

Coyuntura Económica Semanal

N°631
31 de julio al 6 de agosto de
2020

Gerencia de Estudios Económicos

Contacto
estudioseconomicos@bpba.com.ar



Acuerdo con los principales acreedores externos

El martes 4 de agosto, el Gobierno nacional junto a tres grupos de acreedores alcanzaron un acuerdo de reestructuración para la deuda pública bajo Legislación Extranjera, respetando los marcos de sostenibilidad de la deuda elaborados por el Ministerio de Economía y el FMI. El acercamiento entre las partes se alcanzó luego de arduas negociaciones, lográndose antes del vencimiento del plazo establecido (24 de agosto¹) y con algunas modificaciones en las condiciones. Se espera que el nivel de aceptación de la oferta supere el piso necesario, dado por los tenedores que poseen el 66% de los bonos emitidos bajo el *indenture* 2016 y de los que detentan el 75% de los bonos bajo el *indenture* 2005, lo cual permitirá la activación de las Cláusulas de Acción Colectiva (CAC) haciendo que los acreedores que no entraron al canje de forma voluntaria lo realicen.

El acuerdo se cerró con un valor presente neto de USD 54,8² por cada USD 100 de valor nominal (con una tasa de descuento del 10%) según estimaciones del mercado, guarismo que se ubicó a mitad de camino de la última oferta oficial y lo que solicitaban el grupo más duro de bonistas. Se arribó a dicho valor final luego de modificaciones en los plazos (adelantamiento de los pagos) pero sin aumentar el monto total de los pagos de capital o interés. De este modo, según estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), la quita de valor presente del canje asciende al 29%³ de la deuda en dólares bajo ley extranjera.

La nueva propuesta incluye el canje de veintiún bonos: trece en dólares, siete en euros y uno en francos suizos por un total de USD66.072 millones. El acuerdo implica una quita de alrededor del 60% en la carga total de intereses. El canje establece una quita nominal de capital de 1,9% en promedio (considerando 3% de quita para los nuevos bonos 2030, 2035 y 2046, y sin quita para el resto).

Las principales modificaciones entre la propuesta de principios de julio y la actual acordada en agosto se relacionan con adelantamientos de pagos, a saber:

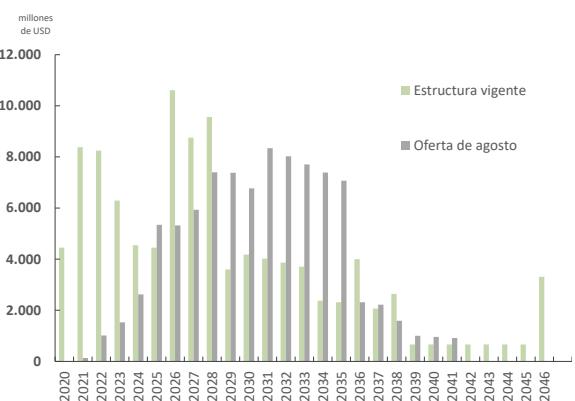
- Las fechas de pago sobre los Nuevos Bonos serán el 9 de enero y el 9 de julio (en lugar del 4 de marzo y el 4 de septiembre).
- Los nuevos bonos a ser emitidos como compensación por intereses devengados comenzarán a amortizar en enero de 2025 y vencerán en julio de 2029 (antes comenzaban a amortizar en marzo de 2027 y vencían en septiembre de 2030).
- Los nuevos bonos 2030 en USD y en Euros comenzarán a amortizar en julio de 2024 y vencerán en julio de 2030, donde la primera cuota tendrá un monto equivalente a la mitad de cada cuota restante (antes comenzaba a amortizar en marzo de 2025).
- Los nuevos bonos 2038 en USD y en Euros a ser emitidos comenzarán a amortizar en Julio de 2027 y vencerán en enero de 2038 (antes comenzaba a amortizar en marzo de 2028 y vencía en septiembre de 2038).

Cuadro 1 Oferta de reestructuración de la deuda nacional bajo ley extranjera

Tasa de descuento del 10%		
Elegibles	Nuevos Instrumentos	VPN Nuevos instrumentos (USD)
Grupo 1	Bono 2030	53,7
Grupo 2	Bono 2035	51,9
Grupo 3	Bono 2046	50,8
Discount	Bono 2038	59,5
Par	Bono 2041	52,5

Elaborado en base a datos de la OPC.

