

Informe Económico Mensual



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Instituto de Investigación

Nº 188 Año 20 – 25 de octubre de 2020

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

EL DATO DEL MES

Tipo de cambio. El 23 de octubre el dólar cotizó en el mercado paralelo a \$195. La brecha respecto del tipo de cambio oficial fue de 132,6%, la más alta de los últimos 45 años. Al cierre de este informe el dólar paralelo retrocedió un poco, a \$190.

LO QUE HAY QUE SABER

Crisis de balanza de pagos: Las restricciones cambiarias han deteriorado la credibilidad y la confianza en las autoridades. La suba del tipo de cambio paralelo (“blue”) y la caída de las reservas internacionales han fortalecido las expectativas de una devaluación de la moneda local, y de cambios en el equipo económico del gobierno.

La economía global según el FMI. El organismo moderó sus proyecciones de caída del PIB mundial para 2020 a -4,4% (respecto a -5,2% en junio), pero alertó sobre los riesgos y los obstáculos que enfrenta la economía global para retornar al nivel de actividad previo a la pandemia del COVID-19.

Estados Unidos. Comienza el tramo final de la campaña electoral. Las encuestas favorecen a Joe Biden por un margen amplio pero la incertidumbre no se ha despejado.

Brasil: A menos de un mes de las elecciones municipales la popularidad de Bolsonaro sigue creciendo, gracias a tasas de interés en mínimos históricos y transferencias de recursos hacia los sectores de menores ingresos. Aun así, es una incógnita la sustentabilidad de dicho paquete de estímulo.

LO QUE VIENE

Argentina y el FMI. Se espera el inicio de negociaciones sobre la cancelación del préstamo de U\$S 47.000 M que el gobierno argentino debe reembolsar al organismo.

Tipo de cambio y estabilización en Argentina: La emisión de deuda ajustada por tipo de cambio y de deuda en dólares van a ser determinantes para que el Gobierno nacional logre controlar la crisis cambiaria en curso.

Elecciones en EE.UU. La gran mayoría de las encuestas muestran una marcada ventaja de Joe Biden, pero persiste la incertidumbre sobre quién logrará la mayoría de votos en el colegio electoral.

PRINCIPALES INDICADORES HASTA FIN DE AGOSTO DE 2020

		2020				Tendencia hasta septiembre
		Junio	Julio	Agosto	Septiembre	
IPC Var. % mensual		2,2%	1,9%	2,7%	2,8%	
IPC Var. % interanual		42,8%	42,4%	40,7%	36,6%	
Industria % uso capacidad instalada		53,3%	56,8%	58,4%	s.d.	
		2020				Tendencia hasta septiembre
		Junio	Julio	Agosto	Septiembre	
LELIQ Tasa % nom. anual en \$ al último día del mes		38,0%	38,0%	38,0%	38,0%	Estable
EMBI Arg Riesgo país en puntos básicos al último día del mes		2.495	2.263	2.147	1.300	Estable
Dólar \$/U\$S mayorista prom. bancos al último día del mes		69,5	72,3	74,2	76,2	
IVA DGI Recaud. Mensual Var % interanual		3,9%	3,2%	14,5%	20,2	
Depósitos en pesos Sector privado Var % saldos promedios mensuales		7,0%	6,1%	2,4%	2,0%	
Depósitos en dólares Sector privado Var % saldos promedios mensuales		- 2,1%	0,9%	1,3%	-0,6%	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. GCBA	Septiembre 2020	Var. % mensual	2,2%	2,4%	
				Var.% interanual	31,7%	35,3%	
	IPC G.B.A	INDEC	Septiembre 2020	Var. % mensual	2,8%	2,8%	
				Var.% interanual	35,2%	39,2%	
	IPC NACIONAL	INDEC	Septiembre 2020	Var. % mensual	2,8%	2,7%	
				Var.% interanual	36,6%	40,7%	

II. ACTIVIDAD E IMPUESTOS SOBRE LA ACTIVIDAD INTERNA

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Demanda interna	Ventas en Shoppings	INDEC	Julio 2020	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	-30,1%	-13,7%	
	Ventas en Supermercados		Julio 2020	Var. % i.a. acumulado vs. acum. año anterior a precios constantes	2,7%	2,3%	
	Patentamiento autos 0 Km	ACARA	Septiembre 2020	Var.% interanual	-3,9%	-30,5%	
Actividad	Estimador Mensual de Actividad Económica	INDEC	Julio 2020	Var.% mensual (sin estacionalidad)	1,1%	1,7%	
	PBI		2° trim. 2020	Var. % abr- jun'20 vs abr-jun'19	-19,1%	-5,2%	
Actividad Industrial	IPI Manufacturero	INDEC	Agosto 2020	Var.% interanual	-7,1%	-6,9%	
	Uso capacidad instalada		Agosto 2020	% uso capacidad instalada	58,4%	56,8%	
Construcción	Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción	INDEC	Agosto 2020	Var.% interanual	-17,7%	-12,9%	
Ingresos tributarios relacionados con la actividad interna	IVA DGI (Bruto)	AFIP	Septiembre 2020	Var % mensual	1,0%	14,5%	
				Var. interanual	20,2%	14,5%	
	Var % mensual			4,3%	-19,3%		
	Var. interanual			40,9%	22,1%		
	Créditos y Débitos en Cta.Cte			Var % mensual	4,9%	4,0%	
				Var. interanual	28,1%	20,7%	

III. COMERCIO EXTERIOR

VARIABLE		FUENTE	Periodo	Unidad	Valor	Periodo anterior	
Comercio Exterior	Exportaciones	INDEC	Septiembre 2020	Nivel (US\$ M)	4.711	4.938	
				Var. % interanual	-18,0%	-11,3%	
	Importaciones			Nivel (US\$ M)	4.127	3.508	
				Var. % interanual	3,1%	-20,3%	
	Saldo balanza comercial			Nivel (US\$ M)	584	1.430	

PANORAMA DE ARGENTINA

ARGENTINA: LA SITUACIÓN ES CRÍTICA

Héctor Rubini

Las restricciones cambiarias han deteriorado la credibilidad y la confianza en las autoridades. La suba del tipo de cambio paralelo (“blue”) y la caída de las reservas internacionales han fortalecido las expectativas de una devaluación de la moneda local, y de cambios en el equipo económico del gobierno.

1. La incertidumbre como regla: un nuevo fracaso.

La situación económico y social está empeorando en todos los frentes. Ha aumentado la inseguridad física, así como la llamativa facilidad y frecuencia de usurpaciones de propiedades rurales y urbanas, junto a una marcada pérdida de iniciativa de las autoridades. Los anuncios de casos de reactivación de actividad industrial, obras públicas y flexibilizaciones de la cuarentena son fragmentarios y reflejan, al igual que el proyecto de Ley de Presupuesto 2020 la inexistencia de un plan o proyecto coherente y creíble orientado, al menos, a reactivar la actividad y/o estabilizar precios y tipo de cambio.

La actividad sigue acusando el impacto del COVID-19. La administración de la crisis sanitaria ha mostrado varios aspectos preocupantes: a) flexibilizaciones en las provincias con recursos humanos superados por el aumento del flujo de enfermos para internación, b) restricciones en extremo prohibitivas al ingreso de provincias, sin contemplar casos de visitas de familiares directos a pacientes de COVID-19 u otras enfermedades, c) variado grado de coordinación entre gobierno nacional y provincias, d) testeos en aumento pero entre los niveles más bajos del mundo, e) preocupante aumento de la morbilidad y fallecimientos en el personal médico, f) descenso de las cifras de contagios y muertes en el Área Metropolitana del Gran Buenos Aires, pero rápido y persistente aumento en ocho provincias que han pasado a concentrar el 55% de los casos de todo el país: Santa Fe, Córdoba, Mendoza, Neuquén, Río Negro, Chubut, Tucumán y San Luis.

A fines de septiembre el gobierno de la provincia de Buenos Aires admitió omisiones en el cómputo de muertos por COVID-19 de diversas fechas que desde entonces han tornado imposible confiar en la información de todas las provincias para el seguimiento diario de contagios, fallecimientos y testeos de COVID-19. La semana pasada los administradores de la base de datos “Our World in Data” de la Universidad de Oxford dejaron de publicar los datos de Argentina sobre testeos. Uno de sus responsables, Edouard Mathieu, sostuvo que “Las cifras oficiales agregadas por el gobierno **no son de suficiente calidad para reflejar correctamente el alcance de los testeos**”, y que agregarán los datos de testeos de Argentina “tan pronto como el gobierno confirme públicamente que los datos hayan sido enmendados”.

La economía sigue, por tanto, acusando el impacto de las restricciones al transporte y a toda actividad que suponga aglomeración de personas. De acuerdo al Estimador Mensual de Actividad Económica del INDEC, hacia agosto se habría desacelerado un poco la caída estrepitosa del segundo trimestre del año, pero no hay signos alentadores. Varias ramas de la industria manufacturera han sido liberadas con protocolos sanitarios, pero no mucho más. En general todas las actividades de servicios (principalmente comercio, turismo, educación, espectáculos y administración pública) y la construcción muestra pocos signos de reactivación en la mayoría de las provincias. Como muestra el siguiente cuadro, la inflación se está desacelerando, pero todavía no logra descender a niveles inferiores al 35% anual.

CUADRO 1: INDICADORES DE ACTIVIDAD, INFLACIÓN, Y DE ACTIVOS Y PASIVOS DEL BCRA

Período	EMAE ¹	IPC	Expect de inflación UTDT a 12 meses (prom)	Var. entre saldos prom.		Saldos a fin de trimestre						
				Base monetaria	Pasivos remunerados BCRA ²	Reservas intern. brutas	Encajes sobre dep. en dólares	Swap China	Préstamo BIS ³	Reservas internac. líquidas BCRA	Base monet. + Pasivos pasivos + LELIQ	
	Var. i.a.			U\$S Millones						\$ Millones		
Trim. I	-4,6%	50,4%	33,8%	37,2%	64,80%	43.561	10.315	18.313	3.687	11.246	3.314.315	
Trim. II	-19,8%	43,9%	44,1%	62,1%	81,00%	43.241	10.516	18.358	3.689	10.678	4.071.541	
Trim. III	-12,8%	39,8%	42,8%	72,1%	100,40%	41.379	11.995	19.058	3.692	6.634	4.802.211	
						20-oct-2020	40.812	11.875	19.427	3.692	5.818	5.014.227

1. Para 3er trimestre se utilizó sólo la información disponible de julio-agosto 2020

2. Letras de Liquidez del BCRA (LELIQ) y pasivos pasivos del BCRA.

3. Incluye estimación de intereses devengados.

Fuente: elaboración propia en base a datos de INDEC, UTDT y BCRA

El cuadro indica que los pasivos del BCRA están creciendo a una tasa superior, y con tendencia ascendente, de modo que, con actividad a la baja, la presión sobre los precios, el tipo de cambio y probablemente las tasas de interés, se mantenga hacia la suba, al menos hasta después de fin de año. A su vez, las reservas líquidas del BCRA se encuentran en franco descenso. La mayor pérdida se observó en el 3er trimestre (-U\$S 4.044 millones), continuando su caída en octubre, hasta los U\$S 5.818 millones al 20 de octubre pasado. La suma de pasivos monetarios (base monetaria) y pasivos remunerados del BCRA (pases pasivos y LELIQ) sumaron al 20 de octubre un total de \$5,014 billones, nivel que supera al de un año atrás en un 89,6%.

