

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 183 Año 20 – 18 de mayo de 2020

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

EL DATO DEL MES

El dólar. El pasado 14 de mayo el dólar paralelo (“blue”) cotizó al nivel récord de \$138. La brecha respecto del dólar oficial llegó a 104% la máxima registrada desde la hiperinflación de 1989.

LO QUE HAY QUE SABER

La economía argentina en caída libre. En abril se observó una abrupta caída del nivel de actividad por la cuarentena para enfrentar el COVID-19. El escenario económico se ha complicado por la volatilidad del mercado cambiario en las últimas dos semanas. Esto refleja tanto un persistente exceso de oferta monetaria como la incertidumbre local sobre la reestructuración de la deuda externa.

Abril negro para la economía global. Los indicadores mundiales de actividad económica de abril muestran caídas catastróficas en todo el mundo, con la excepción de China. Los gobiernos han fortalecido sus planes de asistencia al sector privado, lo que por ahora tranquiliza a los mercados financieros. La urgencia por levantar las medidas de aislamiento e iniciar la normalización económica enfrenta el riesgo de un rebrote de la pandemia.

Unión Europea en recesión: Las cuarentenas empiezan a dar resultados en lo sanitario, pero ya se evidencian consecuencias económicas: caída fuerte de la producción y la demanda, riesgo de deflación y proyecciones de recuperación incompleta para 2021.


















LO QUE VIENE

Continuidad de la cuarentena. Para el próximo 24 de mayo se espera que el gobierno argentino anuncie la extensión de la cuarentena por dos semanas, con probable retorno a una cuarentena estricta en el Área Metropolitana Gran Buenos Aires, donde se concentra más del 70% de los casos positivos de COVID-19.

Deuda externa. Se espera que el Gobierno Nacional y los principales grupos de bonistas arriben a un acuerdo para reestructurar la deuda el próximo viernes, o en su defecto hacia los primeros días de junio. En caso de confirmarse en la semana, se espera una etapa de relativa estabilización y baja del riesgo país de Argentina y de la brecha entre los precios “libres” del dólar y la cotización oficial.

Europa aumentará la ayuda comunitaria. La canciller alemana Angela Merkel y el presidente francés Emmanuel Macron presentaron hoy una iniciativa conjunta para constituir un fondo de subvenciones de € 500.000 M para auxiliar a los países y sectores más perjudicados por la crisis del coronavirus. Las mismas serían transferencias presupuestarias directas no reembolsables. Ambos mandatarios mostraron su interés por acelerar reformas en el bloque en materia ecológica y digital, reducir la dependencia de la producción de medicamentos del exterior, y constituir reservas estratégicas comunes de productos farmacéuticos y equipos médicos.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE ABRIL DE 2020

		2020				
		Enero	Febrero	Marzo	Abril	Tendencia hasta abril
IPC Var. % mensual		2,3%	2,0%	3,3%	1,5%	
IPC Var. % interanual		52,9%	50,3%	48,4%	45,6%	
Industria % uso capacidad instalada		56,1%	59,4%	51,6%	s.d.	
		2020				
		Enero	Febrero	Marzo	Abril	Tendencia hasta marzo
LELIQ Tasa % nom. anual en \$ al último día del mes		50,0%	40,0%	38,0%	38,0%	
EMBI Arg Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		2.068	2.283	3.803	3.472	
Dólar \$/U\$S mayorista prom. bancos al último día del mes		60,3	62,2	64,5	66,8	
IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual		35,4%	30,3%	31,5%	6,7%	estable
Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales		7,9%	6,9%	6,6%	9,9%	
Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales		3,7%	-2,2%	-1,9%	-1,0%	

INDICADORES DE PRECIOS, ACTIVIDAD Y COMERCIO EXTERIOR

Adolfo Bosch

I. PRECIOS

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
PRECIOS	IPC C.A.B.A	Dirección General de Estadística y Censos. GCBA	Abril 2020	Var. % mensual	2,0%	2,7%	
				Var. % interanual	42,2%	44,6%	
	IPC G.B.A	INDEC	Abril 2020	Var. % mensual	1,4%	3,6%	
				Var. % interanual	44,2%	46,9%	
	IPC NACIONAL	INDEC	Abril 2020	Var. % mensual	1,5%	3,3%	
				Var. % interanual	45,6%	48,4%	

II. ACTIVIDAD E IMPUESTOS SOBRE LA ACTIVIDAD INTERNA

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Febrero 2020	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	3,9%	4,0%	
	Ventas en Supermercados		Febrero 2020	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	1,7%	-1,6%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Abril 2020	Var. % interanual	-88,3%	-24,0%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Economica	INDEC	Febrero 2020	Var. % mensual (sin estacionalidad)	-1,1%	-0,1%	
				Var. % interanual	-2,2%	-1,8%	
	PBI		4 to Trimestre 2019	Var. % ene- dic'19 vs ene-dic'18	-2,2%	-2,5%	
Actividad Industrial	IPI Manufacturero	INDEC	Marzo 2020	Var. % interanual	-16,8%	-1,0%	
	Uso capacidad instalada		Marzo 2020	% uso capacidad instalada	51,6%	59,4%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Marzo 2020	Var. % interanual	-46,8%	-22,1%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Abril 2020	Var % mensual	-11,8%	-6,8%	
				Var. interanual	-2,3%	21,1%	
	Var % mensual			-14,4%	-2,1%		
	Var. interanual			10,3%	41,8%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var % mensual	-8,9%	-8,3%	
				Var. interanual	24,3%	44,7%	

III. COMERCIO EXTERIOR

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

PANORAMA DE ARGENTINA

ARGENTINA: MUY COMPLICADA

Héctor Rubini

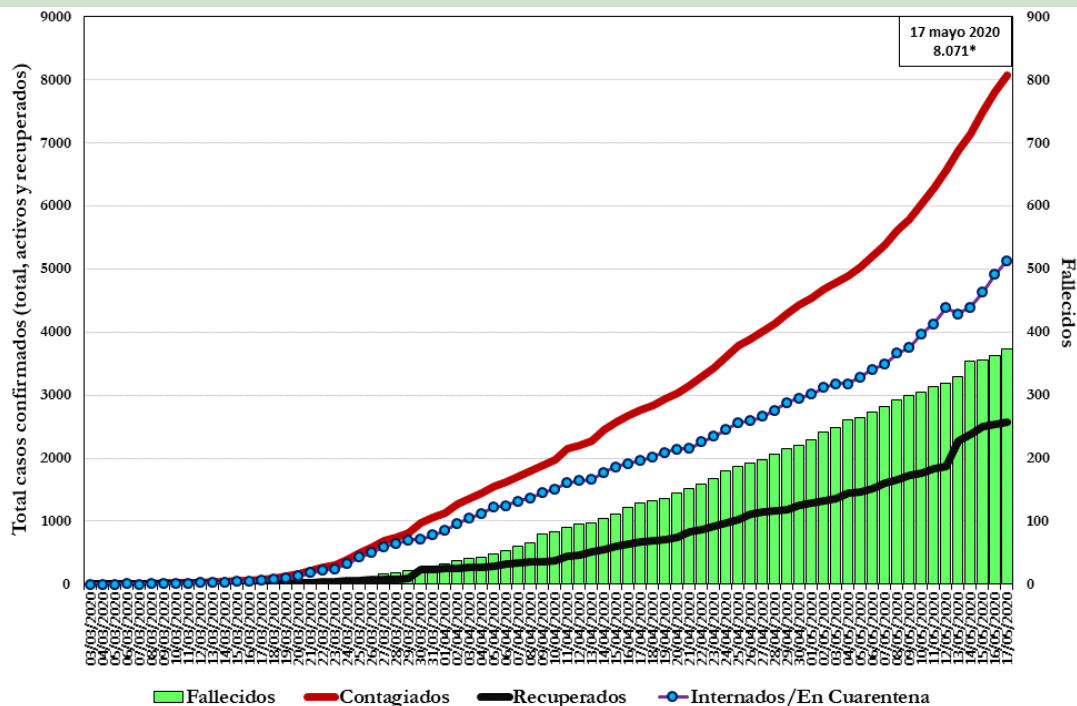
La economía argentina ha registrado en abril una abrupta caída en el nivel de actividad. Al creciente empobrecimiento y las dificultades para controlar la epidemia de COVID-19 se suma la suba del tipo de cambio de las últimas dos semanas. Esto refleja tanto un persistente exceso de oferta monetaria como la incertidumbre local sobre la reestructuración de la deuda externa.

1. Recesión, pobreza e incertidumbre.

La epidemia de COVID-19 continúa avanzando y en nuestro país ya ha provocado la muerte de 353 personas. La flexibilización iniciada esta semana con segmentación geográfica culmina el 24 de mayo. Una decisión atendible ante el impacto psicológico sobre la población de la incomodidad de la falta de libre movilidad en la vía pública y de la perspectiva de problemas económicos serios y de manera permanente. Sin embargo, la misma se adoptó en un contexto de aceleración, de los contagios. El promedio diario de nuevos contagiados en la primera quincena de marzo fue de 4 personas, y en la segunda mitad del mes ascendió a 62. Luego en la primera quincena de abril el promedio diario de nuevos casos fue de 99 personas, en la segunda aumentó a 124 y en lo que va de mayo se suman nuevos casos a razón de 193 personas (promedio) por día.

Hasta el 17 de mayo, las únicas provincias sin casos han sido Formosa y Catamarca. Sobre 8.071 contagios acumulados en todo el país, el 72,4% se ha registrado en la Ciudad y en la Provincia de Buenos Aires. En términos absolutos la mayor cantidad de casos se registró en la Ciudad de Buenos Aires (3.173), seguida de Pcia. de Buenos Aires (2.668), Chaco (578) y Córdoba (398). Con relación al número de habitantes el coeficiente de prevalencia (infectados por cada millón de habitantes) presenta sus valores más altos en Ciudad de Buenos Aires (1.032), Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur (853), Chaco (480), Río Negro (432) y Neuquén (172). En cuanto a los fallecimientos, hasta el 17 de mayo el total acumulado es de 373, concentrados en Provincia de Buenos Aires (156) y la Ciudad de Buenos Aires (122), que a esa fecha reunían el 74,5% del país. Como lo muestra el siguiente gráfico, la curva de contagios acumulados lejos está de aplanarse. Por consiguiente, es de esperar que se retorne a una cuarentena estricta, al menos en los distritos con mayor cantidad de contagios y fallecidos.

