de carne porcina con el 2,3% de la participación total. En 2017 el 59% de su producción se exportó siendo el 71% a países asiáticos y en el que China representaba el 21%¹⁵. Brasil, por ejemplo, luego de la aplicación de políticas publicas orientadas

¹⁰ La PPA es una enfermedad viral que ataca a los cerdos y jabalíes. Posee alta tasa de morbilidad y mortalidad, llegando hasta el 100%. No afecta a las personas. No existen vacunas para su control biológico. Es de declaración obligatoria por la Organización Internacional de Epizootias (OIE). Cuando se detecta, hay que sacrificar a todos los cerdos de la granja como una parte del control sanitario. A partir del 2018 afecto a China y los países de SE asiático.

¹¹ Lucero Schmidt, J.M. “Seguridad Alimentaria. El caso de la Peste Porcina Africana en China”. *Informe Económico Mensual*. USAL. Mayo 2019.

¹² *Nueva Historia de la Nación Argentina. La Configuración de la República Independiente. Tomo VI*. Ed. Planeta. Pag.69

¹³ La gestación del ovino es de entre 145 -153 días. Aproximadamente 5 meses.

¹⁴ *Nueva Historia Argentina. Liberalismo, Estado y Orden Burgués (1852-1880). Tomo 4*. Ed. Sudamericana. Pag. 310

¹⁵ Asociación Gremial de Productores de Cerdos de Chile

a fortalecer la industria y la ganadería de carne logro posicionarse a través de los años como el principal exportador de carne vacuna.

Cabe destacar la industria salmonera de Chile, que ha generado una importante fuente de divisas, siendo el segundo producto más exportado del país después del cobre. Las exportaciones acumuladas netas durante el 2018 fueron de 631.309 toneladas que representaron U\$S 5,168 M FOB Chile¹⁶.

La sustentabilidad de la cría de salmón en Chile esta solventada por acuerdos de libre comercio que permiten vender sus productos a destinos claves como China y EEUU (desde un punto de vista agroecológico existen algunos cuestionamientos relacionados al sistema de producción, principalmente por el uso indebido de antibióticos y contaminación del fondo marino entre otras). El desarrollo de esta producción responde a una estrategia pensada a largo plazo en la cual la sinergia entre empresas privadas y el estado han logrado resultados para poder generar un mercado orientado a la exportación. En Argentina la Piscicultura es una actividad que prácticamente no está desarrollada, pero tiene un gran potencial.

En este contexto de demanda de proteínas y alimentos, Argentina pretende ser el “supermercado del mundo”. Al menos en ocasiones se utiliza este slogan para mostrar una intención de ser un gran proveedor de alimentos a nivel global. Pero como ya vimos, nos encontramos ante un mundo mucho mas competitivo, incluso con nuestros países vecinos.

Gran parte de la cosecha récord de soja y maíz los cuales son commodities tiene como destino los mercados internacionales para producir alimentos balanceados para alimentar animales de granja principalmente. Estos commodities, se exportan como grano entero o en aceites y harinas. Estará en la habilidad de nuestros gobernantes poder crear las condiciones necesarias para poder convertir esos granos en carnes y de esta forma poder agregar valor a la producción argentina. Es decir, crear las condiciones competitivas para las inversiones necesarias. Por ejemplo, la baja de impuestos, acuerdos comerciales, diversificación de destinos comerciales, políticas públicas orientadas al desarrollo de las economías regionales entre otros.

La geopolítica de los alimentos debe ser analizada en un contexto global y no de forma independiente. Por eso es necesario comprender los acontecimientos geopolíticos que se están desarrollando hoy y claramente comprender los sucesos del pasado. Los mismos pueden influir en nuestro presente y futuro; nuestro “*Path Dependence*” (dependencia del pasado).

Argentina se encuentra hoy en un mundo mas convulsionado, inclusive diferente al que se planteó hace más de 100 años con el boom de exportaciones de carnes y lanas a Europa. Hoy existe un desafío de China como potencia emergente hacia Estados Unidos quien pretende defender su poder global.

En este escenario se plantean varios interrogantes y un conflicto de alta envergadura con desenlace incierto. La gran demanda de proteínas del país asiático brinda una oportunidad a nuestro país para poder abastecerlo ¿Se mantendrá en el tiempo la demanda? En un escenario futuro, es importante saber en qué lugar pretende posicionarse Argentina. ¿Con quien hará sus alianzas estratégicas? ¿Qué modelo económico va a adoptar para su inserción en el mundo que viene? ¿Un modelo agroindustrial? Por lo tanto, es necesario debatir, plantear y analizar que lugar quiere ocupar Argentina en el gran tablero mundial y el rol de los alimentos en un mundo cambiante.