Las medidas adoptadas desde fines de septiembre no calmaron el mercado. La evolución del tipo de cambio y de las reservas líquidas del BCRA evidencian una nueva crisis de balanza de pagos con una inequívoca presión a la suba del tipo de cambio:

CUADRO 2: TIPO DE CAMBIO OFICIAL, "BLUE" Y DE CONVERSIÓN PARA LOS PASIVOS DEL BCRA

Período	Tipo de cambio a fin de cada período					
	Oficial may.	Var. % i.a.	"Blue"	Var% i.a.	Brecha "Blue" vs. oficial	Pasivos BCRA / Res. int. líquidas BCRA
Trim. I	66,6	50,0%	83,5	91,3%	25,4%	294,7
Trim. II	74,1	69,5%	126,0	187,7%	70,1%	381,3
Trim. III	80,6	34,8%	146,0	138,4%	81,1%	723,9
20-oct-2020	83,3	37,1%	180,0	175,9%	116,2%	861,8

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA y bancos privados.

- 24 de septiembre: **Com "A" 7112** del BCRA que eliminó de la com. "A" 7105 del 15 de septiembre pasado la exigencia de validación previa para realizar transferencias desde cuentas en dólares. No obstante, la nueva norma impuso a los bancos evaluar la capacidad de ingresos de quienes deseen abrir nuevas cuentas, lo cual generó un malentendido con la ANSES al respecto y por casi dos semanas bloqueó la operatoria con cuentas en dólares, generando un visible rechazo por parte del público.
- Anuncio el 1° de octubre de varias medidas:

Ministerio de Economía:

- Baja transitoria de retenciones a las exportaciones de grano de soja de 3 puntos (de 33% a 30%) para liquidación de ventas al exterior en octubre, 2,5 puntos en noviembre, y 1 punto en diciembre retornando a 33% en enero. En aceite y biodiesel la baja es de 4 puntos en octubre desde 30%-31% , convergiendo a 30 en enero próximo para aceite y a 29% para biodiesel.
- Eliminación de retenciones a las exportaciones de bienes manufacturados finales, y reducción a 3% para las de insumos elaborados industriales.
- Reducción de las retenciones sobre exportaciones de metales de 12% a 8%.
- Suba de reintegros a las exportaciones según su valor agregado, a 7% para bienes finales industriales y a 5% para insumos elaborados industriales.

BCRA

- Abandono de la "regla" de aumentar el tipo de cambio pesos/dólar a razón de 8 centavos diarios y adopción de una flotación más volátil para preservar la "competitividad del tipo de cambio real multilateral". Una medida que neutraliza el incentivo al adelanto de la liquidación de divisas de exportación promovido por el Ministerio de Economía.
- Aumento de la tasa de pases pasivos a 24 hs. de 19% a 24%
- Inmovilización por un año de fondos ingresados al país bajo la forma de Inversión Extranjera Directa.
- Bloqueo de compra de dólares por parte de funcionarios de alto rango (respuesta parcial a las fuertes críticas a los funcionarios por promover la desdolarización de la población, pero rehusándose a deshacerse de sus ahorros en dólares).

- Habilitación de la operatoria de yuanes para operaciones de comercio exterior en el Mercado Abierto Electrónico y para que el Rofex inicie los trámites para permitir la operatoria con esa moneda. Pero no se activó el uso del swap con el banco central chino.
3. El 9 de octubre el BCRA subió la tasa de pasivos a 24 hs. de 24% a 27% anual.
 4. El 13 de octubre el BCRA bajó la tasa de las LELIQ de 38% a 37%.
 5. El 15 de octubre el BCRA anunció la suba de la tasa de pasivos a 24 hs. de 27% a 30% anual, la reducción de la tasa de corte de las LELIQ de 37% a 36% a partir del 20 de octubre, y el aumento de las tasas mínimas para depósitos a plazo fijo en pesos de 1 punto, a 34% para plazos fijos de personas físicas menores a \$ 1 M, y a 32% para el resto.

El BCRA emitió además la **Com. "A" 7138** que exige a los importadores que la declaración del Sistema Integral de Monitoreo de Importaciones (SIMI) cuenten con el estado de "Salida" para: a) registrar pedidos de importaciones para consumo y b) cancelar cartas de crédito o avalar letras por importaciones a partir del 16/10/2020. Además, los registros de ingreso aduanero con despachos de importación pendientes entre el 2/09/19 y el 31/10/19 en condición de demora, quedarán en esa situación en caso de no haber sido regularizados con la oficialización de los respectivos despachos. La nueva regulación apunta a desalentar la sobrefacturación de importaciones, pero además permite a las empresas utilizar divisas obtenidas para importaciones para cancelar. a) deuda bajo la forma de títulos en moneda extranjera si su vida promedio es no inferior a un año, b) emisiones de nueva deuda con registro en el país o en el exterior a partir del 9/10/20 con vida promedio no inferior a dos años y c) nueva deuda o aportes de capital de inversión directa atados a la reestructuración de deuda privada con no residentes con vencimiento hasta el 31/03/21, según lo previsto en la Com. "A" 7106.

La nueva norma modificó también el régimen que exigía a los bancos informar al BCRA con 48 hs. de anticipación las necesidades de divisas no inferiores a U\$S 500.000. La Com. "A" 7138 obliga ahora a las entidades a informar con dicha anticipación toda operación de egresos que suponga un acceso al mercado oficial de cambio por montos mayores o iguales a U\$S 50.000. La intención es la de ampliar las operaciones a las cuales el BCRA puede ahora denegar giros al exterior.

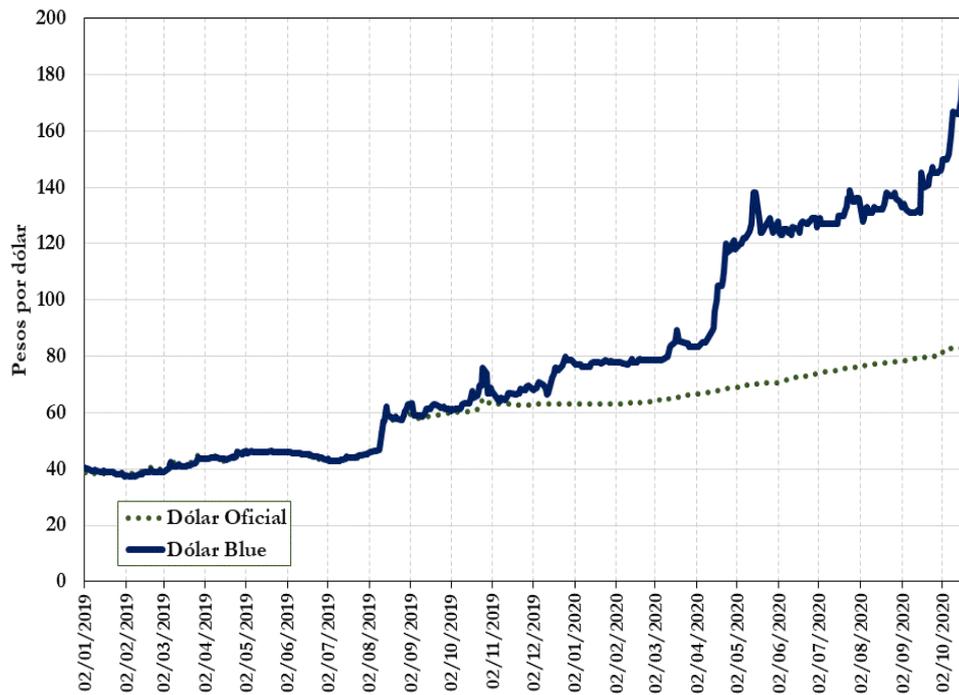
6. El 16 de octubre el BCRA reanuda la operatoria con pasivos a 7 días, abandonada en 2018, ofreciendo una tasa anual del 33%.
7. El 19 de octubre el ministerio de Economía anunció medidas para reducir el "parking" a 3 días, y el lanzamiento de la licitación de nueva deuda para el 9 y el 10 de noviembre por U\$S 750 millones para dar salida a fondos extranjeros sin presionar sobre el dólar Contado con Liquidación. En un párrafo del comunicado oficial se afirmaba que *"las regulaciones implementadas el 15 de septiembre han tendido a reducir la liquidez del mercado, ocasionando una volatilidad que resulta dañina para el proceso de formación de expectativas"*. Algo que exterioriza públicamente una muy fuerte contradicción con el BCRA que el 1° de octubre sostenía haber optado "abandonar el mecanismo de devaluación uniforme, otorgando mayor volatilidad y manteniendo el nivel competitivo del tipo de cambio real multilateral".

Otro párrafo fue en principio bien recibido por la opinión pública, a pesar de no tener explicitado su contenido en detalle: "el BCRA **derogará el punto 5) de la Comunicación "A" 7106 del pasado 15 de septiembre para fomentar la operatoria de emisores locales en mercados regulados argentinos**". Dicho punto disponía que "los no residentes no podrán concertar en el país ventas de títulos valores con liquidación en moneda extranjera", salvo aquellos adquiridos "en el país con liquidación en moneda extranjera a partir del 16/09/20 y hubieran permanecido en la cartera del no residente por el plazo no inferior a un año.

El BCRA, a su vez, emitió la **Com. "A" 7142** que derogó el punto 5) de la Com. "A" 7106, y modificó el punto 6 de dicha norma. Este último establecía que "Las transacciones de títulos valores concertadas en el exterior y los títulos valores adquiridos en el exterior no podrán liquidarse en pesos en el país". La Com. "A" 7142 establece que "Las transacciones de títulos valores concertadas en el exterior no podrán liquidarse en pesos en el país, pudiéndose liquidar en pesos en el país solamente aquellas operaciones concertadas en el país. La medida otorgaría mayor potencia a las intervenciones oficiales en el mercado de bonos, pero no incentiva el ingreso o repatriación de fondos del exterior.