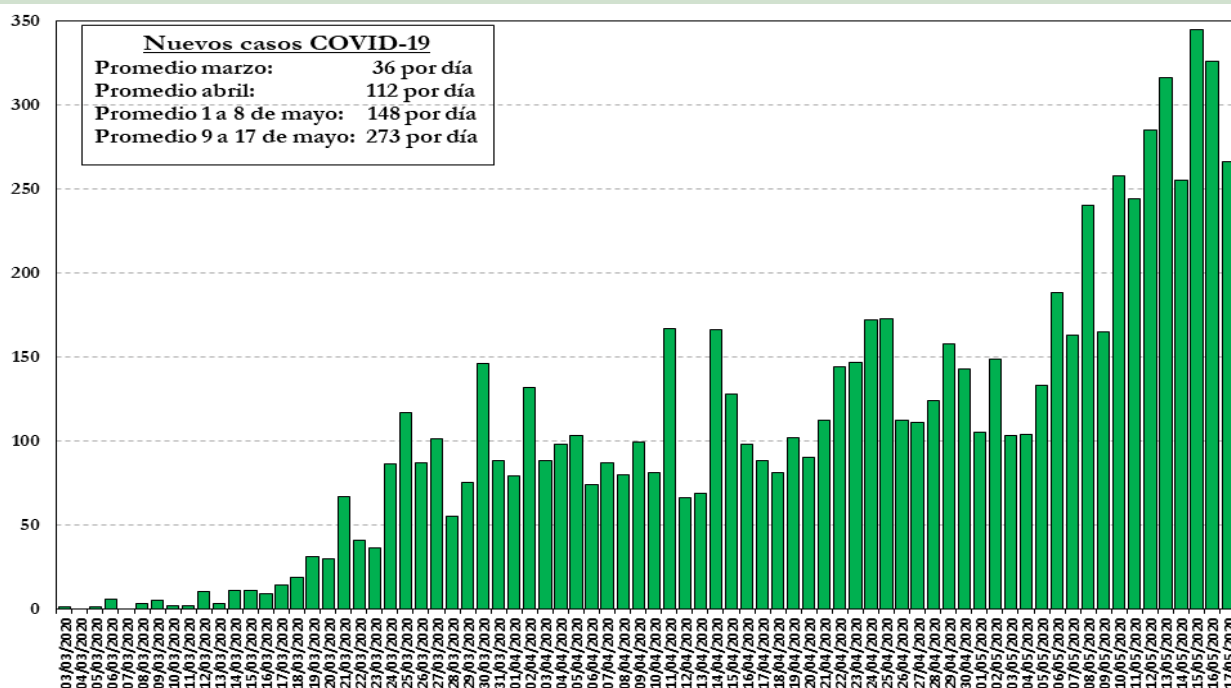
GRÁFICO 1: CASOS DE COVID-19 EN ARGENTINA: TOTAL ACUMULADO DIARIO



Fuente: Ministerio de Salud.

* Se incluyen 3 casos reportados en Rosario después del com. del Ministerio de Salud del 17-05-20 a las 19:00 hs.

GRÁFICO 2: CASOS DE COVID-19 EN ARGENTINA: TOTAL ACUMULADO DIARIO



Fuente: Ministerio de Salud.

En este contexto, la batería de subsidios y asistencia crediticia oficial para morigerar el impacto recesivo de la cuarentena equivale aproximadamente a 2 puntos porcentuales del PBI de fines del año pasado, pero la caída directa esperada difícilmente sea inferior al 8%-9% en este año. Varios indicadores sugieren una caída de una magnitud y velocidad que torna inevitable la necesidad de evitar una crisis económica comparable a la Gran Depresión de 9 décadas atrás:

- El índice privado Construya de materiales de construcción y sanitarios cayó en abril 31,9% en un mes. Esto es **una baja de 74,9% respecto de de abril de 2019**.
- La Asociación de Fabricantes de Cementos Portland informó en abril una caída de despachos de cemento de **51,2% respecto de abril del año pasado**.
- La Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina (ACARA) informó que en abril pasado el patentamiento de autos 0 Km. ascendió a sólo 4.414 unidades, **nivel inferior en un 88,2% al de igual mes de 2019 y en un 94,4% al de abril de 2018**.
- La Asociación de Fábricas de Automotores (ADEFA) informó que en abril la producción nacional registró una caída de **100% en un mes, y respecto de abril de 2019**.
- La Unión Industrial Argentina informó caídas en las ventas mayoristas de empresas de todas las ramas de la industria manufacturera en abril. Algunos indicadores reflejan el duro impacto de la cuarentena:
 - a) El **72,2% de las empresas del sector registraron caídas en sus ventas**.
 - b) La baja en las ventas afectó al 76,2% de PyMEs industriales de 50 empleados o menos.
 - c) 74,6% de las empresas del sector informaron rechazo de cheques. El 31% registró el rechazo de más del 30% de los cheques emitidos.
 - d) **El 80,5% de las empresas industriales con dificultades para el pago de sueldos no pudo acceder al crédito bancario**.

La persistencia y agudización de la recesión puede conducir a una situación en extremo crítica de cada vez más familias y empresas. Sin reapertura de la mayoría de las actividades productivas y comerciales, y del transporte de personas, el corto plazo seguirá siendo de parálisis productiva, sin recuperación de ingresos, quiebra de empresas y de vacantes laborales. Las medidas que se están estudiando para alargar los procesos de concurso y quiebras, y auxiliar a empresas para

pagos de sueldos pueden amortiguar el proceso, pero hasta ahora lucen insuficientes, y en no pocos casos sujetos a trámites y exigencias de elegibilidad que tornan tardía e insuficiente dicha asistencia.

En un contexto fuertemente recesivo, el otorgamiento de créditos a tasa cero para pequeñas empresas, la asignación de \$10.000 mensuales para la población de menores ingresos y la suspensión de despidos y desalojos pueden ser aún instrumentos insuficientes para amortiguar al menos el empobrecimiento de la población. El levantamiento de cuarentenas dentro y fuera del país es condición básica para la reactivación del mercado interno y de las exportaciones, especialmente las no agropecuarias.

En la transición, forzosamente será necesaria la reactivación de la inversión pública, junto a una rebaja de impuestos. Probablemente exija en el corto plazo un aumento de la brecha fiscal y de la emisión monetaria a niveles coherentes con muy alta inflación. Pero tal vez no quede otro camino, más que una estrategia fuertemente keynesiana de corto plazo, explicada a la población en el marco de un programa coherente de reformas que provea más flexibilidad financiera y operativa a empresas y trabajadores, para acelerar la velocidad de recuperación a partir del año próximo o el siguiente.

Mientras tanto, si no se proveen fondos líquidos a los segmentos con menor crecimiento, o desaparición de ingresos, aumentará la incobrabilidad de créditos, continuará por varios meses la caída de la recaudación tributaria, y se exacerbará la huida de depósitos a moneda extranjera, aun en presencia de los controles cambiarios vigente. El riesgo inequívoco es el de una crisis cambiaria que bien puede desestabilizar el sistema bancario y recrear una crisis de la deuda.

GRÁFICO 3: DINÁMICA DE CRISIS MÚLTIPLE: PRODUCTIVA, BANCARIA, CAMBIARIA Y FISCAL.



Fuente: elaboración propia en base a De Paoli, Hoggarth y Saporta (2006).¹

Frente a esta situación, a principios de abril la Comisión Nacional de Valores (CNV) rechazó al pedido de varios agentes privados para levantar el llamado “parking” para personas físicas: la demora de 5 días hábiles en que debe quedar inmovilizada la tenencia de bonos en dólares a vender, previo a la compra de bonos en pesos a través de la Bolsa, que replica la compraventa directa de divisas, pero a un tipo de cambio superior al oficial (el “dólar MEP”).

Sin embargo, en abril se extendió el “parking” a las empresas, mientras estas aumentaron la operatoria vía “Contado con Liquidación” (“CCL”): el uso de pesos para compra de acciones o bonos en la plaza local y venderlos en el exterior, generando una salida de divisas. Frente a una brecha cambiaria entre las cotizaciones MEP y CCL y la oficial, aproximándose al 70%, el 24 de abril la CNV fijó en 25% el límite de tenencias de dólares para los Fondos Comunes de

¹ Ver De Paoli, Bianca, Glenn Hoggarth y Victoria Saporta (2006): “Costs of Sovereign Default”. *Financial Stability Paper No. 1*. Bank of England. Disponible en <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-paper/2006/costs-of-sovereign-default.pdf>

Inversión en pesos y los Fondos en dólares que emitieron cuotas partes en pesos. A su vez el BCRA dispuso subir la tasa de pasés y reducir los encajes de los bancos para los depósitos de Fondos “T+0”, los que se pueden rescatar al contado.

Para desalentar la demanda de dólares el 30 de abril el BCRA emitió la Com. “A” 6999 derogando una norma de 2018 que permitía a las sociedades de bolsa y otros entes no financieros comprar y vender divisas. También estableció por la Com. “A” 7001 que establece exigencias de declaraciones juradas previas a la compra de divisas por parte de empresas y permite el acceso al mercado mayorista sólo a quienes hayan vendido títulos en moneda extranjera 30 días antes, y se comprometan por escrito a no hacerlo por otros 30 días. A su vez, las empresas que hayan accedido a créditos subsidiados a una tasa de 24% (com. “A” 6937) para pago de salarios no podrán hacer operaciones para adquirir dólar MEP o CCL. A esto se sumaría una decisión ya tomada por el Poder Ejecutivo de exigir a las firmas de más de 800 empleados que soliciten ese financiamiento, que por dos ejercicios fiscales no distribuyan dividendos, no recompren acciones, no realicen operaciones para adquirir dólares MEP o CCL, no transfieran títulos al exterior, ni usen los fondos para liquidar compras de títulos en el exterior.

