

# Informe Económico Mensual



**USAL**  
UNIVERSIDAD  
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 180 Año 20 – 12 de febrero de 2020

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

## EL DATO DEL MES

**Inflación.** El IPC aumentó en enero 2,3%, la menor inflación desde julio pasado. La variación del IPC en términos interanuales fue de 52,9%.

## LO QUE HAY QUE SABER

**Reestructuración de la deuda.** Se espera para marzo la propuesta oficial para reestructurar los vencimientos de la deuda pública. El gobierno todavía no ha publicado ningún programa concreto con medidas de estabilización y crecimiento económico sostenible.

**Baja de tasas de interés.** Además de promover una sostenida baja de tasas interbancarias, el BCRA publicó hoy la Com. "A" 6.901 por la cual reducirá las exigencias de encajes a los bancos que presten a micro y pequeñas empresas a una tasa activa máxima de 40% anual, otorgados hasta el día de mañana y 35% nominal anual fija a partir del próximo lunes.

**Coronavirus (COVID-19), fuera de control.** La epidemia de COVID-19 ya registra en China mayor mortalidad que la de SARS en 2003 y no está controlada. El freno en la economía china impacta negativamente en las perspectivas de crecimiento mundial y en los precios de commodities. Se esperan impactos negativos en los países latinoamericanos productores y exportadores de materias primas a China.

**El Brexit es realidad:** El 31 de enero el Reino Unido aprobó su salida de la Unión Europea. Gran Bretaña y la Unión Europea tienen un plazo hasta fin de año para cerrar un acuerdo que regule el futuro de la relación comercial, la movilidad de las personas y la frontera con Irlanda. En el acuerdo de salida se prevé una eventual prórroga del período de transición por 1 o 2 años, que debe acordarse el 1° de julio. Sin acuerdo, Gran Bretaña queda fuera de la Unión Europea sin ningún tratado bilateral.

## LO QUE VIENE

**Ajustes salariales:** comienza la negociación colectiva de salarios de este año. El gobierno prefiere acuerdos trimestrales y por suma fija hasta que se resuelva la renegociación de la deuda pública. La CGT ha dado libertad de acción para los gremios negocien como prefieran, incrementos salariales porcentuales o bien por suma fija.

**Coronavirus:** A pesar de los avances en las investigaciones en varios países, no habría una vacuna disponible al menos hasta el año próximo. La profundización de medidas de aislamiento a medida que avanza la epidemia en China tendrá inevitables consecuencias negativas, tanto en la economía china como en la economía mundial.

## PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE ENERO DE 2020

		2019			2020	Tendencia hasta enero
		Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	
<b>IPC</b> Var. % mensual		3,3%	4,3%	3,7%	2,3%	
<b>IPC</b>		50,5%	52,1%	53,8%	52,9%	Estable
<b>Industria</b> % uso capacidad instalada		62,1%	60,7%	56,9%	s.d.	
		2019			2020	Tendencia hasta enero
		Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	
<b>LELIQ</b> % nom. anual en \$ al último día del mes		68,0%	63,0%	55%	50%	
<b>EMBI Arg</b> Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		2.278	2.262	1.744	2.068	
<b>Dólar</b> \$/U\$S mayorista prom. bancos al último día del mes		58,5	59,9	59,9	60,3	Estable
<b>IVA DGI</b> Recaud. Mensual Var % interanual		31,9%	43,5%	26,2%	35,4%	
<b>Depósitos en pesos</b> Sector privado Var % saldos promedios mensuales		0,0%	1,0%	8,8%	7,9%	
<b>Depósitos en dólares</b> Sector privado Var % saldos promedios mensuales		-8,9%	-9,5%	-1,6%	3,7%	Estable

## 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.	ene-20	Var. % mensual	2,4%	3,5%	
				Var.% interanual	48,6%	50,6%	
	IPC G.B.A	INDEC	Enero 2020	Var. % mensual	1,9%	3,8%	
				Var.% interanual	51,5%	52,9%	
				Var. % mensual	2,3%	3,7%	
				Var.% interanual	52,9%	53,8%	
IPC NACIONAL							

### II. ACTIVIDAD

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior			
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Noviembre 2019	Var. % interanual a p.corrientes	58,8%	59,1%			
	Ventas en Supermercados		Noviembre 2019	Var. % interanual a p.corrientes	51,8%	53,0%			
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Enero 2020	Var.%interanual	-25,6%	-42,7%			
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Noviembre 2019	Var.% mensual (sin estacionalidad)	-1,7%	2,0%			
				Var.% interanual	-1,9%	-0,7%			
				Var. % ene- set '19 vs ene-set '18	-2,3%	-2,3%			
	PBI		3er Trimestre 2019	Var. % ene-set '19 vs ene-set '18	-2,5%	-2,8%			
Actividad Industrial	Índice de Producción Industrial Manufacturero	INDEC	Diciembre 2019	Var.% interanual	1,2%	-4,5%			
				Var. % ene- dic '19 vs ene-dic'18	-6,4%	-7,0%			
	Uso capacidad instalada		Diciembre 2019	% uso capacidad instalada	56,9%	60,7%			
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Diciembre 2019	Var.% interanual	-6,4%	-5,2%			
				Var. % ene- dic '19 vs ene-dic'18	-7,9%	-8,0%			
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Enero 2020	Var % mensual	24,9%	-6,7%			
				Var. interanual	35,4%	26,2%			
	Var % mensual			37,4%	3,7%				
	Var. interanual			38,4%	46,7%				
	Créditos y Débitos en Cta.Cte					Var % mensual	-0,3%	0,3%	
						Var. interanual	47,0%	53,4%	

### III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	5.374	5.893	
			Enero-Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	65.115	59.741	
				Var. % interanual	5,4%	5,8%	
	Importaciones		Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	3.133	3.409	
			Enero-Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	49.125	45.992	
				Var. % interanual	-25,0%	-25,3%	
	Saldo balanza comercial		Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	2.241	2.484	
			Enero- Diciembre 2019	Nivel (U\$S M)	15.990	13.749	

## PANORAMA DE ARGENTINA

### LOS DESAFÍOS PARA EL NUEVO GOBIERNO.

*Héctor Rubini*

**Se aproxima la negociación de los vencimientos de la deuda pública. Si bien no hay turbulencias financieras y se espera una inflación en baja, las autoridades no han dado a conocer qué programa de estabilización y crecimiento van a poner en práctica en su gestión.**

#### 1. *La regla es la incertidumbre*

El verano transcurre con tranquilidad macroeconómica. Habría signos parciales de desaceleración de la caída de la actividad, pero no se observan signos de sólida recuperación. Las autoridades entienden que fomentar el consumo es reactivante y nunca es inflacionario. Algo cierto saliendo de una gran depresión con deflación nominal de ingresos y preciso de bienes y activos financieros y no financieros. No es el caso de Argentina a fin de 2020.

El cuadro de situación heredado se mantiene, en lo fundamental “congelado”, y sin cambios a pesar de la aplicación de un giro visible a una política intervencionista, pero sin plan a la vista. Argentina está bajo racionamiento de divisas y de crédito, niveles elevados de las tasas de interés y de inflación (si bien ambas a la baja), actividad con pocos signos de recuperación y una persistente precarización laboral. En ese sentido reafirmamos nuestra visión planteada en el IEM de diciembre: **para revertir esta realidad superan a cualquier amateur o dogmático principista. Exige equipos profesionales, experimentados y que sigan un plan coherente y realista. Profesionales se ven, pero de poca experiencia, especialmente en materia financiera. La arquitectura del equipo de gestión económica, aun con nuevos funcionarios, no es diferente de la del gobierno anterior (que fracasó) y las autoridades siguen sin dar a entender de manera clara y franca si van a seguir o no un programa de estabilización y crecimiento claramente definido.** Hasta ahora no se ve nada. Sólo primeros pasos atados a las medidas económicas lanzadas en el primer mes de gestión:

El programa de emergencia es una redistribución de ingresos a los sectores de ingresos mínimos por parte del resto, pero por sus características, la incidencia negativa es mayor en los segmentos de clase media y en el agro pampeano.