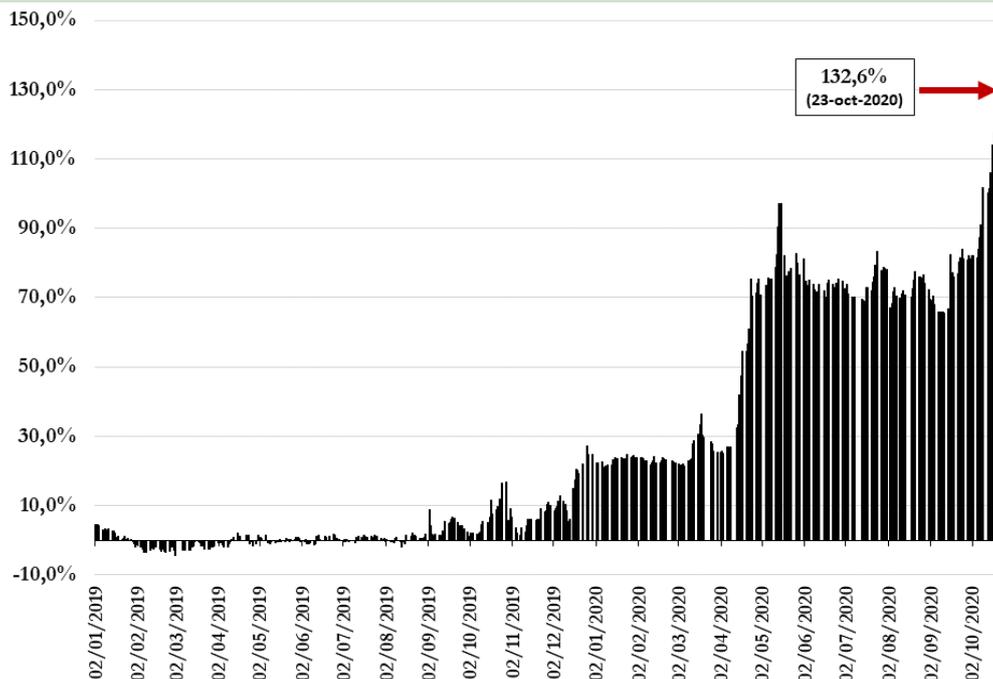
Por otro lado, el Ministerio de Economía envió al Congreso un proyecto de ley para un nuevo blanqueo de capitales orientados a financiar la construcción. La potencia de la propuesta responderá básicamente a los incentivos para atraer contribuyentes interesados a blanquear su situación fiscal. Pero las exenciones impositivas del artículo 10 del proyecto de ley deja al contribuyente expuesto a gravámenes relacionados con exteriorizaciones de riqueza como el que podría ser aprobado por el Congreso este año. Todas estas decisiones no es más que una secuencia de medidas parciales, sin una dirección claramente definida ni para reducir la incertidumbre, ni para estabilizar expectativas. Al cierre de este informe el BCRA y la Comisión Nacional de Valores realizaban llamadas telefónicas a los operadores financieros para suspender operaciones en el segmento “Contado con Liquidación”.

GRÁFICO 1. EVOLUCIÓN DIARIA DEL TIPO DE CAMBIO



Fuente: elaboración en base a datos del BCRA y de bancos privados.

GRÁFICO 2. BRECHA ENTRE EL TIPO DE CAMBIO “BLUE” Y EL OFICIAL



Fuente: elaboración en base a datos del BCRA y de bancos privados.

La intención tal vez sea la de “pausar” el mercado cambiario hasta la emisión de bonos “*dólar linked*” el martes 27 de octubre y tratar a partir de allí de recuperar al menos parte de la credibilidad perdida. Sobre todo, después de que el Presidente manifestara en el coloquio de IDEA que no tiene intención de devaluar la moneda ni de “tocar los depósitos”, y de la serie de declaraciones del ministro de Economía de que no devaluará el peso. Pero en los mercados no se ve en base a qué puede evitar una futura suba del tipo de cambio oficial, dado no es factible revertir la fuerte emisión monetaria para financiar la atención a los efectos negativos de las cuarentenas, ni este año ni tampoco en el próximo.

Como se observa en los gráficos, la brecha entre el dólar “blue” y el oficial superó el 100% desde el 9 de octubre, y el 23 de este mes llegó a 132,6%, la mayor observado de los último 45 años. Por otro lado, en la economía se observan otros síntomas que siguen sumando incertidumbre.

- a) necesidad de llamados de autoridades a operadores financieros para suspender transacciones,
- b) síntomas de desabastecimiento de diversos productos, ante la incertidumbre de las listas de precios y arribo de pedidos de mercaderías para reponer stocks,
- c) mayor demanda de dólares como reserva de valor, ante la percepción de que la inflación no se va a desacelerar, especialmente a partir de la suba de tarifas esperada a partir de enero próximo,
- d) rumores respecto de que la autoridad monetaria habría vendido dólares correspondientes a los encajes legales sobre los depósitos en dólares.

Sin ni final a la vista de las cuarentenas en curso, ni certeza del inicio de las vacunaciones contra el COVID-19, las autoridades parecieron más dedicadas a cuestiones políticas que han debilitado los “puentes” entre las coaliciones de gobierno y opositoras. Peor aún, se observa cierta radicalización agudizada luego de las protestas contra el gobierno, las disputas en torno del poder judicial, y la ola de usurpaciones de inmuebles en una docena de provincias. Un fenómeno que ha generado creciente incertidumbre sobre el presente y futuro de las garantías al ejercicio y goce del derecho de propiedad privada, y que seguirá incentivando el cierre de empresas y el abandono del país de empresarios y profesionales de manera ya irreversible.

PANORAMA INTERNACIONAL

ESCENARIO GLOBAL: TIEMPO DE DEFINICIONES

Jorge Viñas

El FMI moderó sus proyecciones de caída del PIB mundial para 2020 a -4,4% (respecto a -5,2% en junio), pero alertó sobre los riesgos y los obstáculos que enfrenta la economía global para retornar al nivel de actividad previo a la pandemia del COVID-19. EE.UU. entra en la recta final de la campaña electoral. Las encuestas favorecen a Joe Biden por un margen amplio pero la incertidumbre no se ha despejado.

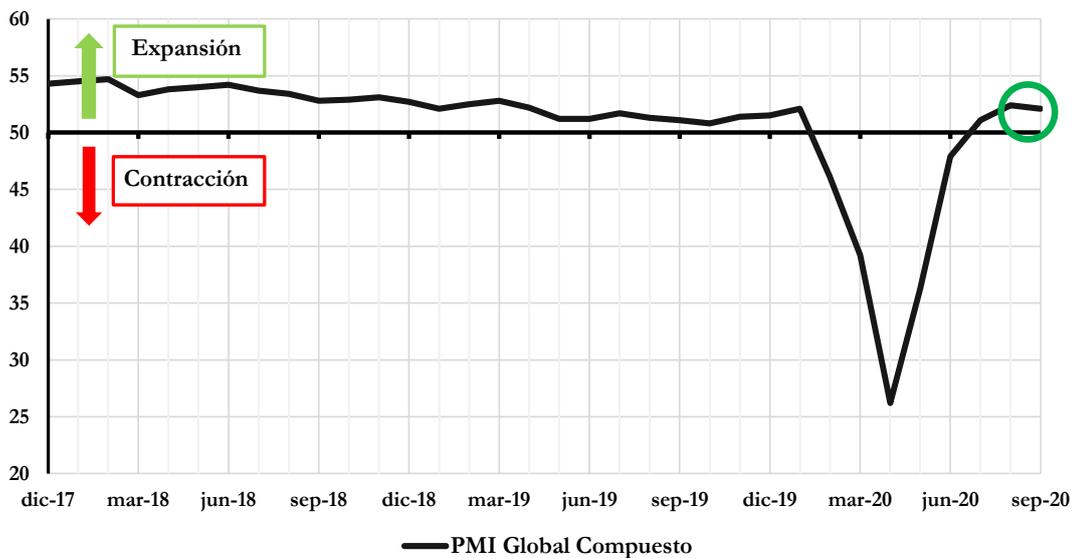
1. La recuperación continúa, las amenazas se mantienen

En el último mes, el panorama de la economía global no ha registrado cambios significativos. Por un lado, los indicadores económicos más recientes muestran que el nivel de actividad continúa recuperándose de la peor recesión desde la Depresión del '30. El indicador principal de la encuesta de actividad PMI Global Compuesto se ubicó en septiembre en 52,1, nivel levemente inferior al 52,4 de agosto, pero sosteniéndose firme en terreno expansivo (véase el gráfico 3).

Por otro lado, se mantienen intactos los obstáculos que conspiran para que la crisis provocada por la pandemia del COVID-19 no pueda ser definitivamente superada. Los rebrotes del coronavirus se multiplican a medida que se acerca la temporada invernal en el Hemisferio Norte, impidiendo que la movilidad social se normalice y forzando a los gobiernos a adoptar nuevas medidas restrictivas buscando evitar el desborde de los sistemas de salud, especialmente en Europa.

En EE.UU., la campaña electoral sigue aumentando la tensión política, lo que conspira contra un acuerdo parlamentario para aprobar un nuevo paquete de ayuda fiscal, al mismo tiempo que abre la posibilidad de que disputas legales prolonguen la definición de un nuevo presidente varios días después de la elección del 3 de noviembre.

GRÁFICO 3. ENCUESTA PMI GLOBAL COMPUESTO



Fuente: Bloomberg

2. *Nuevas proyecciones del FMI: menos negativas para 2020, menos positivas para 2021.*

La semana pasada el FMI presentó las proyecciones actualizadas para la economía global incluidas en el *World Economic Outlook* (WEO) de octubre de 2020. Respecto a las proyecciones previas de junio de 2020, ahora el staff del organismo multilateral estima una contracción menos severa del PIB mundial para 2020, -4,4% frente a -5,2% en la estimación anterior. Pero al mismo tiempo advierte que las proyecciones están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre y que la recuperación está expuesta a sufrir retrocesos, como consecuencia de la falta de control de la pandemia en muchos países. La revisión al alza se explica principalmente por el desempeño mejor a lo esperado en el segundo trimestre de 2020, especialmente en los países desarrollados, donde la reapertura de la economía empezó en mayo, antes de lo que previsto en las proyecciones anteriores. Para 2021, la estimación de crecimiento del PIB mundial se reduce ligeramente a 5,2%, respecto a 5,4% en junio, reflejando tanto el efecto de la menor caída proyectada para 2020 como de la persistencia de las medidas restrictivas para contener la pandemia. Según las nuevas proyecciones, el nivel del PIB mundial en 2021 se ubicaría apenas un 0,6% por encima del nivel de 2019.