¹⁶ <https://www.salmonchile.cl/salmon-de-chile/mercados-salmonchile/>.

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2020		agosto				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
17	18	19	20	21	22	23
Feriado Nacional	INDEC: Índices de Precios Mayoristas. Julio 2020. Índice del costo de la construcción (ICC). Julio 2020. BCRA: Informe de Política Monetaria (IPOM)		INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Junio 2020.			
24	25	26	27	28	29	30
INDEC: Encuesta nacional de centros de compras, y de autoservicios mayoristas y supermercados. Junio 2020.	INDEC: Intercambio Comercial Argentino. Julio 2020.		INDEC: Ingreso Nacional y Ahorro Nacional 2019.			
31						
INDEC: Índice de Salarios. Junio 2020.						
2020		septiembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
31	01	02	03	04	05	06
	INDEC: Índice de Producción Industrial (IPI) Manufacturero. Indicadores de Coyuntura de la Actividad de la Construcción Julio 2020.		IBGE (Brasil): Encuesta mensual de actividad industrial. Julio 2020.	BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Situación del empleo. Agosto 2020.		
07	08	09	10	11	12	13
BCRA: Informe Monetario Mensual.		IBGE (Brasil): Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA). Agosto 2020.	INDEC: Utilización Capacidad Instalada Industria Manufacturera. Julio 2020. Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.	U.S. Bureau of Labor Statistics (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor. Agosto 2020.		

INDICADORES

Indicador	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20
Precios														
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	2,7%	2,2%	4,0%	5,9%	3,3%	4,3%	3,7%	2,3%	2,0%	3,3%	1,5%	1,5%	2,2%	s/d
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	2,7%	2,2%	4,6%	6,4%	3,8%	4,0%	3,7%	2,4%	2,4%	3,1%	1,7%	1,6%	2,3%	s/d
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	2,6%	2,5%	4,5%	5,7%	2,5%	5,3%	3,1%	4,7%	2,7%	3,9%	3,2%	0,7%	1,0%	s/d
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	2,6%	2,1%	3,9%	5,8%	3,2%	4,1%	3,8%	1,9%	1,8%	3,6%	1,4%	1,5%	2,0%	s/d
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	2,6%	2,1%	4,7%	6,3%	3,8%	3,7%	3,9%	2,1%	2,1%	3,3%	1,6%	1,4%	2,3%	s/d
IPCBA (CABA) Var. % m/m	2,8%	2,2%	3,4%	5,0%	2,8%	4,0%	3,5%	2,4%	1,8%	2,7%	2,0%	1,0%	1,4%	s/d
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	55,8%	54,4%	54,5%	53,5%	50,5%	52,1%	53,8%	52,9%	50,3%	48,4%	45,6%	43,4%	42,8%	s/d
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	56,7%	54,4%	57,1%	55,3%	54,2%	52,1%	56,7%	54,2%	53,6%	53,8%	58,7%	46,2%	45,6%	s/d
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	60,8%	58,1%	58,8%	56,9%	51,8%	54,6%	56,8%	58,8%	54,2%	51,3%	52,2%	49,6%	47,4%	s/d
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	54,8%	53,9%	53,6%	52,4%	49,7%	51,4%	52,9%	51,5%	48,6%	46,9%	44,2%	42,1%	41,3%	s/d
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	55,0%	53,9%	56,1%	53,9%	53,3%	51,4%	55,4%	54,2%	51,8%	50,3%	47,3%	44,6%	44,2%	s/d
IPCBA (CABA) Var. % a/a	53,3%	52,6%	52,2%	50,8%	47,2%	49,0%	50,6%	48,6%	46,4%	44,6%	42,2%	39,2%	37,4%	s/d
Expectativas de Inflación (UTDT)														
Mediana	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	50,0	40,0	40,0
Media	34,5	31,9	34,7	33,1	31,2	32,7	31,6	31,8	35,8	33,8	40,3	47,4	44,5	43,1
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)														
Ingresos Totales	69,4%	61,6%	55,4%	50,4%	44,3%	57,8%	60,1%	40,3%	36,8%	30,7%	14,0%	2,4%	7,8%	s/d
Gastos Totales	42,6%	53,8%	52,1%	45,0%	29,3%	44,3%	41,0%	42,3%	60,0%	65,7%	69,5%	77,3%	56,7%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	72,7%	59,9%	62,0%	51,9%	47,6%	58,0%	63,3%	36,3%	43,3%	36,5%	18,6%	5,02%	8,47%	s/d
Gastos Primarios	37,1%	50,5%	42,6%	37,9%	31,9%	40,3%	34,6%	50,6%	51,5%	70,0%	96,6%	96,8%	72,7%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)														
Recaudación total	52,1%	53,4%	56,3%	42,5%	42,8%	58,2%	53,9%	44,9%	42,6%	35,3%	11,6%	12,4%	20,1%	24,0%
Dirección General Impositiva	43,4%	52,0%	49,2%	40,2%	39,9%	43,5%	26,2%	35,4%	30,3%	21,1%	-2,3%	3,7%	3,9%	3,2%
Dirección General de Aduanas	31,1%	28,1%	40,9%	100,5%	65,2%	67,4%	81,4%	87,1%	64,6%	62,8%	32,4%	-1,1%	26,5%	20,9%
Sistema de Seguridad Social	32,0%	39,9%	39,5%	29,2%	27,3%	42,1%	46,7%	38,4%	42,8%	40,0%	10,0%	11,6%	22,4%	18,5%