#### a. **Controles de precios:**

1. Acuerdo con las cámaras farmacéuticas para retrotraer los precios de los medicamentos a los del 6 de diciembre pasado (rebaja promedio del 8%) y su congelamiento hasta fin de enero próximo.
2. Congelamiento de tarifas públicas hasta fin de junio.
3. Congelamiento de transporte público de pasajeros de jurisdicción nacional hasta fin de abril.
4. Congelamiento de precios de combustibles hasta fin de febrero.
5. Programa “Precios cuidados” y exigencias de información a empresas de sectores específicos para controlar subas de precios.

#### b. **Aumento de la presión tributaria:**

1. Suba de retenciones a exportaciones agroalimentarias (Decreto 37/2019 más suba adicional en el proyecto de Ley de Solidaridad y Reactivación Económica). No se derogarían las retenciones a las exportaciones del resto de bienes y servicios.
2. Impuesto de “emergencia” por 5 años con una alícuota de 30% a la compra de divisas para atesoramiento u otro destino no especificado, y a toda compra con tarjeta de crédito o débito de divisas o bienes y servicios provenientes de una contraparte no residente en el país. Exenciones: compras al exterior de medicamentos, libros, e insumos de investigadores que desempeñen en el ámbito estatal.
3. Aumento de las alícuotas del impuesto a los bienes personales.
4. Duplicación de alícuota de impuesto a débitos y créditos bancarios para extracciones bancarias en efectivo de empresas no PYMES.
5. Aumento de Impuestos Internos sobre autos 0 Km. de precio superior a U\$S 28.000.
6. Aumento de la tasa de estadística para importaciones de 2,5% a 3,0%, salvo para importaciones de vacunas y material descartable por parte del Ministerio de Salud, que no tributan aranceles ni IVA a la importación.

**c. Medidas de alivio fiscal**

1. Habilitación a la AFIP para establecer un régimen de reintegros impositivos a personas de bajos ingresos y microemprendedores (el proyecto no prevé plazos).
2. Impuesto a las Ganancias sobre la renta financiera: Queda exenta la renta de depósitos a plazo fijo, obligaciones negociables, títulos públicos, cuotas partes de fondos comunes de inversión abiertos y fideicomisos con oferta pública. Para las personas físicas quedaría exentos los intereses de cajas de ahorro, plazos fijos en pesos (no así los ajustados por UVA) y otros activos que reglamente el BCRA.
3. Condonación de deudas tributarias (incluyendo multas e intereses) y facilidades de pago de obligaciones vencidas por parte de PYMEs, reglamentada a partir de este mes.

**d. Seguridad social**

1. Sustitución por 180 días de uso de fórmula legal para indexar jubilaciones por subas por decreto del P.E.N. a ser anunciada el 14 de febrero.
2. Pago de un “bono” de \$5.000 para diciembre y enero a jubilados y pensionados que perciben la jubilación mínima.
3. Anulación de la baja programada de contribuciones patronales para el sector privado prevista en la reforma tributaria de 2017, pero cómputo parcial de las mismas como crédito fiscal del IVA.

**e. Regulaciones laborales**

1. Doble indemnización por despidos por 180 días.
2. El Poder Ejecutivo quedaría facultado para disponer aumentos salariales para trabajadores de empresas del sector privado de suma fija y eximidos de la obligación de pagos de aportes y contribuciones patronales.

**f. Financiamiento del BCRA al Tesoro con dólares**

El Tesoro podrá endeudarse con el BCRA por hasta U\$S 4.570 millones, entregando a cambio letras a 10 años, y usar esas divisas para pagar vencimientos de la deuda pública.

**g. Financiamiento del FGS-ANSES al Tesoro**

Se elevó hasta 70% el máximo de la cartera de activos del FGS-ANSES que podrá estar invertida en deuda pública del gobierno nacional.

**h. Acuerdo con gobiernos provinciales**

Se dio de baja el Consenso Fiscal del gobierno anterior. La nueva Ley 27.542 fue promulgada el 12 de febrero de 2020 por el Decreto 136/2020, y suspende hasta el 31 de diciembre las rebajas programadas para los impuestos de Sellos y a los Ingresos Brutos, a cambio de que los gobiernos provinciales desistirían de continuar las acciones judiciales por deudas de coparticipación federal y la rebaja del impuesto a las Ganancias y al IVA sobre la canasta básica de alimentos.

**i. Fomento del consumo**

1. Distribución de tarjetas para compra de alimentos (programa “Argentina contra el Hambre”).
2. Relanzamiento programas para compras en cuotas Ahora 3, 6, 12 y 18.

**j. Controles a las importaciones**

1. La Resolución 1/2020 de redujo de 180 a 90 días la vigencia de las licencias no automáticas de importación. Las mismas se extendieron a 400 posiciones arancelarias, con exigencias de información del importador (justificación de la importación, últimos dos balances del importador y planes de importaciones para 2020) y también del proveedor del exterior.
2. Distribución de tarjetas para compra de alimentos (programa “Argentina contra el Hambre”).
3. Relanzamiento programas para compras en cuotas (“Ahora 3, 6, 12 y 18”)

Las medidas más expansivas de la demanda agregada serían el congelamiento de tarifas, combustibles y pasajes y el programa contra el hambre. El saldo podría aproximarse al 0,5% del PBI de fin de 2020. Las subas de suma fija a jubilados llegan a poco más de 0,1% del PBI y las de alivio fiscal representan poco más de 0,2%. **Efecto expansivo directo: 0,8%.**

Por el lado de los recursos fiscales, en términos de PBI, los más significativos son el impuesto a la compra de divisas (0,6%) la suba a las retenciones a las exportaciones (0,5%), y el ahorro por el abandono de la fórmula de indexación

de jubilaciones (0,2%). A esto se agrega la suba de la tasa de impuesto a bienes personales (0,3%), suspensión de la baja de alícuota de Impuesto a las ganancias (0,2%) y de la rebaja a las contribuciones patronales y del plan específico de rebajas para PYMEs (0,1%), y suba de impuestos internos y de la tasa de estadística sobre importaciones (0,1%). **Efecto contractivo directo: 2,0%.**

**El resultado neto del paquete es una reducción del déficit fiscal de 1,2%, aun mayor que el de 2019 (en torno de un punto del PBI).** Una ortodoxia fiscal aceptada por el FMI y los bonistas locales y del exterior. Sin cambios en el crecimiento económico (algo improbable), permitiría alcanzar un superávit primario de poco más de 0,3% del PBI en este año. Su efecto enfriador de la demanda agregada y de la actividad es inevitable, de modo que debe ser complementada con medidas que política para reactivar la oferta, apuntando no sólo al alicaído mercado interno.

Las autoridades muestran un inequívoco interés reparador de los peores efectos del programa aplicad bajo los acuerdos del FMI, pero en su esencia se trata de aumentar transferencias corrientes y la recaudación tributaria. En términos agregados enfriar la demanda agregada, y puede demorar la reactivación de la oferta agregada. El BCRA está impulsando una baja de tasas de interés marcada en las tasas interbancarias y de créditos a grandes empresas, pero no se percibe una baja significativa ni en los créditos para PYMEs ni para los atrasos en pagos por tarjetas de crédito.