En el Cuadro 3 se presentan las proyecciones del FMI detalladas por países y regiones y la comparación con las proyecciones de junio, del que se extraen las siguientes conclusiones:

- 1) **China sigue siendo la única economía importante del mundo logrará cerrar el año 2020 con crecimiento positivo.** La nueva estimación de crecimiento del PIB para 2020 se ubica en 1,9%, +0,9 puntos porcentuales (p.p.) por encima de la anterior, reflejando una recuperación más rápida a lo esperado por el FMI en el segundo trimestre. La recuperación se extendió al tercer trimestre, en el que se registró un crecimiento del PIB del 4,9% interanual (11,2% anualizado respecto al trimestre anterior). Los datos mensuales de actividad de septiembre dejan un arrastre positivo para el cuarto trimestre, ya que la producción industrial, las ventas minoristas, la inversión en activos fijos y la inversión residencial muestran una aceleración en el ritmo de crecimiento respecto al mes anterior.
- 2) **La mejora en las estimaciones de crecimiento del PIB mundial respecto a la actualización de junio se explica por la mejora en los países desarrollados.** Si bien la caída del PIB de 2020 prevista para el grupo de países emergentes sigue siendo menor a la del conjunto de países desarrollados (-3.3% contra -5,8%), la revisión al alza para los países desarrollados es de 2,3 p.p., mientras que el agregado de países emergentes muestra una revisión a la baja de 0,2 p.p. El peso de China entre los países emergentes es determinante para que el desempeño de este grupo supere a los países desarrollados. Mientras que la revisión a la baja respecto a junio se explica principalmente por India, que en el segundo trimestre registró un derrumbe del PIB del -23,9% interanual, mucho peor a la cifra incorporada en la proyección previa. Además, India aún no ha podido

controlar la propagación del virus, postergando la recuperación. Si se excluye a China e India, el desempeño de los países emergentes se asemeja bastante al de los países desarrollados.

CUADRO 3. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO GLOBAL DEL FMI – OCTUBRE DE 2020

En porcentaje	Proyecciones				Diferencia respecto a	
	2018	2019	2020e	2021e	actualización de Junio 2020	
Economía Mundial	3,5	2,8	-4,4	5,2	0,8	-0,2
Países Desarrollados	2,2	1,7	-5,8	3,9	2,3	-0,9
EE.UU.	3,0	2,2	-4,3	3,1	3,7	-1,4
Eurozona	1,8	1,3	-8,3	5,2	1,9	-0,8
Alemania	1,3	0,6	-6,0	4,2	1,8	-1,2
Francia	1,8	1,5	-9,8	6,0	2,7	-1,3
Italia	0,8	0,3	-10,6	5,2	2,2	-1,1
España	2,4	2,0	-12,8	7,2	0,0	0,9
Reino Unido	1,3	1,5	-9,8	5,9	0,4	-0,4
Japón	0,3	0,7	-5,3	2,3	0,5	-0,1
Canadá	2,0	1,7	-7,1	5,2	1,3	0,3
Países Emergentes	4,5	3,7	-3,3	6,0	-0,2	0,2
Asia Emergente	6,3	5,5	-1,7	8,0	-0,9	0,6
China	6,7	6,1	1,9	8,2	0,9	0,0
India	6,1	4,2	-10,3	8,8	-5,8	2,8
Sudeste de Asia	5,3	4,9	-3,4	6,2	-1,4	0,0
Europa Emergente	3,3	2,1	-4,6	3,9	1,2	-0,3
Rusia	2,5	1,3	-4,1	2,8	2,5	-1,3
América Latina	1,1	0,0	-8,1	3,6	1,3	-0,1
Brasil	1,3	1,1	-5,8	2,8	3,3	-0,8
México	2,2	-0,3	-9,0	3,5	1,5	0,2
Arabia Saudita	2,4	0,3	-5,4	3,1	1,4	0,0
Nigeria	1,9	2,2	-4,3	1,7	1,1	-0,9
Sudáfrica	0,8	0,2	-8,0	3,0	0,0	-0,5

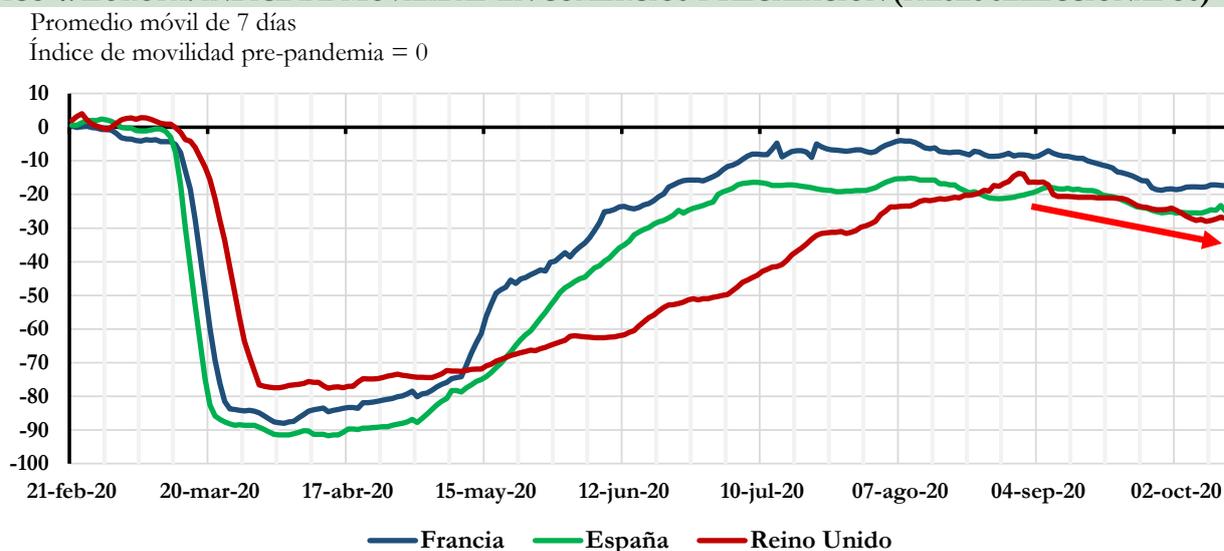
Fuente: FMI, World Economic Outlook – Octubre 2020.

- 3) **La mejora de la economía de EE.UU. no alcanza para alimentar las posibilidades electorales de Trump.** Entre los países desarrollados, sobresale la mejora en la proyección de EE.UU., que recorta casi a la mitad la caída del PIB para 2020 respecto a la estimación previa, de -8,0% a -4,3%. La reapertura anticipada de la economía a partir de mayo, los paquetes de asistencia fiscal que inyectaron más de 12% del PIB y el soporte de la asistencia monetaria y crediticia prácticamente ilimitada de la Fed, contribuyeron a un vigoroso repunte del consumo de bienes. Los datos más recientes de ventas minoristas correspondientes al mes de septiembre muestran que se sostiene la tendencia positiva, con un crecimiento mensual del 1,9%. Sin embargo, hasta el momento Trump no ha podido capitalizar en las encuestas la mejora en el nivel de actividad de los últimos meses. Por un lado, más allá de la mejora, el año 2020 cerrará con una contracción muy fuerte, mucho peor que en la gran crisis financiera (en 2009 la caída del PIB fue de -2,8%). Por otro lado, el desempeño de Trump en los debates presidenciales y la postura que adoptó frente a su contagio impactaron negativamente en el electorado, por lo que **su contrincante, el candidato demócrata Joe Biden, volvió a ampliar su ventaja en las encuestas.**¹
- 4) **Para 2021, las revisiones a la baja más fuertes también se dan en los países desarrollados, con EE.UU. y Europa a la cabeza.** Esto se debe parcialmente al punto de partida más elevado que representan las revisiones al alza para 2020. Pero también a las dificultades que enfrentan Europa y EE.UU. para sostener la recuperación en marcha. Si bien los gobiernos en Europa y en algunos estados de EE.UU. han recurrido a

¹ Diferente ha sido la suerte del mandatario brasileño Jair Bolsonaro, quien ha adoptado posturas similares a las de Trump frente a la pandemia. Brasil también sobresale entre los países emergentes como uno de los de mayor mejora en las proyecciones para 2020, pero a diferencia de Trump, Bolsonaro sí muestra un impacto positivo en las encuestas, habiendo alcanzado los niveles de popularidad más elevados desde el comienzo de su presidencia. El caso de Brasil se analiza en detalle en el artículo de Leandro Marcarian y Eric Machta, “Brasil: Recuperación incipiente con riesgos hacia adelante”, en este número del IEM.

medidas de restricción parciales y sectorizadas para contener los rebrotes, los casos de contagio siguen en aumento, y empiezan a evaluarse medidas de alcance más general. Hasta ahora, las medidas parciales no han tenido un impacto significativo en el nivel de actividad a nivel agregado, pero ya se empiezan a percibir cambios en la dirección de los índices de movilidad, que han mostrado una elevada correlación con el nivel de actividad económica, especialmente en los sectores de servicios. Tras haber alcanzado niveles cercanos a los prevaecientes antes de la pandemia durante el verano boreal, en muchos países de Europa los índices de movilidad están registrando bajas incipientes (véase el gráfico 4). En EE.UU. hay temor por la expansión del virus en zonas rurales donde no había llegado, y por la superposición que puede generar una segunda ola de COVID-19 con el brote habitual de gripe en invierno, lo que desafiaría nuevamente la capacidad del sistema de salud. El menor grado de mortalidad que muestra el virus al atacar a segmentos más jóvenes de la población constituye un alivio, pero nada garantiza que no vuelva a empeorar. Sigue dependiendo de la obtención de vacunas para la normalización plena, pero difícilmente lleguen antes del segundo semestre de 2021 en forma masiva.

GRÁFICO 4. EUROPA: ÍNDICE DE MOVILIDAD EN COMERCIOS Y RECREACIÓN (PAÍSES SELECCIONADOS)



Fuente: Google

3. Elecciones en EE.UU.: Ventaja para Biden y alta tensión política en la recta final hacia el 3 de noviembre

Siguiendo las proyecciones del resultado electoral del *Princeton Election Consortium*² (introducidas en el IEM del mes anterior), la última actualización al 19 de octubre muestra que el candidato Demócrata Joe Biden mantiene una cómoda ventaja, ya que alcanzaría 351 escaños en el colegio electoral (un mes atrás eran 352), claramente por encima del mínimo de 270 escaños requeridos para ser electo Presidente, mientras que Trump se alzaría con sólo 163 (cayendo de 181 el mes anterior). Ahora haría falta que Trump mejore su performance electoral en 5,7% respecto a las encuestas, frente a 5,1% estimado un mes atrás, para revertir el resultado. La ventaja sigue sin poder ser considerada irremontable, pero la tendencia y el tiempo restante le juegan en contra a Trump³. Esto también se ve reflejado en el mercado de apuestas electorales, donde las probabilidades de triunfo de Biden se han ampliado en promedio a 60,8%, desde 53,1% un mes atrás, con la consiguiente reducción de las probabilidades de Trump de 46,1% a 39,5% en el mismo lapso.