La suba de las cotizaciones MEP y CCL, junto al dólar paralelo (“blue”) se aceleró luego de que el 8 de mayo los principales tenedores de deuda pública en moneda extranjera rechazaran la oferta de reestructuración del Gobierno Nacional. A la incertidumbre sobre la deuda y el giro de las autoridades a inducir una desdolarización de carteras se sumó la Com “A” 7.018 del BCRA del 16 de mayo que obliga a las entidades financieras a no otorgar créditos a productores agropecuarios que “mantengan un acopio de su producción de trigo y/o soja por un valor superior al 5% de su capacidad de cosecha anual”. Además, la norma impone a las entidades que presten a productores con “ratio de acopio” superior al referido, la multiplicación por 4 de las exigencias de capitales mínimos.

Claramente una forma de penalizar la retención de cereales por los productores, forzándolos a vender a cerealistas y exportadores, pero esto último no garantiza per se mayor oferta en el mercado interno ni arribo de dólares vía exportaciones. De ahí que por la citada Comunicación el BCRA habilitó a partir de esta semana la constitución de depósitos a tasa variable, ajustable según precios de cereales y oleaginosas. Un instrumento con el que se trata de captar ahorros de los productores agropecuarios y restarle incentivos a la compra de dólares una vez que hayan liquidado sus ventas.

La incertidumbre de la semana pasada no desalentó la demanda de dólares y la brecha cambiaria respecto de la cotización oficial saltó la semana pasada hasta aproximarse (en el caso del dólar MEP) al 100%. Un nivel que no se observaba desde la hiperinflación de 1989.

La suba del tipo de cambio en buena medida responde a un visible exceso de oferta de dinero, lo cual no se traduce, hasta ahora en un aumento de la liquidez disponible para el sector financiero. El cuadro 1 muestra que hasta el inicio de la cuarentena se registró una expansión de base monetaria de unos \$129.018 M, (6,8% en más de 2 meses y medio), y luego, entre el 20 de marzo y el 12 de mayo, la base monetaria registró un aumento de \$338.815 M, (16,7% en menos de 1 mes y medio).

CUADRO 1: VARIACIÓN DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Fecha		Base monetaria (\$ M) (a)	Deuda remunerada BCRA (\$ M) (b)	Reservas Internac. brutas (U\$S M) (c)	Tipo de cambio implícito [(a)+(b)]/(c)	Tipo de cambio mayorista (\$/U\$S)
(I)	31/12/2019	1.895.381	1.191.433	44.781	68,9	59,9
(II)	20/03/2019	2.024.399	1.450.893	43.822	79,3	63,8
(III)	12/05/2020	2.363.214	1.674.312	43.348	93,1	67,5
Variación	(II) – (I)	129.018	259.461	-959		
	(III) – (II)	338.815	223.419	-474		
	Var. Acum.	467.833	482.880	-1.433		
	Var. Ac. %	+24,7%	+40,5%	-3,2%	+35,1%	+12,7%

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Al 12 de mayo, el stock de base monetaria supera al de fin de 2019 en \$ 467.833 M (var. acumulada: 24,7%), y el del stock de LELIQ y pasés pasivos (la llamada deuda “remunerada” del BCRA) a las entidades financieras acumuló un incremento desde fin de 2019 de \$ 482.880 M (var. acumulada 40,5%).

En una economía en recesión, la fuerte caída de la demanda de bienes impulsó la fuerte desaceleración de la inflación de abril a 1,5%, pero también se contrajo la demanda de dinero, lo que forzó al BCRA a tornar más restrictivos los controles cambiarios. La relación de pasivos remunerados y no remunerados a reservas internacionales arrojaba un tipo de cambio implícito a fin de año de \$68,9 no muy superior al mayorista (\$59,95), pero al 12 de mayo ese tipo de cambio implícito ya ascendía a \$93,1 un 39% superior al mayorista de \$67,5. Pero los factores de incertidumbre ya señalados llevaron a esa fecha al dólar MEP a \$119,3, al dólar CCL a \$ 121,9 y al dólar blue (vendedor) a \$127,5. El BCRA, en un período en el que típicamente ingresan divisas por las exportaciones de la cosecha gruesa de estos meses, acumuló hasta el 12 de mayo una caída en sus reservas internacionales por U\$S 1.344M.

Podría sostenerse que la aceleración de la emisión monetaria se destinó desde el 20 de marzo al 12 de mayo a sostener la oferta de crédito para el sector privado. Pero en realidad el principal destinatario de la emisión monetaria fue el Sector Público No Financiero. Antes de la cuarentena obtuvo \$ 203.289 M, y entre el 20 de marzo y el 12 de mayo otros \$516.885 M. El sistema financiero, en cambio registró en dicho período una absorción de pesos por parte del BCRA de \$ 445.179 M, parcialmente compensada por los intereses sobre encajes que significaron una transferencia del BCRA al sistema bancario de \$ 215.572 M:

CUADRO 2: APLICACIONES DE LA BASE MONETARIA EN MILLONES DE PESOS.

Aplicaciones según destinatario	31/12/19 a 20/03/20	20/03/20 a 12/05/20	Var. total acumulada
A privados (MULC)	22.318	-17.673	4.645
Al Sector Público No Financiero	203.289	516.885	720.174
Al sist financ	-230.010	-215.169	-445.179
Int y rem. dep en BCRA	133.420	82.152	215.572
Total	129.018	366.194	495.212

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Tanto antes como después del inicio de la cuarentena el principal destinatario de la emisión monetaria es el Gobierno. En principio ya se habrían acordado préstamos a 24% anual para pago de salarios por \$ 217.000 M. El sistema financiero ha registrado una acumulación de activos contra el BCRA (básicamente LELIQ y pases) por más \$ 482.880 M. La principal fuente de fondos son los depósitos en pesos que entre fin de 2019 y el 12 de mayo han crecido por un total de \$1,1 M, mientras que las colocaciones en dólares registraron una baja por U\$S 2.146 M (\$ 20.692 M).

El exceso de liquidez que no se demanda se destina otras operaciones, incluida la compra de divisas. Si cede la incertidumbre, fundamentalmente en torno a la reestructuración de la deuda, es de esperar que se reduzca la presión compradora en el mercado cambiario. A su vez, la citada Com. "A" 7018 del BCRA extiende a todo monto de depósitos a plazo fijo en pesos la una tasa regulada para depósitos a plazo fijo, equivalente al 70% de la tasa de las LELIQ, resultando una tasa nominal anual de 26,6% (31,8% efectiva mensual). Hasta la semana pasada dicha tasa sólo regía para depósitos inferiores a \$ 4 M.

En suma, lo que se observa es una oscilación entre los objetivos de contener la caída de la actividad y del crédito vía emisión monetaria, y frenar la suba del tipo de cambio no oficial vía controles prohibitivos para la compraventa de dólares y suba de tasas de interés. Algo que desde esta semana podría fortalecerse con la intervención del FGS-ANSeS en el mercado de títulos públicos e inspecciones a intermediarios bancarios y no bancarios de la plaza financiera local.

La apuesta es el de minimizar los costos del escenario actual en términos de empleo, pero con instrumentos que conducen inequívocamente a un exceso de oferta de dinero local permanente y no transitorio, acompañado de un control de cambios más rígido. Una decisión que puede sostener cierta estabilidad en el corto plazo pero que muestra dos signos serios de debilidad: 1) señala una marcada dominancia fiscal sobre el BCRA, y 2) revela que el dúo Tesoro-BCRA no marca el rumbo de las expectativas, sino que por el contrario son las expectativas del sector privado, la economía real y su impacto en las exigencias de fondos para el sector público y el privado las que definen el rumbo de la emisión monetaria. Algo que puede sumar más incertidumbre, especialmente cuando sigue observándose la falta de un plan económico que permita administrar y orientar expectativas, en una dinámica recesiva que puede complicarse en los próximos meses.

PANORAMA INTERNACIONAL

ABRIL NEGRO PARA LA ECONOMÍA GLOBAL

Jorge Viñas

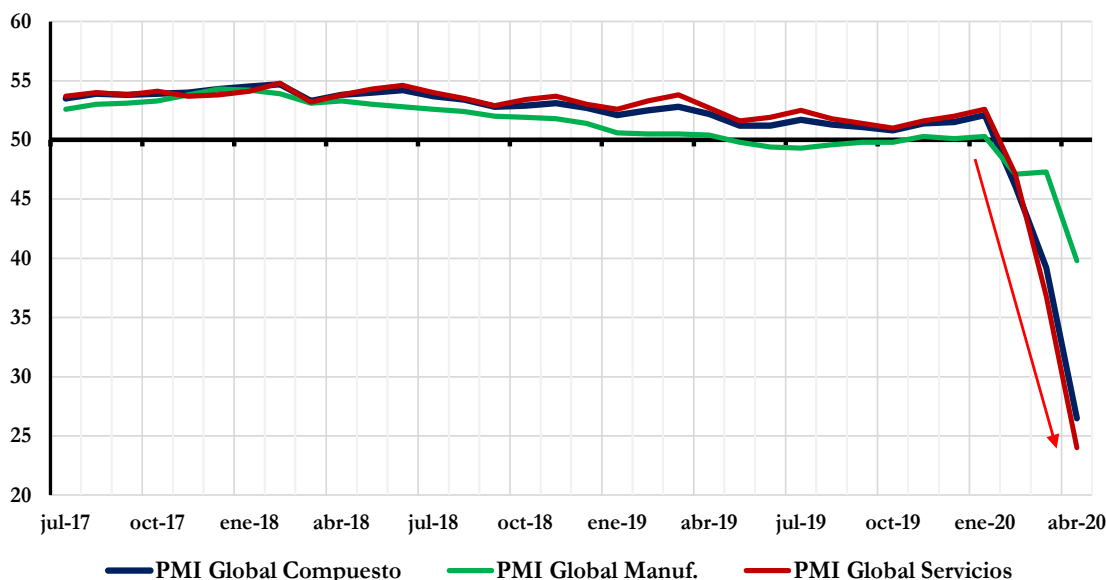
Los indicadores mundiales de actividad económica de abril muestran caídas catastróficas, con la excepción de China. Los gobiernos han fortalecido sus planes de asistencia al sector privado, lo que por ahora tranquiliza a los mercados financieros. La urgencia por levantar las medidas de aislamiento e iniciar la normalización económica enfrenta el riesgo de un recrudecimiento de la pandemia.