Tampoco se percibe un programa antiinflacionario sostenible y creíble, y eso es lo que realmente desalentaría la compra de dólares, y las expectativas inflacionarias. Caso contrario no será fácil pasar a saldos de cuenta corriente de la balanza de pagos permanentemente positivos. Esto exige, forzosamente una mejora en el tipo de cambio real observado y que se aproxime a las estimaciones de tipo de cambio real de equilibrio del sector privado. Fomentar el consumo y la producción interna, y desalentar la de bienes exportables, y sin un programa antiinflacionario creíble, y coherente con cierto sendeor de pagos de la deuda pública (hasta ahora desconocido) no va en esa dirección.

Se entiende la necesidad del equipo económico de no dar ventajas en una negociación de la deuda con bonistas no residentes, pero la falta de señales claras llevó al fracaso de la estrategia de pago “acordado” que intentó el gobierno de la provincia de Buenos Aires, y de las dos licitaciones del Ministerio de Economía para pagar el ahora defaultado bono AF20.

Así como Fidelity y Templeton le dieron la espalda a la provincia de Buenos Aires y al Tesoro en menos de una semana, otros acreedores pueden rechazar las ofertas oficiales. Y en esa alterativa podrían accionar judicialmente contra Argentina, y a otra cosa.

En definitiva, la negociación por la deuda no necesariamente concluirá a fin de marzo como aspira el equipo económico, lo que obligará a las autoridades a definir si efectivamente remitirá al Congreso el proyecto de Ley de Presupuesto 2020 en abril o mayo próximo, y si seguirá o no alguna estrategia diferente a la de utilizar como subas de impuestos y controles de precios, del comercio exterior y del mercado de divisas. Podrán lograrse estabilizaciones transitorias, pero las salidas suelen ser traumáticas, sobre todo si no se percibe desde el sector privado un rumbo definido ni un plan coherente y creíble,

## PANORAMA INTERNACIONAL

### EL SHOCK VIRAL

*Jorge Viñas*

---

**La epidemia de COVID-19 ya registra en China mayor mortalidad que la de SARS en 2003 y todavía no está bajo control. El freno en la economía china impacta negativamente en las perspectivas de crecimiento mundial. La caída de precios de commodities está afectando especialmente a los países latinoamericanos productores de materias primas.**

---

#### *1. Un nuevo shock pone en riesgo el crecimiento global*

**La epidemia del coronavirus (COVID-19) declarada en China a fines de 2019 ya ha cobrado más de 1.350 muertes, superando la mortalidad del brote de SARS del año 2003, cuando el total de víctimas rondó los 800 muertos. El brote actual, ha infectado a más de 60.00 personas en al menos 24 países, en su mayoría en China.** Su expansión

continúa a diario, no siendo posible pronosticar su alcance máximo en cuanto a duración, expansión territorial o cantidad de víctimas<sup>1</sup>. La evaluación de la situación se torna aún más compleja al considerar la falta de transparencia en la información provista por las autoridades chinas.

En **China**, la virulencia de la epidemia y las medidas de contención y prevención adoptadas por las autoridades y por las empresas, han causado una fuerte parálisis de la actividad económica. Numerosas ciudades grandes en cuarentena, cierres de plantas industriales y locales comerciales, suspensión de actividades que impliquen aglomeración de gente se verán reflejados en abruptas caídas en los indicadores económicos del primer trimestre de 2020.

Algunas proyecciones preliminares apuntan a que el crecimiento del PIB del primer trimestre se desaceleraría a sólo 1% trimestral anualizado, frente al 6% del último trimestre de 2019. Siendo China la segunda economía del mundo, semejante disrupción en el desarrollo normal de las actividades tendrá severas repercusiones negativas en la economía global.

La transmisión al **resto del mundo**, además del impacto directo sobre los sectores de transporte y turismo internacional por las restricciones y cancelaciones de viajes, se da por dos canales:

- 1) **la interrupción en la cadena de producción de sectores integrados internacionalmente**, como el sector de alta tecnología, en el cual China ocupa un rol clave, afectando a las grandes empresas tecnológicas de EE.UU. y Europa, así como a los proveedores de partes e insumos del resto de Asia; y
- 2) **la merma en la demanda de materias primas**, en las que China tiene una incidencia determinante en el mercado internacional, afectando principalmente a países productores de commodities, como Australia y Canadá entre los países desarrollados, y la mayor parte de Latinoamérica entre el grupo de países emergentes.

Hasta ahora, los mercados financieros han reaccionado con calma a esta nueva amenaza para el crecimiento global. Cabe recordar que el año 2019 había cerrado con un tono claramente optimista. Varios factores, como el acuerdo de “fase 1” entre EE.UU. y China que puso un freno en la guerra comercial, el acuerdo entre la UE y el Reino Unido que evitó un Brexit “duro”, o el hecho de que no se haya espiralizado la violencia en Medio Oriente entre EE.UU. e Irán, habían contribuido a reducir los riesgos de una recesión global en 2020. También la intervención de la Fed, retomando las bajas de tasas y la inyección de liquidez de corto plazo desde mediados de 2019, había tenido un rol clave para morigerar los riesgos.

En este contexto, el nuevo shock que representa la epidemia del COVID-19 no ha sido suficiente hasta ahora para alterar la tendencia alcista subyacente en los mercados financieros globales. Tras una incipiente corrección a mediados de enero, el índice mundial de acciones se ha aproximado nuevamente a su máximo histórico.

El mercado de EE.UU. sigue liderando las subas: al cierre del 11 de febrero, tanto su índice principal (S&P500) como el índice de acciones tecnológicas (Nasdaq) alcanzaron un nuevo máximo histórico, acumulando en lo que va del año 2020 subas de 3,9% y 7,4%, respectivamente. En cambio, las acciones chinas sufrieron de lleno el impacto del shock, y acumulan una baja del 7,2% desde mediados de enero, aunque muestran una recuperación en la última semana.

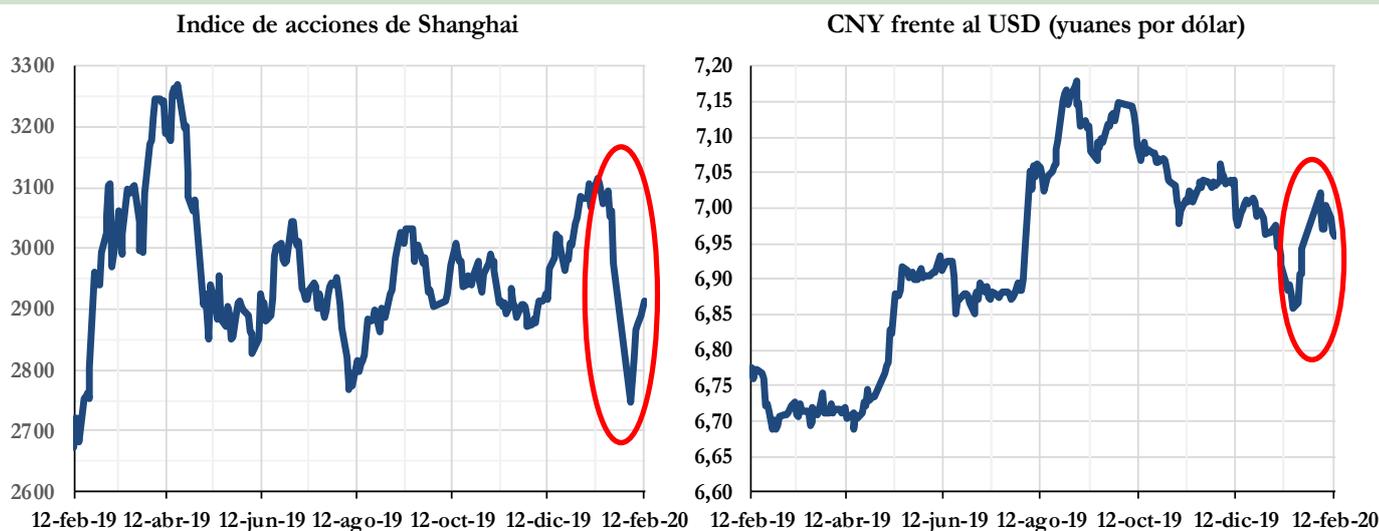
En la misma línea, la moneda china registró una depreciación de más del 2% frente al dólar estadounidense, pero se ha estabilizado en torno a 7 yuanes por dólar en la última semana (véase el gráfico 1).