Gráfico 1 Servicios de Deuda bajo Ley Extranjera con Privados



Elaborado en base a Ministerio de Economía y OPC.

¹ Según informó el ministerio de economía, el resultado de la oferta se informará el 28 de agosto de 2020, y la fecha de liquidación de los nuevos bonos seguirá siendo 4 de septiembre.

² Según estimación de la OPC dicho valor se ubica en USD 55,8 si se considera la ponderación por grupo de bonos.

³ Implicando una mejora de USD1,3 con respecto a la última propuesta de principios de julio y de USD15 con respecto a la propuesta de abril.

Es importante destacar que con el acuerdo de agosto el país obtendría un ahorro para los próximos 10 años de aproximadamente USD31.000 millones comparado con el perfil actual de vencimientos bajo ley extranjera.

En paralelo, el Senado Nacional convirtió en ley la iniciativa de reestructurar la deuda en dólares regida bajo ley local, la cual contempla las mismas condiciones que para con los bonos bajo ley extranjera. El objetivo del gobierno es despejar aproximadamente USD60.000 millones de servicios de deuda, de los cuales USD40.000 vencen en los próximos cinco años. La canasta de instrumentos a canjear estaría integrada por Letes, Bonar, Discount, Par, entre otros. La nueva oferta incluye cinco bonos en dólares y dos en pesos ajustados por CER más un interés adicional (Boncer), con vencimientos para los denominados en pesos entre 2026 y 2028, en tanto que los bonos en dólares vencen entre 2030 y 2041.

De acuerdo con el cronograma vigente, los acreedores tienen plazo para aceptar la propuesta hasta el 24 de agosto y, en caso de efectivizarse, la operación de canje se liquidaría el 4 de septiembre.

Considerando un trato equitativo para el canje local, el alivio en servicios de deuda para los próximos 5 años se estima en USD42.500 millones de dólares. A su vez, si adicionamos el canje de títulos externos junto con el de deuda local en moneda extranjera, la Argentina tendrá un alivio financiero de USD37.700 millones para el período 2020-2030.

Los mercados reaccionaron en forma positiva al principio de acuerdo.

Los activos locales desde el lunes comenzaron a mostrar datos positivos, elevando las cotizaciones y conllevo su paridad promedio a niveles de 50%. Adicionalmente, el riesgo país se redujo hasta los 2000 puntos básicos, tocando su mínimo de los últimos seis meses el miércoles 5 de agosto.

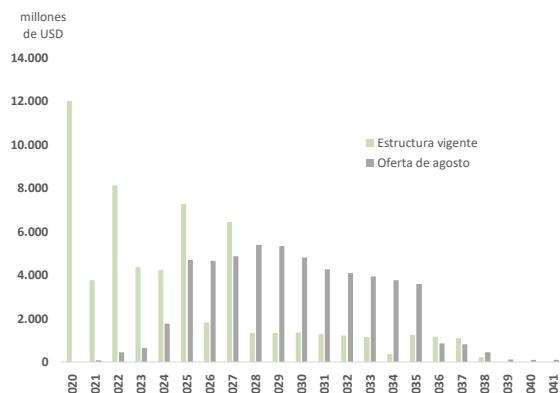
Hacia adelante, el próximo paso a dar en materia de sustentabilidad de la deuda se relaciona con el logro de la firma de un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional a los efectos de lograr un alivio en relación a los compromisos por USD47.365 millones (considerando capital e intereses). De ese total, los vencimientos más importantes se concentran en el año 2022 (USD18.318 millones) y 2023 (USD18.558 millones).

Lenta recuperación de la recaudación en julio

La recaudación tributaria nacional correspondiente a julio continúa mostrando su dinámica de recuperación en un contexto de elevado nivel de acogimiento a los distintos Planes de Facilidades de Pago por deudas corrientes. Los ingresos tributarios totales en julio ascendieron a \$559.092 millones, lo cual se traduce en un crecimiento interanual (i.a.) de 24,0%. Medida en términos reales la caída se ubica en 13,4% i.a., mostrando una leve mejora respecto al mes anterior (15,4% i.a.).