1. El “abismo” de abril

Abril fue el primer mes entero en que la mayor parte de la economía mundial estuvo sujeta a las medidas de aislamiento que, con mayor o menor rigurosidad, adoptaron los gobiernos para prevenir el crecimiento exponencial de contagios y de muertes por coronavirus. Y a medida que se van publicando las encuestas de actividad y los datos duros correspondientes al mes de abril, se confirma el impacto devastador de la pandemia, tanto por la profundidad de la recesión como por la velocidad del deterioro de muchas economías que lucían sólidas y saludables tan solo un par de meses atrás. A esta altura, las estimaciones del FMI para la economía mundial presentadas a mediados de abril², con fuertes revisiones a la baja y una caída del PIB mundial de 3% para 2020, lucen cada vez más “optimistas” y con creciente probabilidad de que deban ser revisadas a la baja nuevamente.

China es la excepción más notable dentro de este cuadro, ya que registró su pico de contagios en febrero y desde marzo comenzaron a relajarse las restricciones, mostrando incipientes señales de recuperación que se han continuado en abril. Pero China no alcanza a contrarrestar el derrumbe de la actividad en el resto del mundo. El Gráfico 4 presenta la evolución de los indicadores principales de la encuesta de actividad global PMI Compuesto con sus componentes Manufacturero y de Servicios, donde se puede apreciar la abrupta caída a mínimos históricos en abril. También se observa que la caída ha sido todavía más violenta en los sectores de servicios, que han sido los que más han sufrido las consecuencias de las medidas de aislamiento social³.

GRÁFICO 4. ENCUESTA PMI GLOBAL COMPUESTO, MANUFACTURERO Y DE SERVICIOS



Fuente: Bloomberg

² Para un detalle y discusión de las estimaciones del FMI de abril, véase la Sección Panorama Internacional del IEM N° 182 de abril de 2020, pág. 10-17.

³ Vale recordar que en estos indicadores que se elaboran en base a respuestas de encuestas, el nivel de 50 marca la divisoria entre expansión y contracción de la actividad.

En el Cuadro 3 se presenta la apertura para países seleccionados del PMI Manufacturero. En el mismo, se observa la divergencia de China respecto al resto de las principales economías, registrando el impacto más fuerte en febrero, que fue de estricta cuarentena, y un fuerte repunte en marzo seguido de una estabilización por encima del nivel crítico de 50 en abril, cuando el resto del mundo experimenta el derrumbe ocasionado por las medidas de aislamiento.

CUADRO3. EVOLUCIÓN DEL PMI MANUFACTURERO EN 2020 EN PAÍSES SELECCIONADOS

	Enero	Febrero	Marzo	Abril
EE.UU.	51,9	50,7	48,5	36,1
Canada	50,6	51,8	46,1	33,0
Eurozona	47,9	49,2	44,5	33,4
Reino Unido	50,0	51,7	47,8	32,6
Japon	48,8	47,8	44,8	41,9
China	50,0	35,7	52,0	50,8

Fuente: Bloomberg

Esta caída abrupta de la actividad económica ha generado un fuerte salto del desempleo, aunque la magnitud de dicho salto difiere entre países, dependiendo de los arreglos institucionales del mercado laboral en cada país. Al respecto, EE.UU. tiene uno de los mercados laborales menos regulados del mundo, con gran flexibilidad para despedir empleados por parte de las empresas, lo que muchas veces se compensa por un mayor dinamismo a la hora de crear nuevos empleos.

Como contrapartida, los países europeos tienen una mayor preferencia por la estabilidad laboral, lo que se traduce en trabas institucionales para los despidos. Ello explica que EE.UU. haya experimentado una auténtica “explosión” de despidos mientras que en Europa el aumento del desempleo haya sido relativamente más moderado. La comparación entre EE.UU. y Alemania muestra que en EE.UU. la tasa de desempleo registró un salto histórico de un mínimo de 3,5% en febrero a 14,7% en abril, mientras que en Alemania aumentó menos de 1 punto porcentual, de 5,1% en marzo a 5,8% en abril, a pesar de que en ambos países se estiman caídas del PIB similares en el segundo trimestre, del orden del 40% anualizado.

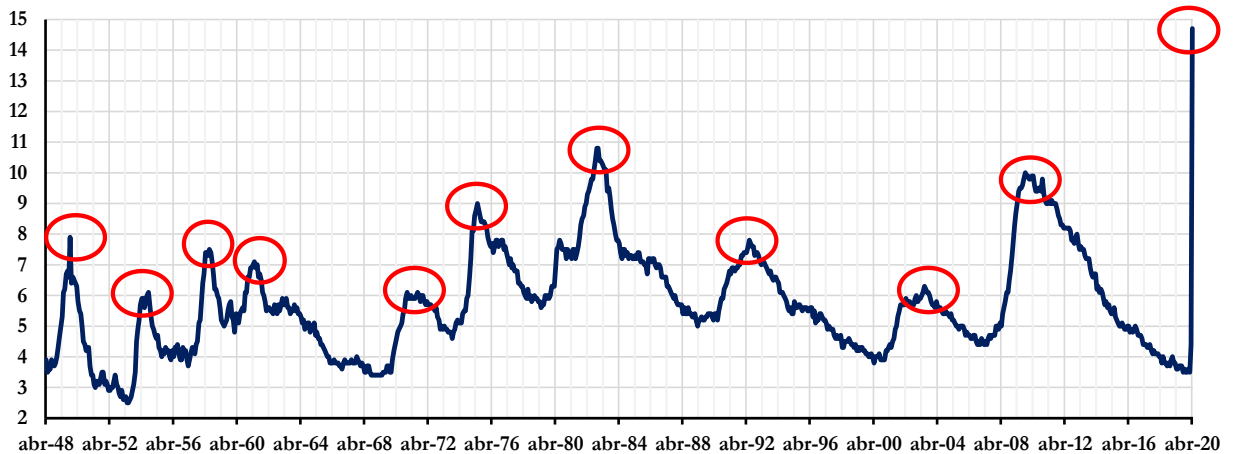
Esto también refleja la diferencia en la forma en que los gobiernos han preferido canalizar la ayuda económica para contrarrestar el impacto de la pandemia. Mientras que en EE.UU. la ayuda se ha focalizado en el aumento de los montos y la cobertura del seguro de desempleo y en los giros directos de fondos a las familias, en Europa se ha favorecido la asistencia a las empresas para que puedan continuar pagando las nóminas salariales.

En EE.UU. el reporte de empleo de abril registró una destrucción de 20,5 millones de puestos de trabajo, lo que no resultó una sorpresa porque los datos semanales de solicitudes seguro de desempleo ya lo anticipaban, pero de todos modos no deja de asombrar por la magnitud del deterioro que llevó la tasa de desempleo al récord de 14,7% (véase el Gráfico 5, donde se puede apreciar como todas las recesiones de posguerra quedan minimizadas en términos de aumento del desempleo respecto a la recesión en marcha).

De todos modos, estas cifras no terminan de reflejar la gravedad de la crisis laboral, ya que la población que abandonó la fuerza laboral y que por lo tanto no cuenta como desempleada en la encuesta, y las que no estaban trabajando por otros motivos, aumentó en 6 millones de personas en abril. La medición más amplia de población con problemas de empleo aumentó más de 16 puntos porcentuales desde el mínimo de 6,7% a fines de 2019 a 22,8% en abril.

Para paliar el impacto negativo de la crisis sobre los ingresos de la población y sobre la situación económico-financiera de las empresas, el Congreso de EE.UU. ya ha aprobado dos paquetes de asistencia que ascienden a 12% del PIB, primero el programa CARES a fines de marzo por U\$S 2,2 Bn y luego un segundo paquete a fines de abril por U\$S 484.000 M focalizado en la ayuda a Pymes debido a que la porción del primer programa destinado a créditos a este segmento se agotó en dos semanas. Y la bancada Demócrata en el Cámara de Representantes ya está impulsando un tercer paquete de ayuda que ascendería a U\$S 3 Bn, aunque por el momento no tiene el apoyo de los Republicanos que lo bloquearían en el Senado.

GRÁFICO 5. EE.UU. EVOLUCIÓN DE LA TASA DE DESEMPLEO DESDE 1948 (% DE LA FUERZA LABORAL)

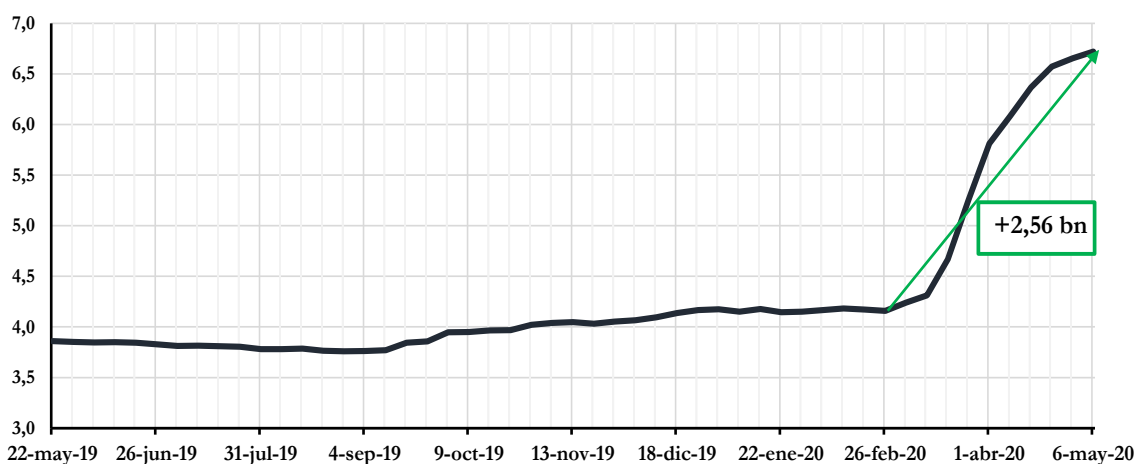


Fuente: Bloomberg

Con lo aprobado hasta el día de hoy, el déficit fiscal ascendería a más de 15% del PIB. Hasta ahora, las transferencias directas a la población, a través de seguro de desempleo y giros directos, compensa gran parte de la pérdida de ingreso disponible en términos agregados. Pero la incertidumbre y la desconfianza asociadas a la pérdida del desempleo lleva a que la tasa de ahorro por motivo precautorio aumente significativamente, lo que se traduce en una merma de la demanda de consumo de todos modos.