La resiliencia que muestran en general los mercados financieros encuentra dos fundamentos. En primer lugar, la convicción de que las medidas extraordinarias de estímulo adoptadas por el gobierno de China serán suficientes para contrarrestar el impacto negativo de la epidemia sobre la actividad económica.

---

<sup>1</sup> Algunos observadores han tomado la disminución en el ritmo de crecimiento de nuevos casos declarados y de casos en observación que se ha detectado desde principios de febrero, como una señal alentadora, pero dicha desaceleración no es lo suficientemente significativa como para anticipar un cambio de tendencia, lejos de poder afirmar que el virus está bajo control. Por otra parte, los especialistas señalan que demorará varios meses desarrollar una vacuna eficaz.

**GRÁFICO 1. CHINA. REACCIÓN DE LAS ACCIONES Y DE LA MONEDA A LA EPIDEMIA DEL COVID-19**



Fuente: Bloomberg

En la primera semana de febrero el Banco Popular de China (BPCH) inyectó liquidez adicional en el sistema financiero y bajó 10 puntos básicos (p.b.) la tasa de interés para las operaciones de mercado abierto, por segunda vez en el año, mientras que los gobiernos locales entregaron subsidios y postergaron cobro de impuestos al sector empresario. Se espera que la política fiscal que ya tenía un sesgo expansivo previsto para 2020, se intensifique aún más. En segundo lugar, la referencia histórica a lo que ocurrió con el brote de SARS en 2003, indica que una vez que se logró contener la expansión del virus y la epidemia comenzó a superarse, la recuperación de la actividad económica en China fue veloz, adoptando la forma de “V”.

Sin embargo, la comparación con la epidemia de SARS puede ser engañosa, más allá de que en el caso actual todavía aún no se puede afirmar que el brote esté bajo control y no parece inminente que empiece a retroceder. Una diferencia clave es que, en el año 2003, la economía de China crecía sostenidamente a ritmo de dos dígitos (las famosas “tasas chinas”), lo que le daba una fuerza y un impulso subyacente que, apenas retrocedió el virus, le permitió retomar rápidamente la senda de crecimiento. En la actualidad, en cambio, la economía china viene mostrando dificultades para sostener un ritmo de crecimiento del 6%, alrededor de la mitad del ritmo de la década anterior, por lo que podría costarle más retomar el crecimiento una vez superada la epidemia. Por otra parte, está por verse la efectividad de las medidas de estímulo oficiales, ya que los desequilibrios que arrastra la economía china, en especial el alto nivel de endeudamiento corporativo y de las empresas estatales, podría neutralizar su impacto positivo.

En EE.UU., el presidente de la Fed, Jerome Powell, afirmó en una exposición en el Congreso el 11 de febrero que la institución que preside está siguiendo con suma atención la evolución de la epidemia del COVID-19 en China, aunque destacó que por el momento la economía de EE.UU. muestra un desempeño favorable, tanto en materia de actividad económica y empleo como en lo referente a la inflación. La cotización de mercado de los futuros de tasa de Fondos Federales descuenta una probabilidad superior al 50% de que la Fed lleve a cabo una reducción de 25 p.b., desde el rango actual de 1,50-1,75%, durante el segundo semestre de 2020. **La perspectiva de un impacto negativo de la epidemia que afecta a China, junto con la expectativa de que la Fed actuará para contrarrestar dicho impacto, ha llevado a un descenso de las tasas de interés de mercado. El rendimiento del bono del Tesoro a 10 años se ubica al cierre del 11 de febrero en 1,6%, cerca del piso del rango 1,5-2,0% en el que se mantiene desde agosto de 2019.**

La Eurozona, en cambio, parece menos preparada para enfrentar un shock externo adverso prolongado. En primer lugar, arrastra un ritmo de actividad económica débil desde fines de 2018. El crecimiento anual del PIB en 2019 se redujo al 1,2%, mientras que el crecimiento anualizado del cuarto trimestre fue de sólo 0,4%. En segundo lugar, el BCE, bajo la nueva conducción de Christine Lagarde, está embarcado en una revisión integral de la política monetaria, que abarca la fijación de metas, el diseño del esquema de política y las herramientas para su ejecución. De dicho proceso, no sería extraño que surja un sesgo menos expansivo de la política monetaria respecto al que tuvo vigencia especialmente bajo la conducción de Mario Draghi.

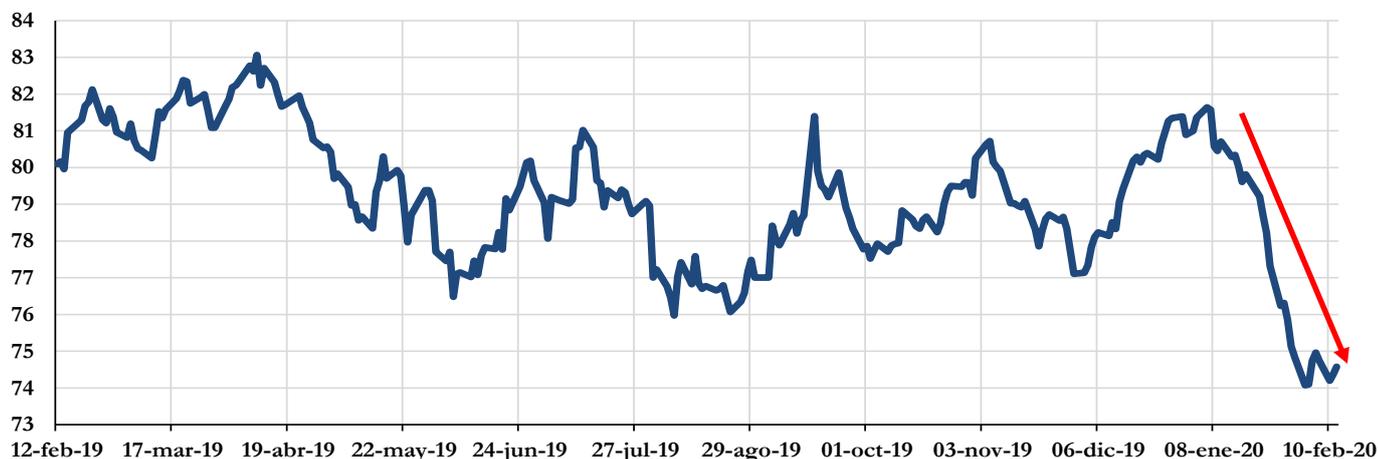
Esto se debe a que el QE está enfrentando una fuerte resistencia en el seno del BCE, mientras que las tasas negativas están evidenciando efectos colaterales nocivos para el sistema financiero europeo que desaconsejan su empleo. De este modo, difícilmente puedan esperarse estímulos adicionales por parte del BCE. Mientras que, en materia fiscal, la falta de avance institucional hacia una mayor integración limita el margen de maniobra de la Comisión Europea para aplicar estímulos significativos a escala regional.