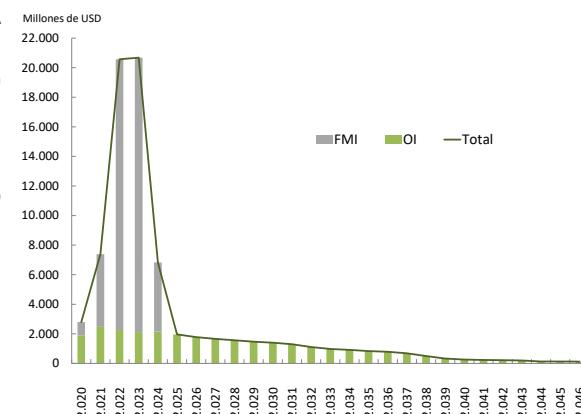
En el análisis desagregado se observa que los impuestos relacionados con el nivel de actividad tuvieron una leve mejora en el contexto económico actual, pese a que la mayoría de los gravámenes se expandió por debajo de la inflación del período. Tanto IVA DGI como Ganancias DGI registraron leves subas nominales respecto a los valores de un año atrás (+3,2% i.a. y +7,1% i.a., respectivamente). Los ingresos tributarios por IVA continúan afectados por la debilidad de la actividad económica; a la vez que la recaudación de ganancias fue inferior a lo esperado, dado que se postergó para agosto la presentación de

Gráfico 2 Servicios de Deuda bajo Ley Local



Elaborado en base a Ministerio de Economía y OPC.

Gráfico 3 Argentina. Servicio de deuda con Organismos Internacionales



Elaborado en base a Ministerio de Economía

Cuadro 2 Recaudación Tributaria Nacional

En millones de \$	Jul-19	Jul-20	Var. absoluta mensual	Var. nominal % i.a. Jul 2020	Var. real % i.a. Jul 2020
Recaudación Total	450.910	559.092	108.182	24,0%	-13,4%
Tributarios	315.355	373.956	58.601	18,6%	-17,2%
Ganancias	99.001	107.619	8.618	8,7%	-24,1%
IVA Neto	131.014	144.185	13.170	10,1%	-23,1%
IVA DGI	91.344	94.276	2.932	3,2%	-27,9%
IVA DGA	43.820	52.959	9.138	20,9%	-15,6%
Comercio Exterior	44.262	48.647	4.385	9,9%	-23,2%
Der Exportación	29.326	33.034	3.708	12,6%	-21,3%
Der Importación	14.936	15.613	676	4,5%	-27,0%
PAÍS	0	20.018	-	-	-
Imp a Deb y Cred	29.232	37.020	7.788	26,6%	-11,5%
Combustibles	11.845	16.467	4.622	39,0%	-2,9%
Resto	10.994	37.572	26.578	241,8%	138,8%
Seguridad Social	124.561	147.564	23.003	18,5%	-17,2%
Aportes Personales	51.157	60.955	9.798	19,2%	-16,8%
Contrib Patronales	71.760	84.602	12.842	17,9%	-17,6%
Resto	1.644	2.007	363	22,1%	-14,7%

Elaborado en base a Ministerio de Economía y AFIP

declaraciones y el pago de la liquidación anual impositiva, tanto para personas físicas como jurídicas. Por su parte, los ingresos por concepto de bienes personales crecieron 338,4% i.a. como consecuencia del ingreso de recursos correspondientes a los vencimientos por tenencia de acciones y participaciones societarias de aquellos contribuyentes que regularizaron el pago mediante planes de facilidades, sumado al incremento en la alícuota previsto en la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva. Merece consignarse que dicha dinámica resultó amortiguada por la prórroga del vencimiento de la presentación y del pago de la declaración jurada de personas humanas del período fiscal 2019, y el mayor acogimiento a los planes de facilidades de pago por obligaciones vencidas en el mes.