Indicador	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20
Confianza del Consumidor (UTDT)														
Indice	40,6	44,2	41,9	42,1	43,8	41,4	42,4	43,0	42,7	41,2	39,3	38,4	39,5	38,2
Var. % m/m	11,2%	8,9%	-5,2%	0,6%	4,0%	-5,5%	2,4%	1,6%	-0,7%	-3,5%	-4,7%	-2,2%	-2,7%	-3,3%
Var. % a/a	12,8%	21,9%	15,5%	24,9%	34,1%	28,8%	17,7%	30,0%	18,6%	18,5%	14,2%	5,3%	-2,7%	-13,6%
Indicadores de Actividad														
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-0,1%	0,3%	-3,7%	-2,1%	-0,9%	-2,2%	-0,2%	-1,9%	-2,4%	-11,4%	-26,4%	-20,6%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-0,2%	1,6%	-0,6%	-1,2%	0,8%	-1,0%	-0,1%	-0,6%	-0,8%	-10,2%	-17,9%	10,0%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-34,1%	-15,8%	-27,2%	-37,0%	-26,9%	-30,8%	-35,7%	-14,4%	-10,6%	-43,9%	-73,6%	-28,3%	-34,9%	-42,7%
Var m/m, con estacionalidad	30,6%	7,5%	-3,1%	-10,2%	1,2%	-15,8%	36,0%	-17,4%	5,7%	-30,4%	-60,3%	166,7%	18,7%	-5,5%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-6,1%	-2,0%	-0,9%	-2,2%	-1,8%	-2,7%	2,1%	6,6%	-0,6%	-8,5%	-30,4%	-21,1%	-6,1%	s/d
Var m/m, desest.	-2,9%	0,6%	1,1%	-3,3%	1,1%	-1,3%	-0,2%	-3,3%	-2,6%	-3,1%	-1,8%	-3,8%	1,7%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-7,2%	-1,7%	-6,4%	-5,0%	-1,9%	-4,3%	1,4%	-0,3%	-1,0%	-16,8%	-33,5%	-26,4%	-6,6%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-11,8%	-1,9%	-6,0%	-8,7%	-9,5%	-5,2%	-6,4%	-13,5%	-22,1%	-46,8%	-75,6%	-48,6%	-14,8%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-13,9%	-7,5%	-7,5%	-6,7%	8,8%	12,7%	9,3%	-3,9%	-5,9%	-39,5%	-74,3%	-34,0%	1,7%	13,6%
Var. % m/m, desest.	-0,5%	2,8%	-4,0%	-1,5%	5,1%	-1,6%	-15,6%	-3,7%	9,4%	-31,4%	-59,2%	183,6%	33,3%	27,0%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-11,3%	5,4%	-5,9%	-6,7%	-8,5%	-9,8%	-9,1%	-14,3%	-25,2%	-46,5%	-55,1%	-32,9%	-6,9%	-13,2%
Indicadores del Sector Externo														
Exportaciones en USD	5.235	5.856	5.568	5.746	5.889	5.893	5.374	4.549	4.324	4.320	4.329	5.061	4.786	s/d
Var. % a/a	1,9%	8,3%	7,5%	14,1%	9,1%	10,1%	0,7%	-0,6%	-3,1%	-15,9%	-18,4%	-15,9%	-8,6%	s/d
Importaciones en USD	4.174	4.905	4.400	4.002	4.121	3.409	3.133	3.534	3.195	3.175	2.918	3.168	3.302	s/d
Var. % a/a	-23,5%	-20,6%	-30,3%	-14,9%	-18,8%	-21,9%	-20,0%	-16,1%	-20,1%	-19,7%	-30,1%	-31,8%	-20,8%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.061	951	1.168	1.744	1.768	2.484	2.241	1.015	1.129	1.145	1.411	1.893	1.484	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	214,0	210,7	201,0	202,1	211,0	209,6	212,6	215,7	206,8	197,0	183,9	184,0	189,9	196,0
Var. % a/a	-0,8%	1,6%	-3,1%	0,9%	3,5%	4,5%	5,1%	4,8%	-2,9%	-3,7%	-8,3%	-7,2%	-11,3%	-7,0%