## 2. *Latinoamérica contagiada por los commodities*

Donde más se ha sentido el impacto adverso de la epidemia del COVID-19 es en los mercados de commodities. El índice de precios de commodities que elabora Bloomberg acumula una caída del 8% en lo que va de 2020 (al 11 de febrero, véase el gráfico 2).

Dicha disminución está amortiguada por la performance positiva que muestra el oro, que acumula una suba de 3% en lo que va del año, debido a su carácter de refugio de valor en momentos de incertidumbre. Las caídas más fuertes se observan en el petróleo, con bajas del orden del 17% en lo que va del año, mientras que en los commodities industriales (cobre, aluminio, níquel) y en los agrícolas (soja, maíz, trigo, algodón, carne), las caídas oscilan entre el 2% y el 8%.

**GRÁFICO 2. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE COMMODITIES DE BLOOMBERG**



Fuente: Bloomberg

Además del impacto directo de la caída de la demanda de China, los precios de los commodities también están sufriendo por la reciente apreciación del dólar estadounidense frente a las principales divisas, teniendo en cuenta la correlación negativa que históricamente los precios de los commodities han mantenido con el valor del dólar.

El Dollar Index (DXY), que mide la cotización del dólar frente a una canasta de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU., acumula una apreciación del 2% en lo que va de 2020, alcanzando su nivel más alto desde mediados de octubre, debido a la mejor posición relativa de EE.UU. para afrontar el shock adverso y al carácter de refugio de valor en momentos de incertidumbre que históricamente ha tenido el dólar para los inversores de todo el mundo.

De esta forma, los países latinoamericanos, que arrastraban una coyuntura económica y social complicada del año 2019, pero arrancaron el nuevo año con renovadas expectativas de mejora en el crecimiento económico que les permitiera aliviar las crecientes tensiones internas, deben afrontar un nuevo shock externo que los afecta negativamente en forma doble, tanto por el lado de menores precios como por una reducción de las cantidades exportadas a China.

En el caso de **Brasil**, principal economía de la región, el año 2020 había arrancado con perspectivas favorables de que por fin la tan esperada y postergada recuperación económica estaba llegando. Se proyectaba un crecimiento del PIB del 2,2% para el año actual, todavía modesto pero el doble del anémico 1,1% del 2019. Pero ahora reaparecen los temores a una nueva decepción. Como consecuencia del deterioro del panorama de exportaciones, que llevaría a un incremento en el déficit de cuenta corriente, el real brasileño (BRL) está registrando una depreciación significativa frente al dólar estadounidense.

GRÁFICO 3. BRASIL. EVOLUCIÓN DEL BRL FRENTE AL USD (REALES POR DÓLAR)



Fuente: Bloomberg

En efecto, el BRL que acumula una caída de 7,5% en lo que va del año, cerrando el 11 de febrero en un nuevo récord histórico de 4,33 reales por dólar (véase el gráfico 3). El Banco Central de Brasil (BCB), en su reunión del 5 de febrero decretó una baja de 25 p.b. en la tasa de referencia SELIC, al mínimo histórico de 4,25%, pero señaló que el ciclo de baja de tasas ha llegado a su fin.

En el caso de **Chile**, el cierre del año 2019 había traído un leve alivio a la crisis política y social que paralizó al país durante octubre y noviembre, especialmente luego del acuerdo alcanzado para iniciar el proceso de reforma de la constitución nacional.

En este contexto, la caída del precio internacional del cobre, principal producto de exportación de la economía trasandina y fuente de ingresos fiscales, constituye una pésima noticia. También el efecto de la caída de la demanda de China se siente en menores embarques de pescado y frutas frescas. El deterioro del frente exportador conspira contra las posibilidades de recuperación de la economía, fuertemente castigada por los paros y destrozos.

El peso chileno (CLP) que estaba mostrando una incipiente recuperación tras la fuerte depreciación que llevó su cotización a un pico de 830 pesos por dólar a fines de noviembre de 2019, ha empezado a debilitarse nuevamente, alterando la percepción de estabilización financiera. Esto limita el margen del Banco de Chile para utilizar la política monetaria para contrarrestar el shock externo negativo.

La caída del precio del cobre también afecta a **Perú**, más aún si se tiene en cuenta que a China se dirige el 34% del total de exportaciones peruanas. Mientras que el derrumbe experimentado por el precio del petróleo afecta principalmente a **Colombia**, otro país de la región donde la desaceleración del crecimiento en los últimos años ha llevado a un creciente descontento social. En el caso de **México**, el impacto directo de la caída del nivel de actividad en China es menos significativo y se da principalmente a través de las perspectivas de menor crecimiento en EE.UU., principal socio comercial del país azteca.

### 3. EE.UU.: el año electoral se pone en marcha con ventaja para Trump

Las primarias demócratas del estado de Iowa celebradas el 3 de febrero dieron comienzo a un largo calendario electoral que derivará en las elecciones presidenciales a celebrarse el segundo martes de noviembre. En dicha carrera Donald Trump, tras salir ileso como se esperaba del proceso de *impeachment* impulsado por los Demócratas en el Congreso<sup>2</sup>, parece arrancar con ventaja.

La fortaleza de la economía de EE.UU., especialmente en lo que respecta al elevado nivel de empleo, es un pilar clave para cimentar sus posibilidades de reelección. Para potenciar dichas posibilidades, Trump ha salido a impulsar una

<sup>2</sup> El presidente fue absuelto por la mayoría Republicana en el Senado el 5 de febrero.

extensión de las rebajas de impuestos aprobada bajo su gestión a fines de 2017, muchas de las cuales caducan entre 2020 y 2021. Si bien parece una tarea difícil de concretar dado que ya no dispone de mayoría en la Cámara de Representantes, será un arma de campaña para buscar mantener a los demócratas a la defensiva.

Otro factor que por el momento juega a favor de Trump es la falta de definición de un candidato fuerte de la oposición demócrata, algo que posiblemente deba esperar a marzo, cuando los resultados del “Súper Martes”<sup>3</sup> permitan ir perfilando al ganador de la interna partidaria. Uno de los candidatos que a priori se presentan con chances relevantes es Bernie Sanders, cuyas iniciativas radicales en materia impositiva y social podrían espantar al votante independiente, lo que le facilitaría la tarea a Trump. Sanders se impuso en la accidentada primaria de Iowa, donde problemas técnicos entorpecieron el recuento y llevaron a cuestionamientos. Pero es solo el inicio de una larga contienda en un estado poco relevante en caudal de votos. Todavía falta que se sume a la competencia Michael Bloomberg, que por falta de estructura no compite en todos los estados pequeños. El juego sigue muy abierto.

Hasta ahora, los mercados financieros se han mostrado entusiastas con la posibilidad de reelección de Trump, siendo la promesa de nuevas rebajas impositivas un aliciente importante para tal entusiasmo. Por el momento sigue sin prestarse atención al incremento del déficit fiscal provocado por las rebajas impositivas, que ya supera 1 billón de dólares anuales. Pero la carrera es larga y no estará exenta de sorpresas.

El avance de las primarias demócratas hacia la definición de un candidato, así como eventuales errores del propio Trump, podrían alterar la balanza y generar incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros. Por ejemplo, una consolidación de la candidatura de Sanders a priori favorece las chances de Trump, pero si luego de erigido como candidato Sanders empezara a subir en las encuestas, sería un factor de gran preocupación. En modo inverso, un candidato demócrata moderado, no sería visto como una gran amenaza, pero sus chances de ganar podrían ser mayores y generar un escenario de resultado abierto hasta el final. Sin dudas va a ser un año movido en el frente político.