Del mismo modo, la otra elección clave, la del Senado, también se estaría inclinando en favor de los Demócratas, que obtendrían 53 escaños frente a 47 de los Republicanos, aunque hay 4 bancas en juego que no muestran una definición clara en las encuestas. Si se confirman estos resultados en las urnas, los Demócratas obtendrían el control de la Presidencia y de ambas cámaras del Congreso, con amplio poder para imponer su agenda propia. Dado que este es el escenario que se

² Para más detalles, se puede consultar el sitio en Internet <https://election.princeton.edu/>

³ Las encuestas muestran que todavía hay 10 estados donde el resultado estaría indefinido, entre los que se encuentran la mayoría de los denominados “swing states” (véase el IEM de septiembre de 2020) pero también algunos que históricamente se han volcado para uno de los partidos, como es el caso de Texas que suele estar asegurado para los Republicanos, pero ahora no surge un ganador claro. Trump necesitaría imponerse en al menos 7 de esos estados para tener posibilidades de llegar a los 270 escaños en el colegio electoral.

va consolidando como el más probable, corresponde plantearse cuales serían sus consecuencias en materia de política económica. La principal diferencia respecto a un eventual segundo mandato de Trump, que hoy luce como el escenario menos probable, se presenta en la política fiscal. Los Demócratas buscarían la reversión de las rebajas impositivas para las empresas aprobadas por Trump (o no las renovarían cuando venza su plazo de vigencia), mientras que impulsarían un aumento del gasto público destinado a políticas de inclusión y promoción social y conservación del medio ambiente, así como se frenaría el desmantelamiento del programa de salud aprobado durante el gobierno de Obama (“*Obamacare*”). El impacto neto sobre el déficit fiscal no es unívoco, ya que el mayor gasto público sería al menos parcialmente compensado por una mayor presión tributaria sobre las empresas. También habría diferencias importantes en política exterior, en particular se buscaría restablecer relaciones comerciales más armoniosas con China.

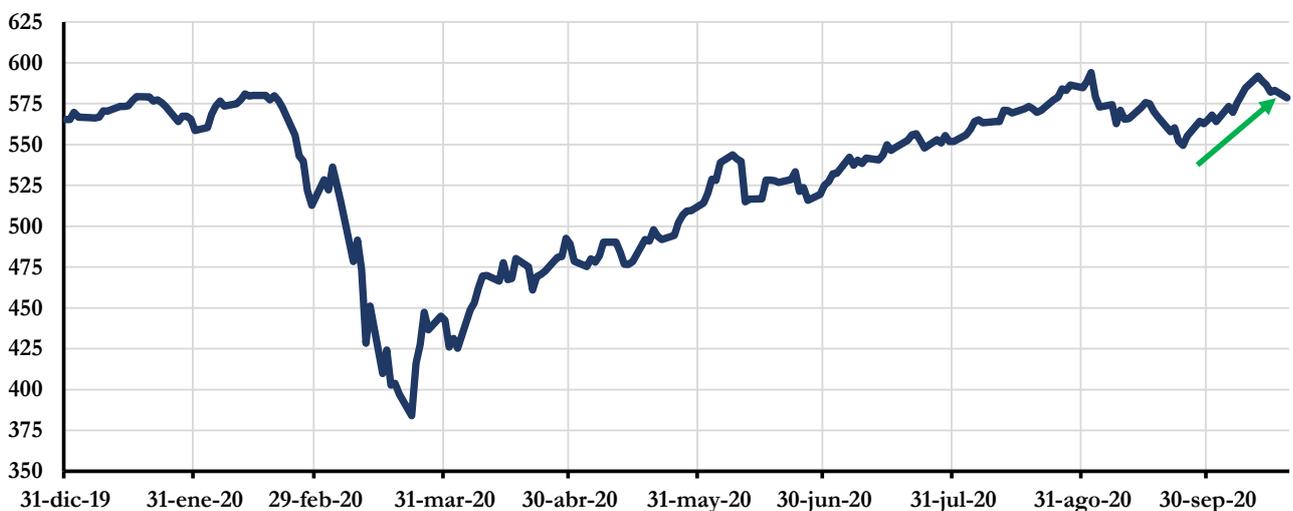
Pese a que hasta el momento parece no haber brindado los frutos deseados, Trump sigue insistiendo con una estrategia de confrontación para recuperar terreno, como quedó de manifiesto en la postura abiertamente agresiva y beligerante que adoptó en el debate presidencial, así como en los *tweets* con mensajes descalificadores hacia su rival que publica casi diariamente. La postura combativa también se advierte en la decisión de avanzar en el Senado con la nominación de su candidata para ocupar la vacante en la Corte Suprema de Justicia, cuando falta menos de un mes para las elecciones. Todo esto ha configurado un clima enrarecido, de alta tensión política, que está trabando el acuerdo entre ambos partidos para aprobar un nuevo paquete fiscal que renueve o reemplace los programas de asistencia que caducaron en agosto y solo se han extendido parcialmente por decreto presidencial. Si bien las negociaciones no se han interrumpido, persisten las diferencias entre los Demócratas, que buscan aprobar un paquete de asistencia de amplio alcance por U\$S 2,2 billones, y los Republicanos, que están a punto de votar en el Senado un programa más limitado por U\$S 0,5 billones. La última oferta del Secretario del Tesoro, Steven Mnuchin, alcanzaría U\$S 1,9 billones, pero no ha sido aceptada por la líder Demócrata en la Cámara de Representantes Nancy Pelosi, quien fijó el martes 20 de octubre como fecha límite para alcanzar un acuerdo antes de las elecciones.

Otro factor de incertidumbre y de potencial tensión se plantearía en caso de que los resultados preliminares en la noche del 3 de noviembre no arrojen un claro ganador, lo que es más posible que en otras elecciones por la elevada participación de votos por carta ante las restricciones provocadas por el coronavirus. Esto abriría la puerta a pedidos de recuentos que lleven varios días, que podría derivar en impugnaciones ante la justicia electoral que abra una batalla legal más prolongada, antes de que pueda consagrarse un nuevo Presidente.

4. *Los mercados financieros no parecen intimidarse por los riesgos latentes.*

Pese a los riesgos que enfrenta la economía global en el corto plazo, desde principios de octubre los mercados financieros han retomado el tono positivo, superando en gran parte la corrección bajista que se había verificado en septiembre. En efecto, el índice mundial de acciones volvió a mediados de octubre a los máximos alcanzados a principios de septiembre. Al cierre del 19 de octubre acumula una suba de 2,4% en lo que va del año 2020 (véase el **gráfico 5**).

GRÁFICO 5. EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MSCI DE ACCIONES MUNDIALES EN 2020 - EN U\$S.



Fuente: Bloomberg

Esto parece indicar que los inversores no ven a dichos factores de riesgo como una amenaza para la tendencia positiva instalada desde abril, cuando empezó a vislumbrarse el inicio de la recuperación. Si bien se toma nota del avance de la segunda ola del COVID-19 en Europa y EE.UU., el descenso de la mortalidad, así como la resistencia hacia las cuarentenas estrictas lleva a descontar que el impacto económico no será significativo, por lo que la recuperación en marcha no se frenará. Cualquier evidencia que se acumule en contra de esta percepción podría provocar un nuevo episodio de volatilidad y de aversión al riesgo.

En modo similar, tampoco parece tener gran influencia la tensión política y la incertidumbre que rodea al proceso electoral de EE.UU., tanto respecto al impacto sobre las empresas dependiendo de quien se alce con el triunfo, como respecto a la posibilidad de que los resultados preliminares sean impugnados y se prolongue la definición.

Esto podría estar relacionado con el hecho de que, gane quien gane, la Fed está determinada a mantener el sesgo expansivo de la política monetaria, más concretamente a mantener la tasa de Fondos Federales en torno a 0 **aun cuando la inflación repunte y supere el 2%, lo que garantiza la persistencia de un alto nivel de liquidez que seguirá fluyendo hacia los activos de riesgo.**

En este contexto, las tasas de mercado, tanto en términos nominales como reales se mantienen cerca de su piso histórico en la mayor parte del mundo. La tasa de retorno del bono del tesoro de EE.UU. a 10 años se ubica en torno a 0,75% al cierre del 19 de octubre. Mientras que el dólar estadounidense continúa cerca de su valor mínimo de los últimos dos años frente a una canasta de divisas representativa del comercio exterior de EE.UU. La relativa debilidad del dólar contribuye a sostener el precio de los *commodities*, a lo que también ayuda la recuperación de China. En particular, sobresale el comportamiento del precio de la soja, que acumula subas de 20% en los últimos dos meses, alcanzando niveles máximos en dos años.

De esta forma el escenario global mantiene un tono benigno pese a las amenazas, aunque se debe estar preparado para episodios de alta volatilidad en los próximos meses.

BRASIL: RECUPERACIÓN INCIPIENTE CON RIESGOS HACIA ADELANTE

Leandro Marcarian y Eric Machta

A menos de un mes de las elecciones municipales la popularidad de Bolsonaro sigue creciendo, gracias a tasas de interés en mínimos históricos y transferencias de recursos hacia los sectores de menores ingresos. Aun así, es una incógnita la sustentabilidad de dicho paquete de estímulo.

1. Introducción

Desde el comienzo de la pandemia a principios de marzo, Brasil se encuentra en el ojo de la tormenta debido a la reacción inicial del Gobierno Federal decidiendo no tomar medidas drásticas en términos de confinamiento, entrando así en conflicto con decisiones de varios estados federados y otros países de la región. La principal potencia económica regional se convirtió rápidamente en uno de los epicentros de la pandemia, y es el segundo país con más muertos del mundo acumulando más de 153.000 fallecidos y 5.200.000 casos totales. Sin embargo, pareciera que lo peor en términos sanitarios ha pasado, con una clara tendencia a la baja en los casos informados diarios y las muertes en las últimas semanas.

Al momento de la aparición del COVID-19, Brasil se encontraba en medio de un plan de equilibrio fiscal que buscaba llegar al equilibrio a fines del 2020. En el año previo logró puntos claves como una reforma previsional y un plan de achicamiento del estado conocido como 'Mas Brasil' en noviembre del 2019. Estas políticas de ajuste fiscal, lideradas por el ministro Guedes y con total apoyo del presidente fueron rápidamente puestas en peligro debido a la caída de la actividad económica causada por la pandemia.

2. Del foco puesto en el déficit al asistencialismo

En medio del delicado contexto económico y sanitario, Bolsonaro decidió dar un fuerte giro proponiendo un plan de estímulo económico que llegaría al 12% del PBI de la economía más grande de Sudamérica. Uno de los ejes de dicho plan fue un programa de transferencias monetarias conocido como '*Auxílio Emergencial*' popularizándose como el '*Coronavaucher*'. El pago de estos cheques mensuales, en su principio era de 600 reales (unos 115 USD) y ahora se redujo a la mitad, llega a más de 66 millones de brasileños significando un gasto de más de 200 mil millones de Reales (USD 9 Bn.)

por mes, desde que comenzó en agosto. Para dimensionar, Brasil en su programa de bolsa familia (uno de los programas de transferencias condicionadas con mayor alcance y gasto del mundo) significa un gasto de 30.000 M de reales por año, mientras que el *Auxilio de Emergencia* son 50.000 M por mes.