Indicador	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)														
Base Monetaria (\$ M.M.)	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	2.147,1	2.221,7	2.159,0	2.315,2
Circulante	850,4	904,3	907,3	920,0	933,83	938,2	1.053,0	1.135,6	1.142,3	1.175,3	1.331,8	1.432,5	1.516,8	1.635,3
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	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	2.471,9	2.609,5	3.067,7	3.271,3
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	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	1243,9	1263,0	1654,9	1706,2
(b) Pasivos netos por pases	4,4	3,3	43,5	124,2	190,0	232,3	436,0	459,3	14,6	10,5	373,4	579,3	581,9	689,6
(c) Depósitos del Gobierno	434,4	490,2	503,5	500,3	500,9	502,1	536,5	583,6	741,4	655,8	854,6	767,2	830,9	875,5
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	64,2	66,4	62,2	50,2	46,6	43,5	44,2	45,2	44,7	44,3	43,7	43,1	43,0	43,3
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	16,4	14,7	15,8	13,2	13,1	13,9	14,1	14,3	14,1	15,8	17,3	16,9	15,0	15,9
(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)	60,3	59,6	67,2	83,0	92,6	105,3	113,6	121,6	131,5	144,8	175,0	184,3	186,7	203,9
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	43,7	42,5	52,7	56,5	58,5	59,7	59,9	60,0	61,3	63,1	65,8	67,7	69,5	71,5
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)														
Total depósitos (\$ M.M.)	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	5.620,6	5.931,0	6.320,0	6.630,8
Sector privado	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	4.745,8	4.976,4	5.250,6	5.542,7
Sector público	767,4	703,3	784,8	751,7	751,8	729,8	730,8	812,9	823,6	852,0	874,8	954,7	1.069,4	1.088,1
En moneda local (\$ M.M.)	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	4.273,4	4.603,1	4.985,3	5.253,4
Sector privado	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	3.558,8	3.811,9	4.079,5	4.329,5
Sector público	592,0	587,0	643,8	606,9	610,4	594,0	586,3	659,9	668,4	696,0	714,6	791,2	905,7	923,9
En moneda extranjera (\$ M.M.)	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	1.347,1	1.327,9	1.334,7	1.377,5
Sector privado	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	1.187,0	1.164,2	1.171,0	1.213,2
Sector público	175,4	116,2	141,5	144,8	141,4	135,8	144,5	153,0	155,1	156,0	160,1	163,6	163,7	164,3
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	34,7	34,4	33,4	25,1	23,0	20,9	20,8	21,6	21,2	20,7	20,5	19,6	19,2	19,3
Sector privado	30,7	31,6	30,6	22,6	20,6	18,7	18,4	19,0	18,6	18,3	18,1	17,2	16,8	17,0
Sector público	4,0	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3
Tasas de interés nominales														
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	66,8	59,6	71,3	83,5	70,1	63,5	61,4	51,8	45,4	38,6	38,0	38,0	38,0	38,0
Tasas activas (% anual)														
Call en pesos entre bancos privados	70,3	58,2	65,7	69,9	58,8	54,9	47,5	38,6	33,6	29,4	7,6	13,3	15,9	15,6
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ.														
por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	66,9	62,6	77,2	85,5	70,9	64,0	58,6	50,6	43,1	38,6	21,6	20,9	22,7	21,5
Préstamos personales	53,0	65,7	69,4	76,3	75,5	74,2	71,6	69,0	64,0	58,4	53,0	51,2	50,2	50,6
Tasas pasivas (% anual)														
BADLAR	51,7	49,0	54,9	59,1	54,8	45,7	41,8	35,3	32,7	28,5	20,1	22,8	28,5	28,3
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	46,8	45,0	50,2	55,0	52,4	43,9	39,9	34,3	31,3	27,4	24,3	26,2	29,5	29,6
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	51,1	48,4	54,7	59,3	55,0	45,8	42,0	35,5	32,8	28,6	19,7	22,4	27,9	27,8