Mientras tanto, la Fed también ha tenido un rol sumamente activo, bajando la tasa de Fondos Federales a 0,25% a fines de marzo, anunciando nuevo programa de QE sin límite, otorgando créditos a empresas con garantías del Tesoro incluidas en los programas fiscales de asistencia y comprando activos de deuda privada. En principio, las compras estaban limitadas a títulos de alta calidad crediticia, pero luego se extendieron a la deuda privada más riesgosa también para evitar quiebras masivas en empresas de esa categoría. Por estos canales, la Fed lleva inyectados u\$s 2,56 Bn. desde fines de febrero, lo que ha llevado el total de activos de su balance de u\$s 4,16 BN a fines de febrero a u\$s 6,72 billones al 6 de mayo, una expansión del 62% en 10 semanas (véase el Gráfico 6). Sin embargo, el Presidente de la Fed, J. Powell, dijo el miércoles 13 de mayo que, si bien las medidas tomadas fueron apropiadas en tiempo y magnitud, probablemente no sean suficientes y hagan falta medidas adicionales para contrarrestar la crisis económica, aunque aclaró que las medidas adicionales deberían provenir más del Congreso que de la Fed.

GRÁFICO 6. EE.UU. TOTAL DE ACTIVOS DEL BALANCE DE LA FED – U\$S BILLONES



Fuente: Bloomberg

2. La tranquilidad financiera enfrenta nuevos desafíos

Los paquetes masivos de ayuda fiscal se repiten no sólo en el resto de los países desarrollados, sino que también muchos países emergentes han adoptado posturas muy activas en el frente fiscal y en el monetario. Se trata de un factor

clave para explicar el comportamiento de los mercados financieros, que en general han sostenido la recuperación de principios de abril. Sin el sostén de gobiernos y bancos centrales, es muy probable que los pésimos datos económicos hubieran precipitado nuevas caídas por lo menos a los mínimos de marzo. Otro factor que ha contribuido a sostener la recuperación de los mercados financieros es la percepción de que abril puede haber marcado lo peor en materia de actividad económica global. Y que a partir de mayo la reapertura y gradual de muchos sectores económicos que se está impulsando en buena parte de Europa y en algunos estados de EE.UU., permitirá empezar a mostrar una mejora en los datos económicos, replicando lo ocurrido en China a partir de marzo. La expectativa de una recuperación en el nivel de actividad y de demanda, incluso logró la estabilización del precio del petróleo, luego de la debacle de abril, volviéndose a ubicar por encima de los u\$s 20 por barril.

Sin embargo, esa visión optimista está empezando a chocar contra la realidad de que la salida de la cuarentena plantea riesgos sanitarios significativos, en términos de aumento de la mortalidad y de la necesidad de reinstalar las restricciones ante la perspectiva de colapso de los sistemas de salud. Algunos de estos riesgos están empezando a materializarse, como el aumento de los contagios y de las muertes que sufre Alemania, la decisión de China de aislar algunas ciudades por la reaparición de casos, o el rebrote del virus en Corea del Sur.

En EE.UU., el Dr. Anthony Fauci, epidemiólogo del equipo de trabajo sobre el COVID-19 de la Casa Blanca, advirtió en su declaración ante el Senado que “habrá consecuencias graves si EE.UU. se reabre demasiado rápido”. Por otra parte, en el caso de los países de Europa que están reabriendo los comercios, el nivel de concurrencia y venta han sido muy escasos, lo que aviva las dudas respecto a la velocidad de la recuperación una vez que se levantan las restricciones. Todo esto empezó a poner paños fríos sobre el entusiasmo de los mercados financieros esta semana.

Además de los riesgos propios de la pandemia, las consecuencias económicas están empezando a alimentar riesgos políticos y geopolíticos. Es el caso del escenario electoral de cara a las elecciones presidenciales de noviembre en EE.UU. El derrumbe económico está afectando seriamente las chances de reelección de Trump. Ante la posibilidad de una derrota, aumenta la probabilidad de que Trump busque cualquier recurso para recuperar terreno, lo que pone a China en el centro de la escena como el “enemigo” ideal. Esto reaviva el principal riesgo geopolítico que acechó a la economía global en los últimos años: la guerra comercial entre EE.UU. y China.

3. *Latinoamérica: parecidos pero distintos*

Latinoamérica es una de las regiones más afectadas por la pandemia, tanto en materia sanitaria como económica. La crisis sanitaria se potencia por las malas condiciones habitacionales en amplios segmentos de la población y las debilidades de los sistemas de salud, a lo que se suma en algunos casos la mala conducción política que ha generado fallas de coordinación y una estrategia errática frente a la pandemia. El factor climático, dado que se acerca el invierno en el hemisferio sur, tampoco facilita las cosas.

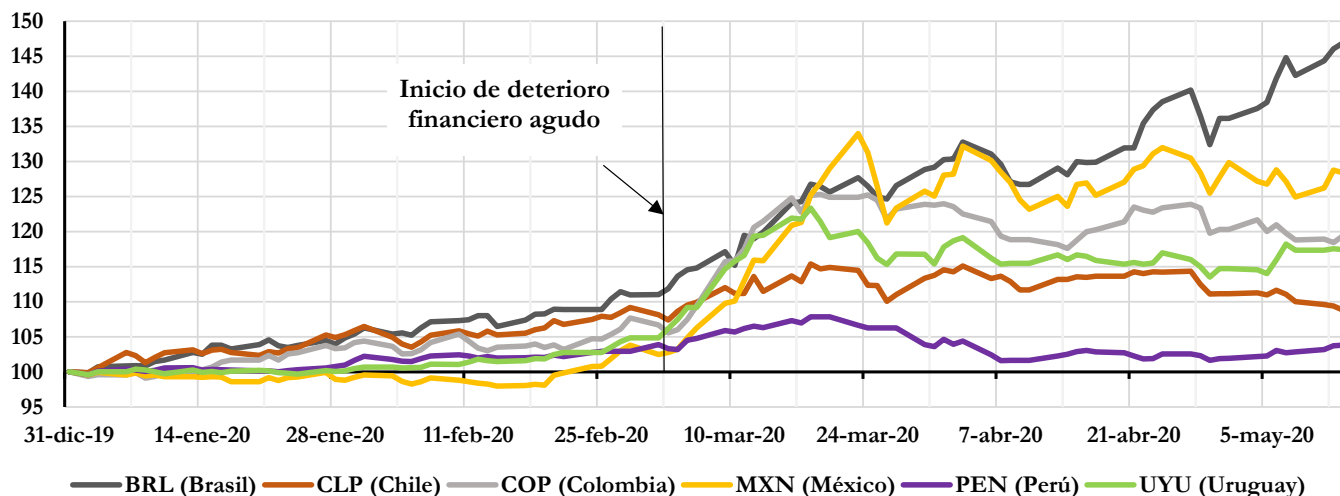
En materia económica, la región debe afrontar simultáneamente el shock interno derivado de las medidas de aislamiento que los gobiernos se vieron obligados a tomar, en algunos casos contra su voluntad inicial, y el shock externo que representan la caída de precios de commodities y la salida de capitales de los mercados emergentes hacia los activos de refugio como el oro y los bonos de países desarrollados. Y deben afrontarlos partiendo de una situación macroeconómica que dista de ser la ideal, porque luego de varios años de bajo crecimiento, aun los países más “prolijos” en su manejo macroeconómico, como Chile, ya mostraban señales de deterioro antes de que estallara la crisis por el COVID-19.

La gravedad de la crisis sanitaria y económica se ha visto reflejada en los mercados financieros de la región, que han sufrido fuertes depreciaciones cambiarias, aumento del riesgo soberano, deterioro en la calidad crediticia de las empresas y abruptas caídas en la valuación de sus mercados accionarios. La recuperación de los mercados financieros globales desde fines de marzo ayudó a estabilizar los mercados regionales, pero en general Latinoamérica ha quedado relegada en ese proceso de recuperación financiera.

Sin embargo, no todos los países de la región muestran el mismo comportamiento, en el gráfico 7, se presenta la evolución del dólar estadounidense (USD) frente a las principales monedas latinoamericanas en lo que va de 2020. Allí se puede apreciar que tras una etapa inicial de la crisis desde principios de marzo en que todas las monedas se depreciaron frente al USD, hacia fines de marzo algunas empiezan a recuperar valor (PEN, CLP), otras se estabilizan en niveles de depreciación superiores al 15% respecto a principios de año (UYU, COP, MXN), mientras que el BRL agudiza su depreciación hasta acumular 46% en lo que va del año al 13 de mayo.

GRÁFICO 7. EVOLUCIÓN DEL USD FRENTE A MONEDAS LATINOAMERICANAS EN LO QUE VA DE 2020

31-dic-19 = 100



Fuente: Bloomberg

Brasil es el caso más extremo por varios motivos. En primer lugar, el riesgo político ante el pésimo manejo de la crisis sanitaria por parte del Presidente Bolsonaro, exacerbado por las sospechas de abuso de poder al desplazar al jefe de la policía federal para proteger a su hijo, lo que precipitó la renuncia del Ministro de Justicia Sergio Moro, figura clave del Gabinete. Luego, la gravedad de la crisis sanitaria⁴ y las desprolijidades del gobierno con las medidas de aislamiento, continúan profundizando la recesión.

Las estimaciones para el segundo trimestre apuntan a una caída secuencial anualizada del PIB cercana al 50%. Las medidas fiscales y monetarias adoptadas hasta fines de abril ascienden a u\$s 190.000 millones, según el Ministerio de Economía, lo que impulsará el déficit fiscal a más de 10% del PIB. Además, el Banco Central la semana pasada bajó otros 75 puntos básicos (p.b.) la tasa SELIC al mínimo histórico de 3% y es probable que baje otros 50 p.b. el mes próximo, eliminando gran parte del diferencial de tasas contra otras monedas que históricamente fue un factor que había sostenido al BRL relativamente apreciado. Todo esto continúa presionando hacia la depreciación del BRL. Por el momento, la profundidad de la crisis económica evita que estos factores se trasladen a los precios internos. Por el contrario, la inflación minorista de abril registró una variación negativa de -0,31%, que se espera se repita en mayo.