El impacto de esta medida fue tal que la pobreza se habría reducido al 21,7% en comparación al 25,6% de junio 2020 según la Fundación Getulio Vargas. Por otro lado, aquellos que viven con menos de USD 1.9 por día cayó del 8% del año pasado a solo 3.3%, siendo estos números los más bajos de los últimos 15 años. Muchos analistas se animan a relacionar directamente el impacto de estas medidas redistributivas al aumento en la imagen positiva del Presidente que se encuentra en su punto más alto desde que fue electo. De acuerdo a una reciente encuesta de Ibope la aprobación a la gestión del mandatario estaría en un 40%. La discusión en el país vecino ahora es de cómo mantener semejante presentación social, al menos hasta fin de año y de qué manera se va a poder cortar sin dejar millones nuevamente debajo de la línea de la pobreza.

Por otro lado, en el delicado contexto de la pandemia el mes que viene Brasil tendrá elecciones municipales, inicialmente previstas para octubre, pero fueron postergadas hasta el 15 de noviembre por la situación sanitaria. Bolsonaro no ha tenido mucho protagonismo en la campaña, ya que desde fines del año pasado que abandonó el PSL (Partido Social Liberal), partido a través del cual llegó al poder, aun no ha configurado un frente electoral propio y está apoyando a algunos candidatos particulares como el caso de su hijo Carlos Bolsonaro quien buscará la reelección como concejal en Rio de Janeiro. La otra particularidad será también que el PT (Partido de los Trabajadores), tampoco tendrá gran relevancia en las elecciones de los principales distritos.

3. *El impacto de la crisis en la economía*

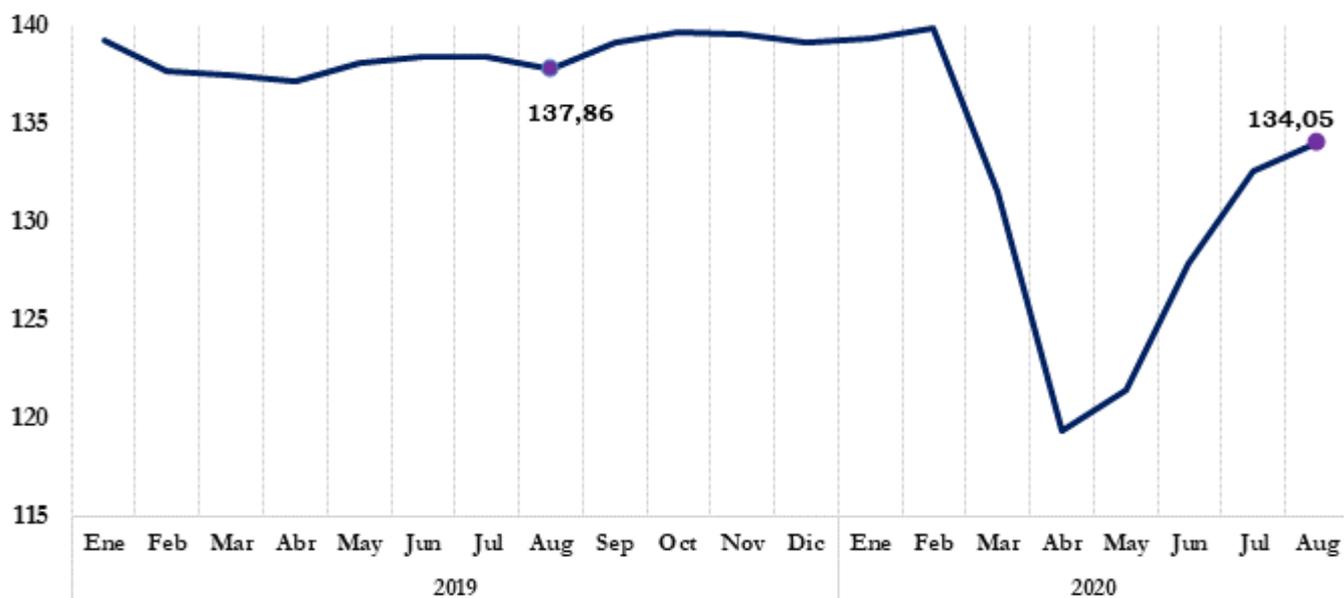
Los resultados, por el momento, no parecen ser buenos, si se los analiza de forma aislada. Pero cuando se los pone en el contexto de crisis mundial, se podría decir que Brasil ha logrado mantener la situación relativamente controlada. Desde el punto de vista de las variables de índole más “social” el resultado es mixto. Como se mencionó en el párrafo anterior, los niveles de pobreza han sido reducidos gracias al gran esfuerzo fiscal y las transferencias no condicionadas realizadas por el gobierno central. El desempleo, sin embargo, ha venido creciendo a un ritmo promedio de aproximadamente medio punto porcentual por mes, desde diciembre, llegando a un 13,8% en julio (último dato disponible). A diferencia de la pobreza monetaria, que puede ser evitada a través de transferencias directas, una solución gubernamental para el problema del desempleo es mucho menos fácil de conseguir, a menos que los gobiernos estatales y municipales se decidan a contratar. La ausencia de nuevas contrataciones públicas, sumado al derrumbe del sector de servicios (hoteles, restaurantes, turismo, etc.), que significan el 70% del PBI brasileño, pero compensado con transferencias monetarias, han dado como consecuencia el aumento en la tasa de desempleo recién explicado, el cual no estuvo acompañado por un aumento en la tasa de pobreza, como predice la teoría económica.

Desde el punto de vista de la actividad económica, la película parece cambiar de forma drástica entre el segundo y el tercer trimestre. El PBI de Brasil cayó de forma módica en el primer trimestre, tan solo un 0,3% de forma interanual, cuando la crisis del Covid-19 recién se empezaba a conocer en América Latina. Ese resultado es superlativo cuando se lo compara con países, como por ejemplo Argentina, que, con tan solo 15 días de cuarentena en el primer trimestre, le alcanzó para que su nivel de actividad caiga más del 5%. Entre abril y mayo, la historia cambia. Brasil se convierte en el epicentro de la crisis, con récords de muertes y contagios; y su PBI se contrae un 11,4% de forma compatible con lo que sucedía en la región y en el mundo.

Aquí vale hacer una observación importante. Es cierto que el PBI se desploma en el segundo trimestre, pero cuando se mide de forma mensual, a través del índice de actividad económica del Banco Central de Brasil (IBC Br), se pueden ver varias cosas que el cálculo trimestral del PBI esconde.

- Entre enero y agosto, el IBC Br solo se contrajo en dos meses, marzo y abril
- Toda la caída de la actividad está explicada por lo sucedido en un único mes, abril
- A partir de abril, la economía comienza un rebote muy fuerte del 30% promedio, alcanzando un máximo del 45% en julio
- De continuar esta tendencia, el IBC Br volvería a sus niveles de pre pandemia en uno o dos meses máximo.

GRÁFICO 6: ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL BANCO CENTRAL DE BRASIL (IBC BR)

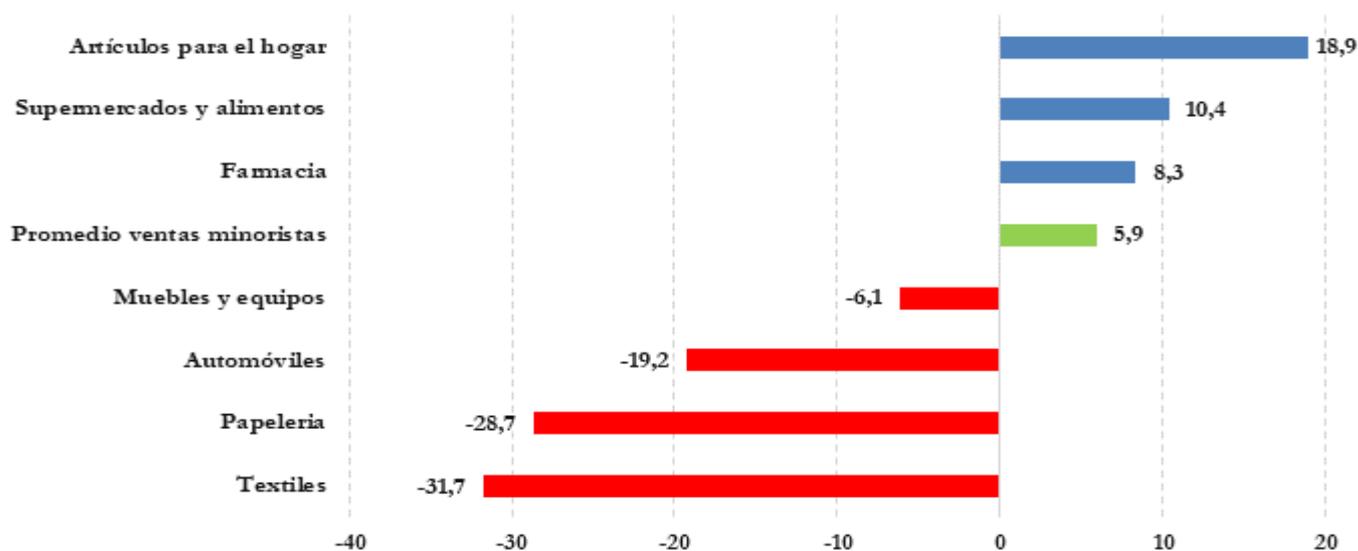


Fuente: Elaboración propia en base a datos de BCB

Los datos mensuales sobre indicadores clave sugieren que actualmente se está produciendo una recuperación incipiente. La manufactura, por ejemplo, se ha estado recuperando luego de una fuerte contracción en abril y mayo, y los datos del índice "Purchasing Manager's" (PMI) sugieren expansiones en julio y agosto. Y el sentimiento entre los empresarios industriales también parece haberse recuperado, medido a través del Índice de Confianza en la Manufactura de la Fundación Getulio Vargas (FGV) que subió con fuerza en septiembre. Sin embargo, dada la magnitud de la desaceleración en el segundo trimestre (el sector manufacturero se contrajo un 17,4% en términos reales en el segundo trimestre), la producción manufacturera fue un 6,6% menor en julio en comparación con los niveles de enero anteriores al COVID-19.

Los consumidores también parecen estar aumentando el gasto a medida que se abre la economía. El volumen de ventas minoristas, por ejemplo, se ha recuperado desde mayo con volúmenes de ventas en julio superiores a los niveles anteriores a COVID-19. Las tendencias en el volumen del gasto minorista también muestran que los consumidores en Brasil, como en muchas otras partes del mundo, están aumentando el gasto en comestibles y artículos para el hogar mientras reducen los productos que probablemente consideran "no esenciales", como ropa y calzado.