## **BEXIT, POR AHORA, NADA CAMBIA**

*Leandro Marcarian*

---

**El 31 de enero el Reino Unido finalmente aprobó su salida de la Unión Europea. Las partes tienen un plazo hasta fin de año para cerrar un acuerdo que regule el futuro de la relación comercial, la movilidad de las personas y la frontera con Irlanda. De no lograrse, y luego de una eventual prórroga, el Brexit sin acuerdo será finalmente una realidad.**

---

### *1. ¿Qué pasa ahora?*

Después de casi tres años del referéndum que dio origen al Brexit, el 31 de enero pasado a las 00:00 (horario continental), el Reino Unido (RU) finalmente salió de forma oficial de la Unión Europea (UE). Boris Johnson se anota así una gran victoria política.

Aquí cabe recordar que su antecesora, Theresa May, fracasó en tres intentos aprobar en el Parlamento un acuerdo de divorcio con la Unión. Johnson se valió de un artilugio parlamentario para ello. Esto es, apenas asumido, y ante las dudas de que su acuerdo tampoco sea aprobado, decidió llamar a nuevas elecciones en diciembre pasado, donde obtuvo la mayoría que necesitaba para la aprobación. En ese momento, se fijó la fecha de salida de UE para el 31 de enero de 2020.

La realidad es que, más allá del significado político que tiene la salida, por el momento nada cambia. El 31 de enero simplemente marca el inicio de otro periodo de transición donde nuevamente las autoridades del RU y la UE deberán sentarse a negociar sobre los temas más calientes del acuerdo:

- El futuro de la relación comercial
- La movilidad de las personas entre ambas entidades
- La frontera entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda
- El costo del divorcio para el Reino Unido

---

<sup>3</sup> Día en el que se celebran simultáneamente las elecciones primarias en varios estados importantes, que suelen aportar votos decisivos para la definición de las candidaturas. Este año será el 3 de marzo.

La discusión del acuerdo de divorcio siempre contempló esos mismos temas. Es decir, poco o nada cambiará en la vida de los europeos por el momento. Se mantienen las normas vigentes para viajes intra UE/RU, se mantienen las libertades de vivir y trabajar dentro de la UE/RU y se mantiene la relación comercial como hasta el momento. Simplemente se impone una nueva fecha límite.

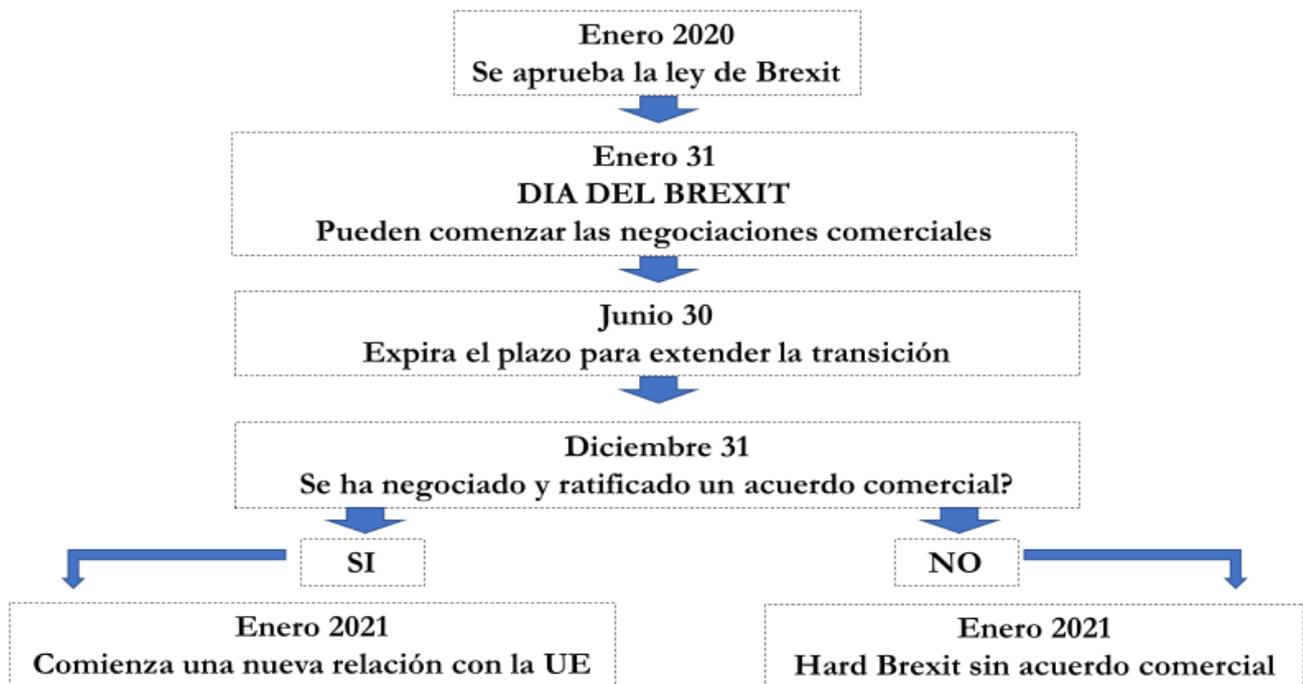
Durante la transición, el Reino Unido continuará aplicando las leyes de UE, aunque se lo tratará como una tercera parte y ya no tendrá representación en las instituciones de la UE. Este periodo de transición tiene duración de un año con la posibilidad de extensión por uno o dos años más, si ambas partes lo consideran necesario.

La fecha estipulada para imponer la extensión fue definida para el 1 de julio de 2020. En rigor, podría decirse que lo que acordó hasta ahora fue un gran acuerdo marco. En esta nueva fase lo que se debe hacer es llegar a un acuerdo final y detallado entre las partes.

Lo que se lee de esto es que el fantasma de un Brexit sin acuerdo sigue vivo. El primer ministro Johnson anunció que no hará uso de la prórroga, por lo que los plazos se acortan. Tal vez la principal fuente de conflicto siga siendo la negociación sobre el futuro de la relación comercial.

La cronología es la siguiente:

**GRÁFICO 1. CRONOLOGÍA DEL BREXIT HASTA ENERO 2021.**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la BBC

Ambos bloques desean alcanzar un tratado de libre comercio, sin embargo, existen escollos que deben esquivar. Uno de ellos es la decisión sobre qué tan lejos se le permitirá al RU alejarse de las regulaciones comerciales existentes dentro de la UE, conocidas como el “campo de juego nivelado”. Sin ir más lejos, hace pocos días la UE encendió las alarmas acusando al RU de un posible dumping futuro. El negociador principal del bloque Michel Bernier insistió en que el país saliente debe comprometerse a prevenir la competencia desleal si desea tener acceso al Mercado Común.

Con respecto a la movilidad de las personas, el secretario para Brexit del gobierno británico prometió un régimen especial para la ciudad de Londres. No es secreto que la capital del Reino Unido es una de las ciudades más pujantes del continente y del mundo, por lo que el gobierno busca minimizar las interferencias a la movilidad que genere el Brexit, al menos para la ciudad capital. Con eso en mente, se está trabajando en una regulación migratoria diferenciada para viajes

entre sucursales o subsidiarias de una misma empresa entre el continente y la isla. Dicha regulación buscaría eliminar el control de pasaportes para estos viajes intra empresa (bajo la forma de un permiso de trabajo especial) desde y hacia la ciudad de Londres. Para el resto del país, Brexit implicaría la pérdida del beneficio actual de libre movilidad de personas, por lo que cualquier europeo que quiera ingresar a cualquier otra ciudad del RU deberá someterse a control de pasaportes, y viceversa.