México mes empezó a encaminar el control de la pandemia tras una primera etapa en que el mal manejo de Lopez Obrador presentó similitudes con Brasil. Todavía se observa un crecimiento de casos relativamente moderado, alcanzando un total de 38.000 contagios y 3900 muertes. En una reunión de emergencia hace dos semanas, el Banco de México bajó 50 p.b. la tasa de política monetaria a 6,0%, esperándose una nueva baja de 50 p.b. para esta semana. El derrumbe de las encuestas de actividad, similares a las que se observan en EE.UU., apuntan a una caída secuencial del PIB del segundo trimestre del orden del 40% anualizado.

Colombia ha sido el país más afectado por la caída del precio del petróleo. La estabilización del precio del crudo en las últimas dos semanas contribuye también a la estabilización del COP. El Banco de la República ha bajado la tasa de referencia 50 p.b. a 3,25% en abril y mostró intención de seguir bajándola para contener la contracción de la actividad económica. En Perú, las medidas estrictas de aislamiento han impactado muy fuerte en la actividad económica pero no han tenido éxito en “aplanar la curva”. Pese a ello, el gobierno decidió relajar la cuarentena para dar oxígeno a la economía, que se estima podría sufrir una caída del PIB superior al 8% en 2020, exponiéndose a un agravamiento fatal de la crisis sanitaria.

Chile ha sufrido un costo relativamente alto en términos de contagios y muertes para el tamaño de su población, pero ha conseguido amortiguar la contracción económica, con una caída estimada del PIB que no superaría -3% en 2020. Los bancos centrales de Perú y de Chile han reducido la tasa de interés de referencia a niveles prácticamente nulos (0,25% en Perú, 0,50% en Chile).

⁴ En Brasil ya hay más de 180.000 casos de contagio de coronavirus y más de 18.000 muertes, habiendo sobrepasado a muchos países grandes afectados como Alemania, y convirtiéndose en la última semana en el segundo país con mayor cantidad de casos nuevos, sólo detrás de EE.UU.

UNIÓN EUROPEA: LA CUARENTENA SE RETIRA Y DEJA SU LUGAR A LA RECESION

Leandro Marcarian

Las cuarentenas empiezan a dar resultados en lo sanitario, pero ya se evidencian consecuencias económicas: caída fuerte de la producción y la demanda, riesgo de deflación y proyecciones de recuperación incompleta para 2021.

1. Evolución sanitaria

La pandemia de Covid-19 forzó al mundo a entrar en cuarentena, y con la publicación de los primeros datos oficiales para los meses de marzo y abril, las consecuencias económicas ya se pueden empezar a cuantificar de forma certera. Al igual que en todas partes del mundo, el objetivo del confinamiento fue pura y exclusivamente sanitario. Casi ningún gobierno del mundo quiso darle un peso relativo mayor a cero a la cuestión económica en el trade-off economía/salud que esta situación presentaba. Por ende, corresponde comenzar analizando primero la evolución de los resultados del aspecto sanitario, para luego llegar a las consecuencias económicas del mismo.

En el informe económico mensual de abril se estudiaron los casos de España, Francia, Alemania, Italia y el Reino Unido. Si bien cada uno con una realidad distinta, se podía afirmar que ningún país estaba libre de riesgo o, al menos, en la parte descendiente de la curva de contagios. A un mes de dicha publicación, la realidad del viejo continente es otra, con la homogeneidad como característica principal.

Todos los países recién mencionados han visto una disminución sostenida en el promedio de contagios diarios en las últimas semanas. La excepción es el Reino Unido, donde dicho indicador se ha amesetado, alrededor de los 5000 casos, a partir de mediados de abril, cuando tocó ese valor por primera vez. Si bien no puede inferirse causalidad, no deja de sorprender que la excepción se dé en el único país de Europa que se oponía a la cuarentena (y fuera de los últimos en declararla oficialmente). Las muertes, por su parte, siguen la misma dinámica que los contagios en sus respectivos países. Cayendo donde el promedio de nuevos contagios comenzó a caer, y constantes en el Reino Unido.

Estos resultados han permitido a los gobiernos comenzar a flexibilizar las cuarentenas y han comenzado a devolver ciertas libertades a sus pueblos. Es decir, desde lo sanitario, la cuarentena parece haber dado resultados. Y con la crisis sanitaria relativamente controlada en gran parte del viejo continente, la marea se retira solo para revelar el daño que ha dejado a su paso.

2. Principales variables macro

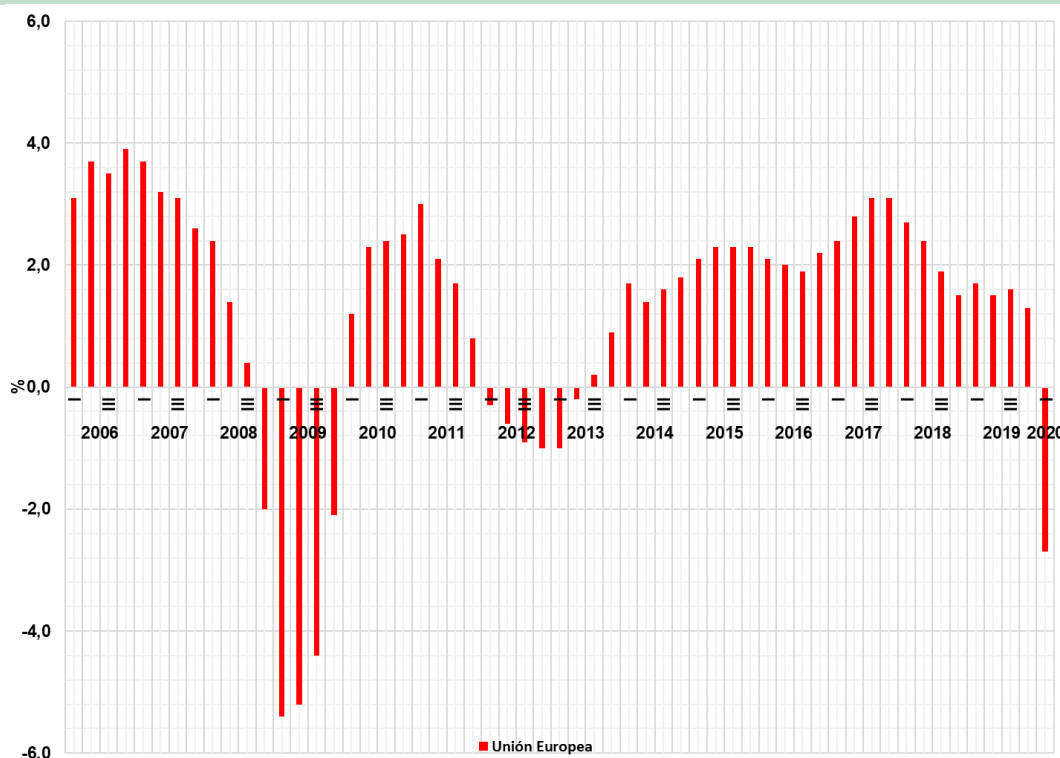
a. PBI

Las estimaciones preliminares de PBI de Eurostat, la oficina de estadísticas de Unión Europea⁵ (UE), para el primer trimestre del año arrojan una caída del 3,5% para la UE cuando se lo compara con el trimestre inmediatamente anterior, y caídas del y 2,7% si se computa la variación interanual.

Vale destacar que estas son las caídas trimestrales más fuertes, y las segundas caídas interanuales más fuertes (solo superadas durante la crisis financiera internacional de 2009) desde que Eurostat dio inicio a estas estimaciones, en 1995. A su vez, es la primera vez desde el 2013 que el PBI muestra variaciones negativas. Es decir, la cuarentena rompió con una racha de 26 trimestres consecutivos de crecimiento económico en la eurozona.

⁵ La Unión Europea incluye a Bélgica, Bulgaria, Rep. Checa, Dinamarca, Alemania, Estonia, Irlanda, Grecia, España, Francia, Croacia, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Hungría, Malta, Holanda, Austria, Polonia, Portugal, Rumanía, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia y Suecia.

GRÁFICO 8. VARIACIÓN % INTERANUAL DEL PBI. UNIÓN EUROPEA.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eurostat

b. Desempleo

La tasa de desempleo tuvo un alza moderada en marzo, con respecto a febrero de 2020 en la UE. La tasa desestacionalizada aumentó en un 0,1% pasando del 6,5% al 6,6% en marzo. El caso del desempleo joven (para menores de 25 años) es un poco más crítico. Este sub indicador se ubicó en el orden del 15,2% para UE durante marzo, marcando alzas de 0,4%. Esto equivale a aproximadamente 60.000 nuevos jóvenes sin empleo.

Dado que la cuarentena se extendió también a lo largo de todo abril, es de esperar que las estimaciones de desempleo muestren nuevas alzas por al menos un mes más. Recién a partir de mayo, con la eliminación progresiva de las restricciones podría esperarse el inicio de la recuperación económica, y la subsiguiente caída del desempleo.

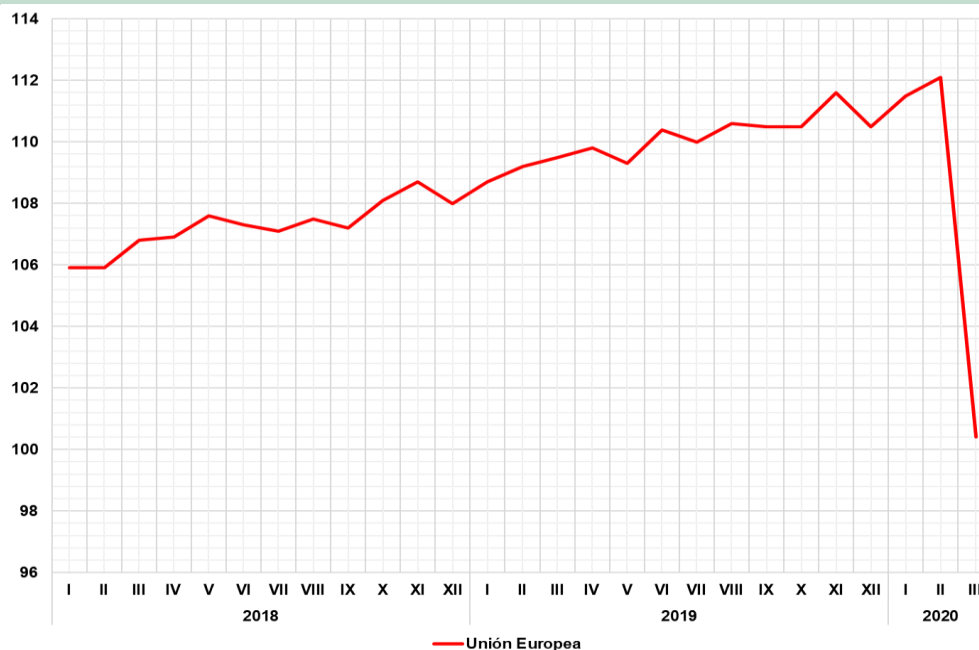
c. Ventas minoristas

Este indicador es el más volátil de los que se detalla en el presente informe, y puede ser entendido como el *driver* de todos los demás. El nivel de caída sin precedentes de la actividad minorista es lo que empuja al PBI a la baja. A su vez, la menor liquidez causada por la caída en las ventas genera presiones sobre la solvencia de las empresas, las cuales se ven obligadas a achicar sus estructuras de costos y optan por despedir trabajadores, causando el alza en el desempleo recién explicada. En marzo, el índice de volúmenes físicos de ventas minoristas cayó un 10,4% en la Unión, en relación con el mes anterior. La comparación interanual es igual de grave, con caídas de 8,2% respectivamente. La cuarentena corta con la tendencia alcista en este indicador, que se había iniciado a fines de 2012.