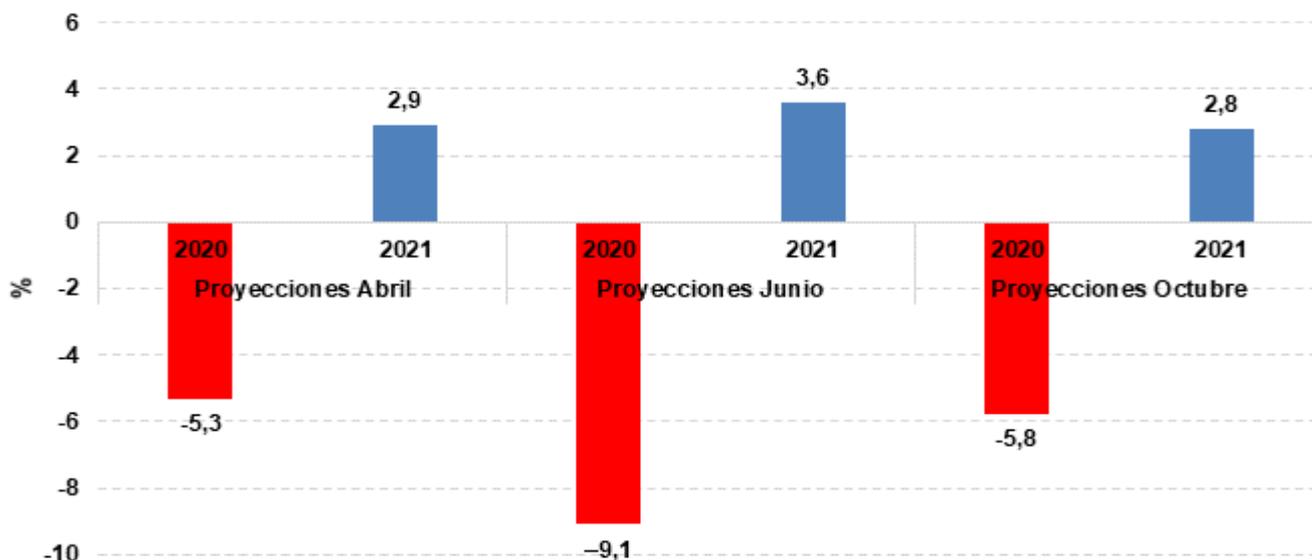
GRÁFICO 7: CAMBIO PORCENTUAL EN EL VOLUMEN DE VENTAS MINORISTAS. ENERO-JULIO 2020



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Deloitte.

La consecuencia de todo esto ha sido una mejora en las expectativas sobre el futuro económico de Brasil. El *Market readout*, una encuesta sobre las expectativas de mercado que publica el BCB ha visto mejoradas las proyecciones de crecimiento para 2021 como también se evidencia una menor caída para 2020, a medida que fueron avanzando los meses. El mismo resultado se puede encontrar en los sucesivos *World Economic Outlook* que publica trimestralmente el FMI, recortando la caída proyectada para el PBI brasilero en un 36% entre sus publicaciones de junio y octubre.

GRÁFICO 8: PROYECCIONES DEL FMI DE CRECIMIENTO DEL PBI DE BRASIL 2020/2021



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

4. *Los riesgos de la recuperación incipiente*

Mucho del éxito reciente de Brasil está siendo adjudicado a la política fiscal récord (*Coronavoucher*) y a una política monetaria acomodaticia que bajó el costo del dinero a mínimos históricos. El principal problema de esta política va a ser el conflicto al intentar reducir las transferencias monetarias, y que va a suceder con los números de la pobreza si es eliminado el programa.

El esfuerzo fiscal a lo largo de los meses de pandemia ha llevado al gobierno federal de Brasil de una situación de virtual equilibrio fiscal primario en diciembre pasado, a un déficit del 8,5% del PBI en agosto y a niveles de deuda bruta de casi el 90% del PBI (con un aumento de 10 puntos porcentuales entre enero y agosto).

La situación de la tasa de interés de referencia del mercado brasilero, Selic, es similar. La desaceleración económica ha llevado al BCB a recortar la tasa 5 veces en lo que va del año, pasando de un 4,5% en enero al 2% actual, siendo el último recorte el 6 de agosto pasado.

Para complicar las cosas aún más, tanto desde el costado fiscal como del monetario las opiniones dentro del gobierno no son homogéneas. Por un lado, están los que creen que la recuperación es demasiado débil como para retirar los estímulos y abogan por mantener los “*Coronavoucher*” y una reducción aun mayor de la Selic; y por el otro, están los más preocupados por el equilibrio fiscal y que, a su vez, creen que la tasa ha tocado su límite inferior técnico. Mayores recortes de tasa podrían llevar a Brasil a una situación inédita de trampa de liquidez, según este segundo grupo.

Volver a ordenar las cuentas fiscales pone en riesgo esta incipiente recuperación, a la vez que un alza en la tasa de interés sería un golpe de gracia sobre la misma. Por otro lado, no hacerlo trae riesgos de deuda e inflacionarios (aunque estos últimos en menor medida, ya que las expectativas inflacionarias parecen estar bien ancladas sobre el objetivo central del 3.75% para 2021). **La situación de Brasil es ciertamente mejor de la que se creía hace unos meses, pero no está fuera de peligro. Es posible que lo único que haya logrado con sus políticas fiscales y monetarias super expansivas, haya sido diferir esos riesgos hacia un futuro no muy lejano.**

PRÓXIMOS INDICADORES Y EVENTOS

2020		octubre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
26	27	28	29	30	31	01
INDEC: Encuesta nacional de centros de compras, y de autoservicios mayoristas y supermercados. Agosto 2020.	Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM).	Banco Central de Brasil: Reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM). Banco de Japón: Reunión de Política Monetaria.	INDEC: Índice de Salarios. Agosto 2020. Banco Central Europeo: Reunión de Política Monetaria.			

2020		noviembre				
LUNES	MARTES	MIÉRCOLES	JUEVES	VIERNES	SÁBADO	DOMINGO
02	03	04	05	06	07	08
		Reserva Federal EE.UU.: Reunión del Comité de Mercado Abierto. Bureau of Economic Census EE.UU.: Comercio Internacional de Bienes y Servicios. Septiembre 2020.	INDEC: Índice de Prod. Industr. Manufacturero. Septiembre 2020. Indicadores de Actividad de la Construcción. Septiembre 2020. BCRA: Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) Banco de Inglaterra: Reunión de Política Monetaria. Reserva Federal EE.UU.: Reunión del Comité de Mercado Abierto.	IBGE (Brasil): Índice Nacional de Precios al Consumidor. Octubre de 2020. Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Situación del Empleo. Octubre 2020		
09	10	11	12	13	14	15
INDEC: Índice de Precios y Cantidades del Comercio Exterior 3 ^{er} Trimestre. BCRA: Informe Monetario Mensual.	IBGE (Brasil): Encuesta Mensual de Producción Industrial. Septiembre de 2020,		INDEC: Índice de Precios al Consumidor. Octubre 2020. Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Índice de Precios al Consumidor. Octubre 2020	Bureau of Labor Statistics EE.UU.: Índice de Precios al Productor. Octubre 2020		
16	17	18	19	20	21	22
INDEC: Utilización Capacidad Instalada Industria. Septiembre 2020.	INDEC: Canasta Básica Alimentaria y Canasta Básica Total. Octubre 2020. BCRA: Informe de Política Monetaria.		INDEC: Índice de Costo de la Construcción (ICC). Septiembre 2020. Índices de Precios Mayoristas. Octubre 2020.			

INDICADORES

Indicador	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20
Precios													
IPC Nacional (INDEC) Var. % m/m	5,9%	3,3%	4,3%	3,7%	2,3%	2,0%	3,3%	1,5%	1,5%	2,2%	1,9%	2,7%	2,8%
IPC Nac. Núcleo Var. % m/m	6,4%	3,8%	4,0%	3,7%	2,4%	2,4%	3,1%	1,7%	1,6%	2,3%	2,5%	3,0%	2,3%
IPC Alim. y beb. no alc. Var. % m/m	5,7%	2,5%	5,3%	3,1%	4,7%	2,7%	3,9%	3,2%	0,7%	1,0%	1,3%	3,5%	3,0%
IPC GBA (INDEC) Var. % m/m	5,8%	3,2%	4,1%	3,8%	1,9%	1,8%	3,6%	1,4%	1,5%	2,0%	1,6%	2,8%	2,8%
IPC GBA Núcleo Var. % m/m	6,3%	3,8%	3,7%	3,9%	2,1%	2,1%	3,3%	1,6%	1,4%	2,3%	2,3%	3,2%	2,2%
IPCBA (CABA) Var. % m/m	5,0%	2,8%	4,0%	3,5%	2,4%	1,8%	2,7%	2,0%	1,0%	1,4%	1,6%	2,4%	2,2%
IPC Nacional (INDEC) Var. % a/a	53,5%	50,5%	52,1%	53,8%	52,9%	50,3%	48,4%	45,6%	43,4%	42,8%	42,4%	40,7%	36,6%
IPC Nac. Núcleo Var. % a/a	55,3%	54,2%	52,1%	56,7%	54,2%	53,6%	53,8%	58,7%	46,2%	45,6%	46,2%	43,9%	38,3%
IPC Alim. y beb. no alcohólicas Var. % a/a	56,9%	51,8%	54,6%	56,8%	58,8%	54,2%	51,3%	52,2%	49,6%	47,4%	46,0%	44,5%	40,8%
IPC GBA (INDEC) Var. % a/a	52,4%	49,7%	51,4%	52,9%	51,5%	48,6%	46,9%	44,2%	42,1%	41,3%	40,6%	39,2%	35,2%
IPC GBA Núcleo Var. % a/a	53,9%	53,3%	51,4%	55,4%	54,2%	51,8%	50,3%	47,3%	44,6%	44,2%	44,5%	42,3%	36,8%
IPCBA (CABA) Var. % a/a	50,8%	47,2%	49,0%	50,6%	48,6%	46,4%	44,6%	42,2%	39,2%	37,4%	36,6%	35,3%	31,7%
Expectativas de Inflación (UTDT)													
Mediana	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	40,0	50,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Media	33,1	31,2	32,7	31,6	31,8	35,8	33,8	40,3	47,4	44,5	43,1	45,0	40,3
Indicadores Fiscales SPNF (Var. % a/a)													
Ingresos Totales	50,4%	44,3%	57,8%	60,1%	40,3%	36,8%	30,7%	14,0%	2,4%	7,8%	16,1%	24,9%	34,3%
Gastos Totales	45,0%	29,3%	44,3%	41,0%	42,3%	60,0%	65,7%	69,5%	77,3%	56,7%	37,8%	60,0%	61,2%
Ingr. Primarios (sin Rentas de la Prop.)	51,9%	47,6%	58,0%	63,3%	36,3%	43,3%	36,5%	18,6%	5,0%	8,5%	21,0%	27,2%	36,5%
Gastos Primarios	37,9%	31,9%	40,3%	34,6%	50,6%	51,5%	70,0%	96,6%	96,8%	72,7%	59,2%	56,9%	71,6%
Recursos tributarios (Var. % a/a)													
Recaudación total	42,5%	42,8%	58,2%	53,9%	44,9%	42,6%	35,3%	11,6%	12,4%	20,1%	24,0%	33,5%	43,7%
Dirección General Impositiva	40,2%	39,9%	43,5%	26,2%	35,4%	30,3%	21,1%	-2,3%	3,7%	3,9%	3,2%	14,5%	20,2%
Dirección General de Aduanas	100,5%	65,2%	67,4%	81,4%	87,1%	64,6%	62,8%	32,4%	-1,1%	26,5%	20,9%	6,4%	30,1%
Sistema de Seguridad Social	29,2%	27,3%	42,1%	46,7%	38,4%	42,8%	40,0%	10,0%	11,6%	22,4%	18,5%	22,1%	40,9%