Otro tema difícil a tratar en esta nueva transición es la frontera entre las Irlandas. La no existencia de barreras físicas entre ambos países fue una de las condiciones que se impusieron para lograr el fin de la lucha independentista. El acuerdo de May incluía el llamado *backstop*. Esto significaba que mientras no se acordara un plan de divorcio definitivo, el Reino Unido se mantendría en una unión aduanera con la Unión Europea, con Irlanda del Norte obligada a alinearse con ciertas reglas del Mercado Común Europeo.

Esto fue fuertemente criticado por Johnson quien encontró una salida no menos controversial. En el acuerdo de divorcio finalmente aceptado, Johnson dispuso llevar las barreras aduaneras a la frontera marina, en lugar de la terrestre. O sea, los productos serán revisados (en términos de normas de calidad e imposición de aranceles, tarifas e impuestos) en los puertos. De esta forma se evitará una frontera “dura” en el territorio entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda, manteniendo el compromiso firmado durante el llamado Acuerdo de Viernes Santo, que dio fin a las hostilidades entre ambos países. Cualquier producto que salga de Inglaterra e ingrese en Irlanda del Norte deberá pagar tarifas e IVA, dado que la frontera se oficializará en los puertos. Luego, solo la parte de esos envíos que no salga de Irlanda del Norte es pasible de solicitar un reembolso por esos tributos. El resto, será considerado exportaciones, por lo que no tendrán derecho a reembolso. El sistema resultante es, como mínimo, complicado, pero ambas partes parecen preferir mayores trabas burocráticas a romper con el acuerdo de Viernes Santo.

El último tema que aparece en el horizonte para Johnson es el costo del divorcio con la Unión. Más allá del costo formal que el Reino Unido deberá afrontar (los compromisos preexistentes plasmados en los presupuestos plurianuales de la UE), estimado en aproximadamente £39 mil millones (monto que también seguirá bajo debate en esta transición), el gobierno inglés deberá hacer frente a costos asociados a la pérdida de competitividad que se estima surgirán como resultado del Brexit. El Bank of England presentó un trabajo, discutido en el Informe Económico Mensual del mes de abril, donde estudia los efectos de distintos escenarios de Brexit sobre el PBI a 15 años. Todos esos escenarios muestran una caída del producto en relación a si el Reino Unido se hubiese mantenido dentro de la Unión.

Nuevas estimaciones realizadas por Bloomberg Economics dan cuenta de un costo equivalente a £200 mil millones, £130 de los cuales vienen acumulados desde la votación del referéndum en 2016, más un estimado de £70 adicionales para 2020. El mismo informe estima al PBI actual del RU un 3% por debajo que el obtenible de haber votado mantenerse dentro de la Unión. Lo sorprendente de este monto es que las contribuciones totales que el RU hizo a la Unión desde 1973 hasta 2020 se estiman en aproximadamente £215 mil millones. **Los críticos del Brexit pueden afirmar entonces, que el Brexit duplicó los costos para al RU en solo 4 años, cuando una de las motivaciones para salir de la UE era justamente eliminar esos aportes y tener control total sobre los recursos del gobierno.**

En resumen, el 31 de enero solo marcó el inicio de otra carrera contra el reloj. Las partes tienen un año para llegar a un acuerdo o de lo contrario, el tan temido hard brexit finalmente se hará realidad. Los desafíos por delante son grandes, los tiempos, cada vez más cortos y las proyecciones futuras desalentadoras.

## PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2020		febrero				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
17	18	19	20	21	22	23
	INDEC: Canasta Básica Alimentaria y Total. Enero 2020.	INDEC: Índice de Costo de la Construcción. Índices de Precios Mayoristas. Enero 2020. Bureau of Labor Services (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Enero 2020.	IBGE (Brasil): Índice de Precios al Consumidor IPCA-15. Febrero 2020.	INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE). Diciembre 2019. Intercambio Comercial Argentino (ICA). Enero 2020.		
24	25	26	27	28	29	01
		INDEC: Encuesta Nacional de Centros de Compras . Encuesta Nacional de Supermercados y Autoservicios Mayoristas. Diciembre de 2019.		INDEC: Índice de Salarios. Diciembre de 2019.		
2020		marzo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
02	03	04	05	06	07	08
	BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado.		INDEC: índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Enero de 2020. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Enero de 2020	BCRA: Informe Monetario Mensual. Bureau of Labor Services (EE.UU.): Situación del empleo. Febrero 2020.		
09	10	11	12	13	14	15
		Bureau of Labor Services (EE.UU.): Índice de Precios al Consumidor. Febrero 2020. IBGE (Brasil): Índice Nacional de Precios al Consumidor. Febrero 2020.	INDEC: IPC. Febrero 2020. Bureau of Labor Services (EE.UU.): Índice de Precios al Productor. Enero 2020.	Bureau of Labor Services (EE.UU.): Índice de Precios de Importación y Exportación. Febrero 2020.		

**INDICADORES**

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

Indicador	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20
<b>Confianza del Consumidor (UTDT)</b>													
Indice	33,1	36,0	34,8	34,4	36,5	40,6	44,2	41,9	42,1	43,8	41,4	42,4	43,0
Var. % m/m	-8,0%	8,9%	-3,5%	-1,1%	6,0%	11,2%	8,9%	-5,2%	0,6%	4,0%	-5,5%	2,4%	1,60%
Var. % a/a	-26,7%	-17,8%	-20,6%	-14,2%	1,1%	12,8%	21,9%	15,5%	24,9%	34,1%	28,8%	17,7%	30,0%
<b>Indicadores de Actividad</b>													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-5,7%	-4,7%	-7,0%	-1,2%	2,7%	0,3%	0,5%	-3,8%	-2,1%	-0,7%	-1,9%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	0,6%	0,2%	-1,1%	0,5%	0,0%	-0,5%	1,3%	-1,0%	-1,6%	2,0%	-1,7%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-53,4%	-58,8%	-57,6%	-60,9%	-63,1%	-34,1%	-15,8%	-27,2%	-37,0%	-26,9%	-30,8%	-35,7%	-14,4%
Var m/m, con estacionalidad	-38,0%	1,2%	10,9%	-15,5%	-1,8%	30,6%	7,5%	-3,1%	-10,2%	1,2%	-15,8%	36,0%	-17,4%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-10,4%	-6,2%	-12,3%	-8,7%	-5,4%	-6,1%	-1,9%	-1,1%	-2,2%	-2,2%	-0,5%	s/d	s/d
Var m/m, desest.	0,3%	0,0%	-0,1%	0,3%	2,0%	-1,8%	1,2%	1,2%	-1,0%	-0,9%	1,1%	s/d	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-11,1%	-8,4%	-14,1%	-8,9%	-6,9%	-7,2%	-1,9%	-6,4%	-5,1%	-2,3%	-4,5%	1,2%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-15,7%	-5,3%	-12,3%	-7,5%	-3,5%	-11,8%	-1,7%	-5,9%	-8,5%	-9,5%	-5,2%	-6,4%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-20,1%	-13,2%	-16,3%	-17,1%	-12,1%	-13,9%	-7,5%	-7,5%	-6,7%	8,8%	12,7%	9,3%	s/d
Var. % m/m, desest.	3,3%	5,3%	9,7%	3,7%	-1,4%	-0,5%	2,8%	-4,0%	-1,5%	5,1%	-1,6%	-15,6%	s/d
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-14,2%	1,5%	-12,0%	-5,1%	4,7%	-11,3%	5,4%	-5,9%	-6,7%	-8,5%	-9,8%	-9,1%	-14,3%
<b>Indicadores del Sector Externo</b>													
Exportaciones en USD	4.586	4.464	5.136	5.305	6.017	5.235	5.856	5.568	5.746	5.889	5.893	5.374	s/d
Var. % a/a	-4,7%	3,7%	-5,0%	1,9%	16,5%	1,9%	8,3%	7,5%	14,1%	9,1%	10,1%	0,7%	s/d
Importaciones en USD	4.214	4.004	3.953	4.174	4.644	4.174	4.905	4.400	4.002	4.121	3.409	3.133	s/d
Var. % a/a	-26,5%	-22,9%	-33,7%	-31,6%	-28,0%	-23,5%	-20,6%	-30,3%	-14,9%	-18,8%	-21,9%	-20,0%	s/d
Saldo Comercial en USD	372	460	1.183	1.131	1.373	1.061	951	1.168	1.744	1.768	2.484	2.241	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	204,6	204,6	203,0	202,5	199,9	213,3	203,1	199,7	204,2	212,7	209,7	214,5	217,9
Var. % a/a	0,7%	-3,9%	-6,5%	-9,4%	-12,2%	-1,1%	-2,0%	-3,7%	2,0%	4,4%	4,5%	6,0%	6,5%