El análisis por sector es consistente con lo que se esperaba de la cuarentena. En relación a febrero de 2020, los productos no alimenticios sufren caídas superiores al 23%; los combustibles caídas levemente inferiores, sin embargo, los alimentos experimentaron alzas del 5%, dado que en todo el mundo (y Europa no fue la excepción), la venta de alimentos fue prácticamente la única actividad económica que no se limitó durante la cuarentena.

Los países que sufrieron las caídas interanuales más pronunciadas de volúmenes físicos de ventas minoristas fueron Bulgaria (-18,1%), Francia (-17,4%) y Luxemburgo (-16,4%).

GRÁFICO 9. UNIÓN EUROPEA: ÍNDICE DE VOLÚMENES FÍSICOS DE VENTAS MINORISTAS.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Eurostat

d. Precios

La caída en ventas y la recesión que ya comenzó, llevan al viejo continente peligrosamente cerca de una deflación. La inflación interanual de abril para la zona euro fue de apenas 0,4%, por debajo de marzo, cuando había sido del 0,7%. La composición del índice refleja lo que se viene marcando en los apartados anteriores, con el componente “Alimentos, tabaco y alcohol” mostrando alzas superiores al 3%, pero con un componente “Energía” que vio una caída en sus precios superior al 9%, empujando al promedio del IPC Armonizado cerca del 0%.

Los precios industriales, por su parte, efectivamente vieron una caída generalizada en marzo, marcando una caída del 1,5% con respecto a febrero. La variación interanual también fue negativa y cercana al 3%. El rubro energía estuvo, nuevamente, a la cabeza de las caídas. A nivel de país miembro, las variaciones mensuales más fuertes se vieron en Grecia (-5,3%), Lituania (-5,1%) y España (-3,0%). Mientras que las variaciones interanuales más negativas sucedieron en Lituania (-6,3%), Dinamarca (-6,2) y Grecia (-5,3%).

3. Paquetes de estímulo a nivel europeo

En el Informe Económico Mensual del mes pasado se hizo un detalle de los paquetes de estímulo a nivel país. Pero es importante destacar que la Unión Europea también respondió a nivel agregado, por un valor de 3,4 billones de euros. Para amortiguar el golpe a la economía, la Comisión Europea adoptó una respuesta económica integral al brote, aplicó la flexibilidad total de las normas fiscales de la UE, revisó sus normas de ayuda estatal y estableció una inversión de respuesta al coronavirus de para proporcionar liquidez a las pequeñas empresas y al sector de la salud. También propuso redirigir todos los fondos estructurales disponibles a la respuesta al coronavirus.

Los 3,4 billones de euros se componen de aportes del Banco de Inversión Europeo (200 MM de euros), autorizaciones de gasto público a través de mayor flexibilidad a los presupuestos soberanos (330 MM de euros), un fondo especial creado para paliar la crisis del Covid-19 (240 MM de euros), aportes directos del presupuesto de la UE (70 MM de euros), medida nacionales de liquidez también aprobadas de forma temporal por la UE (2,45 billones de euros), y el SURE - por sus siglas en inglés -, una nueva iniciativa para ayudar a preservar empleos y apoyar a las familias por 100 MM de euros.

Pero el poder de fuego de la UE puede ser puesto en jaque pronto. Una corte alemana está desafiando al Banco Central Europeo (BCE). En particular, se plantea cuáles son sus límites de acción, y se ha centrado en la legalidad del proceso de *quantitative easing* llevado adelante por el BCE. Si bien dicha corte fue prudente en anunciar que esto no pone en

riesgo las actividades del Banco para paliar la crisis del coronavirus, puede que la situación converja hacia un BCE con menos libertad de acción en el futuro, cuando el continente lo necesite para encaminar la recuperación.

4. *Proyecciones*

Sin embargo, y a pesar de toda la liquidez que la Unión Europea y sus países miembros han lanzado sobre sus economías⁶, las proyecciones siguen siendo negativas. La Comisión Europea presentó sus “Pronósticos de primavera de 2020” para la zona euro y la UE. El informe estima una contracción del 7,75% en 2020 para ZE, con una recuperación en 2021 que no logrará compensar lo perdido. La proyección para la UE es similar, con una contracción estimada de 7,5% para 2020 y crecimiento del 6% en 2021. Lo destacable de estos pronósticos no son los signos de las variaciones, que se mantienen, sino que corrigen a la baja los últimos publicados, en el otoño europeo. Es decir, a medida que se va conociendo más información sobre las consecuencias económicas de la cuarentena, las expectativas sobre el futuro cercano empeoran.

El informe también plantea que el efecto económico no será homogéneo en el continente. Tanto caída como recuperación tendrán componentes idiosincráticos que determinarán lo empinado de la caída y la velocidad de la recuperación. Las contracciones más fuertes se verán en países como Grecia, Italia y España con recesiones del 9,7%, 9,5% y 9,4% respectivamente, aunque oscilarán entre -5% y -9,7% entre todos los miembros de la Unión. Los rebotes oscilarán en un intervalo de similar amplitud, pero de menor escala.

En términos de las variables detalladas anteriormente, el pronóstico de la Comisión espera una recuperación incompleta en 2021 para el PBI, aumento del desempleo compensado por políticas activas de cada gobierno particular, una fuerte caída en la inflación, y aumentos en los niveles de déficits y deuda. En resumen, mayores riesgos y alta incertidumbre a corto plazo.

La pandemia, y la consecuente cuarentena, sin lugar a dudas han condenado al mundo en general, y a Europa en particular, a una recesión en 2020. Dicha recesión vendrá acompañada con fuertes pérdidas de bienestar. La pregunta que todos se hacen es si esas pérdidas serán permanentes o si los gobiernos encontrarán la forma de encauzar a sus economías en el camino de una recuperación total.

⁶ El detalle de todas las medidas a nivel país puede encontrarse en https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/coronavirus_policy_measures_7_may.pdf

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2020		mayo				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
18	19	20	21	22	23	24
		INDEC: Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), Marzo 2020.	INDEC: Índice del costo de la construcción (ICC). Abril 2020.			
25	26	27	28	29	30	31
	INDEC: Encuesta de centros de compras. Encuesta de supermercados y autoservicios mayoristas. Marzo 2020	INDEC: Intercambio comercial argentino (ICA). Abril 2020		INDEC: Índice de salarios. Marzo 2020. IBGE (Brasil): Cuentas Nacionales Trimestrales (1 ^{er} trim. 2020).		
2020		junio				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
01	02	03	04	05	06	07
	BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)	IBGE (Brasil): Encuesta Industrial Mensual. Producción Física.	Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria del Consejo de Gobierno. INDEC: índice de producción industrial manufacturero (IPI manufacturero). Abril 2020. Indicadores de coyuntura de la actividad de la construcción. Abril 2020.	BCRA: Informe Monetario Mensual.		
08	09	10	11	12	13	14
	Reserva Federal EE.UU.: Reunión del Comité de Mercado Abierto	Reserva Federal EE.UU.: Reunión del Comité de Mercado Abierto. INDEC: Utilización de la capacidad instalada. Abril 2020. IBGE (Brasil): Índice Nacional de Precios al Consumidor (IPC e IPCA).	INDEC: índice de Precios al Consumidor (IPC). Abril 2020.			

INDICADORES

Indicador	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-19
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	3,4%	3,1%	2,7%	2,2%	4,0%	5,9%	3,3%	4,3%	3,7%	2,3%	2,0%	3,3%	1,5%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	3,8%	3,2%	2,7%	2,2%	4,6%	6,4%	3,8%	4,0%	3,7%	2,4%	2,4%	3,1%	1,7%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	2,5%	2,4%	2,6%	2,5%	4,5%	5,7%	2,5%	5,3%	3,1%	4,7%	2,7%	3,9%	3,2%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	3,2%	3,0%	2,6%	2,1%	3,9%	5,8%	3,2%	4,1%	3,8%	1,9%	1,8%	3,6%	1,4%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	3,7%	3,3%	2,6%	2,1%	4,7%	6,3%	3,8%	3,7%	3,9%	2,1%	2,1%	3,3%	1,6%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	3,7%	3,1%	2,8%	2,2%	3,4%	5,0%	2,8%	4,0%	3,5%	2,4%	1,8%	2,7%	2,0%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	55,8%	57,3%	55,8%	54,4%	54,5%	53,5%	50,5%	52,1%	53,8%	52,9%	50,3%	48,4%	45,6%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	58,0%	58,8%	56,7%	54,4%	57,1%	55,3%	54,2%	52,1%	56,7%	54,2%	53,6%	53,8%	58,7%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	66,2%	64,9%	60,8%	58,1%	58,8%	56,9%	51,8%	54,6%	56,8%	58,8%	54,2%	51,3%	52,2%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	55,1%	56,8%	54,8%	53,9%	53,6%	52,4%	49,7%	51,4%	52,9%	51,5%	48,6%	46,9%	44,2%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	56,4%	57,4%	55,0%	53,9%	56,1%	53,9%	53,3%	51,4%	55,4%	54,2%	51,8%	50,3%	47,3%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	53,4%	54,7%	53,3%	52,6%	52,2%	50,8%	47,2%	49,0%	50,6%	48,6%	46,4%	44,6%	42,2%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	40,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0
Media	40,6	36,6	34,5	31,9	34,7	33,1	31,2	32,7	31,6	31,8	35,8	33,8	40,3
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	43,8%	53,0%	69,4%	61,6%	55,4%	50,4%	44,3%	57,8%	60,1%	40,3%	36,8%	30,7%	s/d
Gastos Totales	45,3%	51,6%	42,6%	53,8%	52,1%	45,0%	29,3%	44,3%	41,0%	42,3%	60,0%	65,7%	s/d
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	46,3%	53,8%	72,7%	59,9%	62,0%	51,9%	47,6%	58,0%	63,3%	36,3%	43,3%	36,5%	s/d
Gastos Primarios	36,2%	35,5%	37,1%	50,5%	42,6%	37,9%	31,9%	40,3%	34,6%	50,6%	51,5%	70,0%	s/d
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	51,2%	47,8%	52,1%	53,4%	56,3%	42,5%	42,8%	58,2%	53,9%	44,9%	42,6%	35,3%	11,6%
Dirección General Impositiva	55,0%	49,0%	43,4%	52,0%	49,2%	40,2%	39,9%	43,5%	26,2%	35,4%	30,3%	21,1%	-2,3%
Dirección General de Aduanas	16,5%	46,9%	31,1%	28,1%	40,9%	100,5%	65,2%	67,4%	81,4%	87,1%	64,6%	62,8%	32,4%
Sistema de Seguridad Social	33,7%	32,2%	32,0%	39,9%	39,5%	29,2%	27,3%	42,1%	46,7%	38,4%	42,8%	40,0%	10,0%