Indicador	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20
Confianza del Consumidor (UTDT)													
Indice	42,1	43,8	41,4	42,4	43,0	42,7	41,2	39,3	38,4	39,5	38,2	41,3	40,3
Var. % m/m	0,6%	4,0%	-5,5%	2,4%	1,6%	-0,7%	-3,5%	-4,7%	-2,2%	-2,7%	-3,3%	8,2%	-2,4%
Var. % a/a	24,9%	34,1%	28,8%	17,7%	30,0%	18,6%	18,5%	14,2%	5,3%	-2,7%	-13,6%	-1,3%	-4,2%
Indicadores de Actividad													
EMAE (INDEC) Var. % a/a	-2,1%	-0,9%	-2,2%	-0,2%	-1,9%	-2,4%	-11,4%	-26,0%	-20,5%	-12,3%	-13,2%	s/d	s/d
Var m/m, sin estacionalidad	-1,2%	0,8%	-1,0%	-0,1%	-0,6%	-0,8%	-10,2%	-17,6%	9,7%	7,4%	1,1%	s/d	s/d
Venta de autos O Km (ADEFA) Var. % a/a	-37,0%	-26,9%	-30,8%	-35,7%	-14,4%	-10,6%	-43,9%	-73,6%	-28,3%	-34,9%	-42,7%	-16,2%	30,5%
Var m/m, con estacionalidad	-10,2%	1,2%	-15,8%	36,0%	-17,4%	5,7%	-30,4%	-60,3%	166,7%	18,7%	-5,5%	21,2%	23,7%
Producción Industrial (FIEL) Var. % a/a	-2,2%	-1,8%	-2,7%	2,2%	6,9%	-0,4%	-8,5%	-30,2%	-21,3%	-4,6%	-6,7%	-4,3%	s/d
Var m/m, desest.	-3,0%	1,2%	-0,9%	0,0%	-3,3%	-2,0%	-2,8%	0,2%	0,3%	2,0%	1,5%	2,5%	s/d
Producción Industrial (INDEC) Var. % a/a	-5,0%	-1,9%	-4,3%	1,4%	-0,3%	-1,0%	-16,8%	-33,5%	-26,4%	-6,6%	-6,9%	-7,1%	s/d
ISAC (INDEC) Var. % a/a	-8,7%	-9,5%	-5,2%	-6,4%	-13,5%	-22,1%	-46,8%	-75,6%	-48,6%	-14,8%	-12,9%	-17,7%	s/d
Construcción (Grupo Construya) Var. % a/a	-6,7%	8,8%	12,7%	9,3%	-3,9%	-5,9%	-39,5%	-74,3%	-34,0%	1,7%	13,6%	2,3%	18,5%
Var. % m/m, desest.	-1,5%	5,1%	-1,6%	-15,6%	-3,7%	9,4%	-31,4%	-59,2%	183,6%	33,3%	27,0%	-11,3%	3,8%
Despachos de Cemento (AFCP) Var. % a/a	-6,7%	-8,5%	-9,8%	-9,1%	-14,3%	-25,2%	-46,5%	-55,1%	-32,9%	-6,9%	-13,2%	-12,3%	10,1%
Indicadores del Sector Externo													
Exportaciones en USD	5.746	5.889	5.893	5.374	4.549	4.324	4.320	4.329	5.061	4.786	4.903	4.938	4.711
Var. % a/a	14,1%	9,1%	10,1%	0,7%	-0,6%	-3,1%	-15,9%	-18,4%	-15,9%	-8,6%	-16,3%	-11,3%	s/d
Importaciones en USD	4.002	4.121	3.409	3.133	3.534	3.195	3.175	2.918	3.168	3.302	3.427	3.508	4.127
Var. % a/a	-14,9%	-18,8%	-21,9%	-20,0%	-16,1%	-20,1%	-19,7%	-30,1%	-31,8%	-20,8%	-30,1%	-20,4%	s/d
Saldo Comercial en USD	1.744	1.768	2.484	2.241	1.015	1.129	1.145	1.411	1.893	1.484	1.476	1.430	584
Precios Materias Primas BCRA (dic 2001=100)	202,1	211,0	209,6	212,6	215,7	206,8	197,0	183,9	184,0	189,9	196,0	199,5	211,5
Var. % a/a	0,9%	3,5%	4,5%	5,1%	4,8%	-2,9%	-3,7%	-8,3%	-7,2%	-11,3%	-7,0%	-0,7%	4,7%

Indicador	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dic-19	Ene-20	Feb-20	Mar-20	Abr-20	May-20	Jun-20	Jul-20	Ago-20	Sep-20
Indicadores Monetarios (saldos promedios mensuales)													
Base Monetaria (\$ M.M.)	1.349,0	1.385,5	1.580,7	1.715,6	1.689,9	1.870,6	1.920,2	2.147,1	2.221,7	2.159,0	2.315,2	2.333,9	2.317,9
Circulante	920,0	933,83	938,2	1.053,0	1.135,6	1.142,3	1.175,3	1.331,8	1.432,5	1.516,8	1.635,3	1.668,2	1.663,1
Otros pasivos BCRA en mon. local: (a) + (b) + (c)	1.723,7	1.714,7	1.537,6	1.709,4	2.067,5	2.154,8	2.207,4	2.471,9	2.609,5	3.067,7	3.271,3	3.403,7	3.495,4
(a) Deuda Remun (LELIQ+NOCOM)	1.099,2	1.023,8	803,2	736,9	1024,7	1398,8	1541,1	1243,9	1263,0	1654,9	1706,2	1832,6	1852,6
(b) Pasivos netos por pasas	124,2	190,0	232,3	436,0	459,3	14,6	10,5	373,4	579,3	581,9	689,6	665,0	711,5
(c) Depósitos del Gobierno	500,3	500,9	502,1	536,5	583,6	741,4	655,8	854,6	767,2	830,9	875,5	906,1	931,3
Reservas intern. brutas (U\$S M.M.)	50,2	46,6	43,5	44,2	45,2	44,7	44,3	43,7	43,1	43,0	43,3	43,2	42,3
Dep. en mon.ext. en BCRA (U\$S M.M.)	13,2	13,1	13,9	14,1	14,3	14,1	15,8	17,3	16,9	15,0	15,9	11,2	12,1
(Base Mon.+Pas.noMon.)/(Rvas, Int.Brutas-Dep.en U\$S en BCRA)	83,0	92,6	105,3	113,6	121,6	131,5	144,8	175,0	184,3	186,7	203,9	179,6	191,9
Tipo de cambio mayorista bancos (\$ / U\$S)	56,5	58,5	59,7	59,9	60,0	61,3	63,1	65,8	67,7	69,5	71,5	73,3	75,2
Depósitos bancarios (saldos promedios mensuales)													
Total depósitos (\$ M.M.)	4.427,2	4.352,9	4.262,8	4.462,9	4.797,0	5.004,6	5.245,6	5.620,6	5.931,0	6.320,0	6.630,8	6.865,3	7.047,2
Sector privado	3.675,5	3.601,1	3.533,0	3.732,1	3.984,1	4.181,0	4.393,6	4.745,8	4.976,4	5.250,6	5.542,7	5.694,8	5.810,5
Sector público	751,7	751,8	729,8	730,8	812,9	823,6	852,0	874,8	954,7	1.069,4	1.088,1	1.170,5	1.236,7
En moneda local (\$ M.M.)	3.001,8	3.005,6	3.012,5	3.218,8	3.501,7	3.707,3	3.935,1	4.273,4	4.603,1	4.985,3	5.253,4	5.436,9	5.588,0
Sector privado	2.394,9	2.395,2	2.418,5	2.632,6	2.841,8	3.038,8	3.239,1	3.558,8	3.811,9	4.079,5	4.329,5	4.434,0	4.524,4
Sector público	606,9	610,4	594,0	586,3	659,9	668,4	696,0	714,6	791,2	905,7	923,9	1.002,8	1.063,7
En moneda extranjera (\$ M.M.)	1.425,3	1.347,3	1.250,3	1.244,0	1.295,2	1.297,3	1.310,6	1.347,1	1.327,9	1.334,7	1.377,5	1.428,4	1.459,2
Sector privado	1.280,5	1.205,9	1.114,5	1.099,5	1.142,3	1.142,2	1.154,6	1.187,0	1.164,2	1.171,0	1.213,2	1.260,7	1.286,1
Sector público	144,8	141,4	135,8	144,5	153,0	155,1	156,0	160,1	163,6	163,7	164,3	167,7	173,1
En moneda extranjera (U\$S M.M.)	25,1	23,0	20,9	20,8	21,6	21,2	20,7	20,5	19,6	19,2	19,3	19,5	19,4
Sector privado	22,6	20,6	18,7	18,4	19,0	18,6	18,3	18,1	17,2	16,8	17,0	17,2	17,1
Sector público	2,5	2,4	2,3	2,4	2,6	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Tasas de interés nominales													
Tasa de control monetario BCRA (% anual) Prom. mensual	83,5	70,1	63,5	61,4	51,8	45,4	38,6	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0	38,0
Tasas activas (% anual)													
Call en pesos entre bancos privados	69,9	58,8	54,9	47,5	38,6	33,6	29,4	7,6	13,3	15,9	15,6	15,9	14,2
Adel. cta.cte. en pesos a empresas no financ. por \$ 10 M o más, con acuerdo, de 1 a 7 días	85,5	70,9	64,0	58,6	50,6	43,1	38,6	21,6	20,9	22,7	21,5	21,2	20,7
Préstamos personales	76,3	75,5	74,2	71,6	69,0	64,0	58,4	53,0	51,2	50,2	50,6	51,1	51,6
Tasas pasivas (% anual)													
BADLAR	59,1	54,8	45,7	41,8	35,3	32,7	28,5	20,1	22,8	28,5	28,3	28,6	28,6
Plazo fijo en \$ hasta \$ 100.000	55,0	52,4	43,9	39,9	34,3	31,3	27,4	24,3	26,2	29,5	29,6	32,4	37,6
Plazo fijo en \$ más de \$ 1.000.000	59,3	55,0	45,8	42,0	35,5	32,8	28,6	19,7	22,4	27,9	27,8	28,1	28,2