Indicador	Ene-19	Feb-19	Mar-19	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20
<b>Indicadores Monetarios</b>													
<b>Saldos promedio mensuales</b>													
<b>Base Monetaria (\$ M.M.)</b>	<b>1.345,6</b>	<b>1.343,2</b>	<b>1.314,4</b>	<b>1.324,8</b>	<b>1.342,6</b>	<b>1.341,9</b>	<b>1.382,2</b>	<b>1.323,9</b>	<b>1.349,0</b>	<b>1.385,5</b>	<b>1.580,7</b>	<b>1.715,6</b>	<b>1.689,9</b>
Circulante	835,8	805,7	807,1	816,9	823,5	850,4	904,3	907,3	920,0	933,83	938,2	1.053,0	1.135,6
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.296,8	1.356,4	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
(a) Deuda Remun. (LELIQ+NOCOM)	806,2	884,8	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	1024,652
(b) Pasivos netos por pasas	13,2	3,2	3,4	1,2	5,2	4,4	3,3	43,5	124,2	190,0	232,3	436,0	459,26
(c) Depósitos del Gobierno	477,4	468,4	494,5	677,9	502,3	434,4	490,2	503,5	500,3	500,9	502,1	536,5	583,6
<b>Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)</b>	<b>66,2</b>	<b>67,0</b>	<b>68,0</b>	<b>72,7</b>	<b>67,7</b>	<b>64,2</b>	<b>66,4</b>	<b>62,2</b>	<b>50,2</b>	<b>46,6</b>	<b>43,5</b>	<b>44,2</b>	<b>45,2</b>
<b>Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)</b>	<b>14,8</b>	<b>14,3</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>	<b>16,9</b>	<b>16,4</b>	<b>14,7</b>	<b>15,8</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>13,9</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>
<b>(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)</b>	<b>51,5</b>	<b>51,2</b>	<b>51,8</b>	<b>52,4</b>	<b>56,5</b>	<b>60,3</b>	<b>59,6</b>	<b>67,2</b>	<b>83,0</b>	<b>92,6</b>	<b>105,3</b>	<b>113,6</b>	<b>121,6</b>
<b>Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)</b>	<b>37,4</b>	<b>38,4</b>	<b>41,4</b>	<b>43,2</b>	<b>44,9</b>	<b>43,7</b>	<b>42,5</b>	<b>52,7</b>	<b>56,5</b>	<b>58,5</b>	<b>59,7</b>	<b>59,9</b>	<b>60,01</b>
<b>Depósitos bancarios</b>													
<b>Saldos promedio mensuales</b>													
<b>Total depósitos (\$ M.M.)</b>	<b>3.970,1</b>	<b>4.022,6</b>	<b>4.154,1</b>	<b>4.228,4</b>	<b>4.390,0</b>	<b>4.398,2</b>	<b>4.400,6</b>	<b>4.761,7</b>	<b>4.427,2</b>	<b>4.352,9</b>	<b>4.262,8</b>	<b>4.462,9</b>	<b>4.797,0</b>
Sector privado	3.105,3	3.211,4	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
Sector público	864,8	811,2	800,5	783,9	816,4	767,4	703,3	784,8	751,7	751,8	729,8	730,8	812,9
<b>En moneda local (\$ M.M.)</b>	<b>2.742,4</b>	<b>2.755,5</b>	<b>2.747,0</b>	<b>2.730,8</b>	<b>2.820,3</b>	<b>2.878,6</b>	<b>2.940,9</b>	<b>3.020,8</b>	<b>3.001,8</b>	<b>3.005,6</b>	<b>3.012,5</b>	<b>3.218,8</b>	<b>3.501,7</b>
Sector privado	2.003,2	2.074,1	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
Sector público	739,2	681,4	623,0	577,3	617,3	592,0	587,0	643,8	606,9	610,4	594,0	586,3	659,9
<b>En moneda extranjera (\$ M.M.)</b>	<b>1.246,0</b>	<b>1.267,1</b>	<b>1.407,1</b>	<b>1.497,6</b>	<b>1.569,6</b>	<b>1.519,6</b>	<b>1.459,7</b>	<b>1.740,8</b>	<b>1.425,3</b>	<b>1.347,3</b>	<b>1.250,3</b>	<b>1.244,0</b>	<b>1.295,2</b>
Sector privado	1.102,0	1.137,3	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
Sector público	143,9	129,8	178,0	206,7	199,8	175,4	116,2	141,5	144,8	141,4	135,8	144,5	153,0
<b>En moneda extranjera (U\$S M.M.)</b>	<b>33,3</b>	<b>33,0</b>	<b>34,2</b>	<b>34,7</b>	<b>35,0</b>	<b>34,7</b>	<b>34,4</b>	<b>33,4</b>	<b>25,1</b>	<b>23,0</b>	<b>20,9</b>	<b>20,8</b>	<b>21,6</b>
Sector privado	29,5	29,7	29,9	29,9	30,5	30,7	31,6	30,6	22,6	20,6	18,66	18,36	19,04
Sector público	3,8	3,4	4,3	4,8	4,5	4,0	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6
<b>Tasas de interés</b>													
<b>Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual</b>	<b>57,4</b>	<b>47,6</b>	<b>61,2</b>	<b>68,5</b>	<b>71,8</b>	<b>66,8</b>	<b>59,6</b>	<b>71,3</b>	<b>83,5</b>	<b>70,1</b>	<b>63,5</b>	<b>61,4</b>	<b>51,8</b>
<b>Tasas activas (% anual)</b>													
Call en pesos entre bancos privados	54,1	43,7	51,9	64,5	68,0	70,3	58,2	65,7	69,9	58,8	54,9	47,5	38,6
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	61,1	52,0	60,6	68,9	73,3	66,9	62,6	77,2	85,5	70,9	64,0	58,6	50,6
Préstamos personales	64,1	62,1	60,6	63,4	67,0	53,0	65,7	69,4	76,3	75,5	74,2	71,6	69,0
<b>Tasas pasivas (% anual)</b>													
BADLAR	45,7	38,0	40,4	48,5	52,5	51,7	49,0	54,9	59,1	54,8	45,7	41,8	35,3
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	41,0	35,3	36,3	42,4	48,6	46,8	45,0	50,2	55,0	52,4	43,9	39,9	34,3
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	45,3	38,0	40,5	48,2	52,1	51,1	48,4	54,7	59,3	55,0	45,8	42,0	35,5