Los ingresos provenientes de Seguridad Social mostraron una desaceleración respecto al mes anterior como correlato de las medidas llevadas a cabo por la pandemia. Los ingresos en concepto de Seguridad Social se expandieron 18,5% i.a. hasta \$147.564 millones, implicando una disminución en términos reales de 17,2% i.a. Este comportamiento es explicado tanto por los cambios normativos y las medidas de alivio fiscal introducidos por el Gobierno para contrarrestar los efectos de la pandemia sobre las empresas, como por los menores niveles de empleo. Así, los Aportes Personales aumentaron 19,2% i.a., y las Contribuciones Patronales lo hicieron 17,9% i.a.

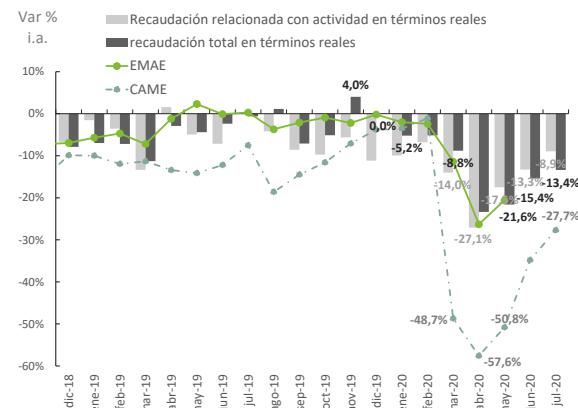
En un contexto de reducción generalizada del comercio internacional, los impuestos vinculados al comercio exterior experimentaron una desmejora, principalmente explicada por los derechos de exportación. Precisamente, estos últimos subieron 12,6% i.a., variación que resulta más acotada que el registro del mes anterior (28,1%), explicada en parte por la merma de las exportaciones de vehículos que en julio cayeron 51,7% respecto a las unidades exportadas un año atrás. Por su parte, los derechos de importación (incluyendo la tasa de estadística) subieron 4,5% i.a., mostrando una desaceleración respecto al mes anterior. Asimismo, tanto Ganancias DGA como IVA DGA también mostraron menor dinamismo en relación al mes anterior: Ganancias DGA se incrementó 33,1% i.a., a la vez que IVA DGA lo hizo en 20,9% i.a.

La mayor compra de moneda extranjera y el aumento del gasto mediante tarjetas de crédito permitió una expansión de la recaudación del impuesto Para una Argentina Inclusiva y Solidaria (PAIS) que aportó \$20.018 millones al fisco en julio. Así, su incidencia se elevó a 3,6% de la recaudación total (vs 2,6% de junio), a la vez que es representativo de un incremento del 252% respecto al promedio del primer semestre del 2020. En los primeros siete meses este gravamen sumó \$67.723 millones equivalente al 0,3% del PIB.

En términos del PIB, la recaudación tributaria nacional medida a doce meses móviles a julio de 2020 manifestó un cambio en su composición, a favor de los impuestos vinculados al comercio exterior. En la comparación entre años, se advierte que la principal diferencia radica en la pérdida de importancia en términos del PIB de los impuestos relacionados con la actividad (cayeron 0,5 puntos porcentuales p.p. hasta 12,8% del PIB en julio) y de los impuestos a la seguridad social (redujeron 0,3 p.p. hasta 5,5% del PIB). Esta situación en parte fue compensada por el aumento de 0,6 p.p. en el peso del comercio exterior, apalancado por los derechos de exportación, que en la actualidad aportan casi 5% del PIB.

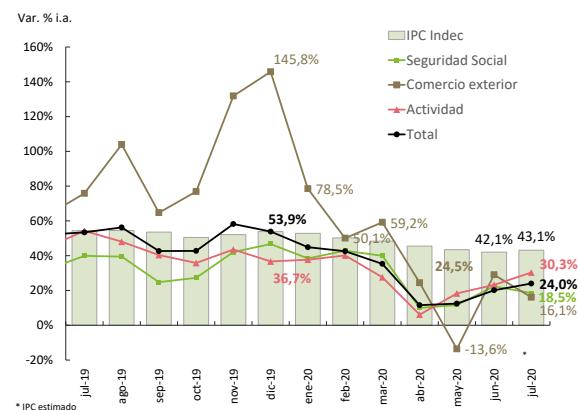
En el acumulado del 2020, la recaudación arrojó un crecimiento de 26,2% i.a., representativo de 11,8 p.p. menos que la inflación del período. Este

Gráfico 4 Recaudación en términos reales
Variación % interanual



Elaborado en base a Ministerio de Economía y AFIP

Gráfico 5 Recaudación por segmento



Elaborado en base a Ministerio de Economía y AFIP

comportamiento es explicado por un incremento de 27,5% i.a. en los gravámenes relacionados a la actividad, seguidos por la suba de 25,9% i.a. en los aportes a la seguridad social y por el 18,2% i.a. en los tributos relacionados con el comercio exterior.