Indicador	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-19	Abr-19
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	34,4	36,5	40,6	44,2	41,9	42,1	43,8	41,4	42,4	43,0	42,7	41,2	39,3
Var. % m/m	-1,1%	6,0%	11,2%	8,9%	-5,2%	0,6%	4,0%	-5,5%	2,4%	1,60%	-0,70%	-3,50%	-4,70%
Var. % a/a	-14,2%	1,1%	12,8%	21,9%	15,5%	24,9%	34,1%	28,8%	17,7%	30,0%	18,6%	18,5%	14,2%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-1,7%	2,0%	-0,4%	0,4%	-3,6%	-2,0%	-0,8%	-2,0%	-0,3%	-1,8%	-2,2%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	0,4%	-0,1%	-0,2%	2,1%	-0,7%	-1,7%	1,7%	-1,6%	0,2%	-0,1%	-1,1%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-60,9%	-63,1%	-34,1%	-15,8%	-27,2%	-37,0%	-26,9%	-30,8%	-35,7%	-14,4%	-10,6%	-43,9%	-73,6%
Var m/m, con estacionalidad	-15,5%	-1,8%	30,6%	7,5%	-3,1%	-10,2%	1,2%	-15,8%	36,0%	-17,4%	5,7%	-30,4%	-60,3%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-8,7%	-5,3%	-6,1%	-1,9%	-0,9%	-2,2%	-2,0%	-2,9%	2,3%	6,0%	-0,1%	-6,4%	s/d
Var m/m, desest.	0,1%	1,9%	-1,9%	1,1%	1,1%	-3,0%	1,1%	-0,8%	0,3%	-1,0%	-0,8%	-0,9%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-8,9%	-6,9%	-7,2%	-1,7%	-6,4%	-5,0%	-1,9%	-4,3%	1,4%	-0,3%	-1,0%	-16,8%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-7,6%	-3,4%	-11,8%	-1,9%	-6,0%	-8,7%	-9,5%	-5,2%	-6,4%	-13,5%	-22,1%	-46,8%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-17,1%	-12,1%	-13,9%	-7,5%	-7,5%	-6,7%	8,8%	12,7%	9,3%	-3,9%	-5,9%	-39,5%	-74,3%
Var. % m/m, desest.	3,7%	-1,4%	-0,5%	2,8%	-4,0%	-1,5%	5,1%	-1,6%	-15,6%	-3,7%	9,4%	-31,4%	-59,2%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-5,1%	4,7%	-11,3%	5,4%	-5,9%	-6,7%	-8,5%	-9,8%	-9,1%	-14,3%	-25,2%	-46,5%	-55,1%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.305	6.017	5.235	5.856	5.568	5.746	5.889	5.893	5.374	4.549	4.324	4.320	s/d
Var. % a/a	1,9%	16,5%	1,9%	8,3%	7,5%	14,1%	9,1%	10,1%	0,7%	-0,6%	-3,1%	-15,9%	s/d
Importaciones en USD	4.174	4.644	4.174	4.905	4.400	4.002	4.121	3.409	3.133	3.534	3.195	3.175	s/d
Var. % a/a	-31,6%	-28,0%	-23,5%	-20,6%	-30,3%	-14,9%	-18,8%	-21,9%	-20,0%	-16,1%	-20,1%	-19,7%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.131	1.373	1.061	951	1.168	1.744	1.768	2.484	2.241	1.015	1.129	1.145	s/d
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	200,5	198,2	214,0	210,7	201,0	202,1	211,0	209,6	212,6	215,7	206,8	197,0	183,9
Var. % a/a	-10,3%	-13,0%	-0,8%	1,6%	-3,1%	0,9%	3,5%	4,5%	5,1%	4,8%	-2,9%	-3,7%	-8,3%

Indicador	Abr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Ago-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-19
Indicadores Monetarios													
Saldos promedio mensuales													
Base Monetaria (\$ M.M.)	1.324,8	1.342,6	1.341,9	1.382,2	1.323,9	1.349,0	1.385,5	1.580,7	1.715,6	1.689,9	1.870,6	1.920,2	2.147,1
Circulante	816,9	823,5	850,4	904,3	907,3	920,0	933,83	938,2	1.053,0	1.135,6	1.142,3	1.175,3	1.331,8
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.672,0	1.528,1	1.540,1	1.700,8	1.793,0	1.723,7	1.714,7	1.537,6	1.709,4	2.067,5	2.154,8	2.207,4	2.471,9
(a) Deuda Remun. (LELIQ+NOCOM)	992,9	1.020,6	1.101,3	1.207,3	1.246,1	1.099,2	1.023,8	803,2	736,9	1024,7	1398,8	1541,1	1243,9
(b) Pasivos netos por pases	1,2	5,2	4,4	3,3	43,5	124,2	190,0	232,3	436,0	459,3	14,6	10,5	373,4
(c) Depósitos del Gobierno	677,9	502,3	434,4	490,2	503,5	500,3	500,9	502,1	536,5	583,6	741,4	655,8	854,6
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	72,7	67,7	64,2	66,4	62,2	50,2	46,6	43,5	44,2	45,2	44,7	44,3	43,7
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	15,5	16,9	16,4	14,7	15,8	13,2	13,1	13,9	14,1	14,3	14,1	15,8	17,3
(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)	52,4	56,5	60,3	59,6	67,2	83,0	92,6	105,3	113,6	121,6	131,5	144,8	175,0
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	43,2	44,9	43,7	42,5	52,7	56,5	58,5	59,7	59,9	60,01	61,34	63,12	65,76
Depósitos bancarios													
Saldos promedio mensuales													
Total depósitos (\$ M.M.)	4.228,4	4.390,0	4.398,2	4.400,6	4.761,7	4.427,2	4.352,9	4.262,8	4.462,9	4.797,0	5.004,6	5.245,6	5.620,6
Sector privado	3.444,5	3.573,6	3.630,8	3.697,3	3.976,9	3.675,5	3.601,1	3.533,0	3.732,1	3.984,1	4.181,0	4.393,6	4.745,8
Sector público	783,9	816,4	767,4	703,3	784,8	751,7	751,8	729,8	730,8	812,9	823,6	852,0	874,8
En moneda local (\$ M.M.)	2.730,8	2.820,3	2.878,6	2.940,9	3.020,8	3.001,8	3.005,6	3.012,5	3.218,8	3.501,7	3.707,3	3.935,1	4.273,4
Sector privado	2.153,6	2.203,0	2.286,6	2.353,9	2.377,0	2.394,9	2.395,2	2.418,5	2.632,6	2.841,8	3.038,8	3.239,1	3.558,8
Sector público	577,3	617,3	592,0	587,0	643,8	606,9	610,4	594,0	586,3	659,9	668,4	696,0	714,6
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.497,6	1.569,6	1.519,6	1.459,7	1.740,8	1.425,3	1.347,3	1.250,3	1.244,0	1.295,2	1.297,3	1.310,6	1.347,1
Sector privado	1.291,0	1.369,8	1.344,2	1.343,5	1.599,3	1.280,5	1.205,9	1.114,5	1.099,5	1.142,3	1.142,2	1.154,6	1.187,0
Sector público	206,7	199,8	175,4	116,2	141,5	144,8	141,4	135,8	144,5	153,0	155,1	156,0	160,1
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	34,7	35,0	34,7	34,4	33,4	25,1	23,0	20,9	20,8	21,6	21,2	20,7	20,5
Sector privado	29,9	30,5	30,7	31,6	30,6	22,6	20,6	18,66	18,36	19,04	18,62	18,26	18,08
Sector público	4,8	4,5	4,0	2,7	2,7	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4
Tasas de interés													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	68,5	71,8	66,8	59,6	71,3	83,5	70,1	63,5	61,4	51,8	45,4	38,6	38,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	64,5	68,0	70,3	58,2	65,7	69,9	58,8	54,9	47,5	38,6	33,6	29,4	7,6
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	68,9	73,3	66,9	62,6	77,2	85,5	70,9	64,0	58,6	50,6	43,1	38,6	21,6
Préstamos personales	63,4	67,0	53,0	65,7	69,4	76,3	75,5	74,2	71,6	69,0	64,0	58,4	53,0
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	48,5	52,5	51,7	49,0	54,9	59,1	54,8	45,7	41,8	35,3	32,7	28,5	20,1
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	42,4	48,6	46,8	45,0	50,2	55,0	52,4	43,9	39,9	34,3	31,3	27,4	24,3
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	48,2	52,1	51,1	48,4	54,7	59,3	55,0	45,8	42,0	35,5	32,8	28,6	19,7