Hacia adelante, con un desempeño algo mejor al esperado en julio, se prevé que la recaudación tributaria siga exhibiendo leves mejoras en los próximos meses, hecho que adquiere mayor relevancia considerando la extensión de la pandemia. Por su parte, la semana pasada Poder Ejecutivo envió al Congreso un proyecto de ley que abarca la ampliación del prorrogado Presupuesto Nacional 2019, en el cual se prevé una ampliación de 11,5% respecto al Presupuesto 2019, hasta \$4.389.599,6 millones (15,2% del PIB). El crecimiento de recursos sería consecuencia del incremento tanto del ingreso primario (+11,8%) como de las Rentas de la propiedad recibidas (+8,7%), estableciéndose en \$4.016.693 millones y \$372.907 millones, respectivamente. En particular, el ingreso primario estaría conformado en un 98,6% por la recaudación, cuyo aporte asciende a \$3.920.082 millones, monto que representa 13,6% del PIB. Precisamente, de allí se desprenden los ingresos tributarios y las contribuciones a la seguridad social que, con contribuciones de \$2.616.783,8 millones y \$1.303.298,1 millones respectivamente, son los principales aportantes de ingresos representando un 89,3% del total.

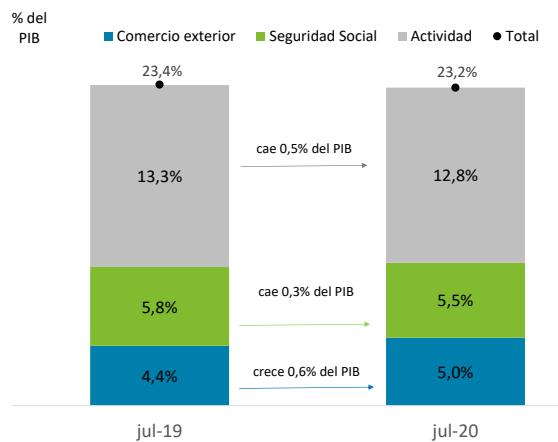
MULC: Aumento de reservas en junio

En el sexto mes del año las reservas internacionales brutas mostraron un incremento, revirtiendo lo ocurrido el mes previo. Este resultado es consecuencia del superávit que evidenció la cuenta corriente, motivado principalmente por el favorable saldo comercial producto de la cuenta bienes que logró más que compensar el desempeño negativo de la cuenta capital y financiera. La mejora de la cuenta corriente obedece principalmente a las medidas adoptadas para ordenar el pago de obligaciones por la importación de bienes.

El superávit de la cuenta corriente totalizó USD1.562 millones, revirtiendo el rojo registrado en mayo. Ello es explicado fundamentalmente por la suba en los cobros de exportaciones de la cuenta bienes y al menor pago de importaciones que permitieron alcanzar un superávit comercial cercano al registrado a fines de 2019. En términos interanuales, la cuenta corriente cambiaria arrojó una sustancial suba de 67,5% i.a. contemplando una drástica reducción en los pagos de intereses.

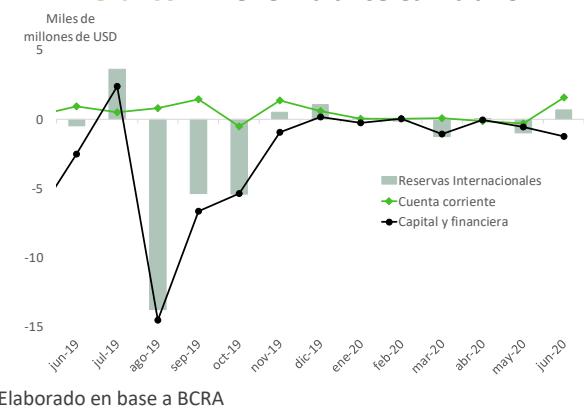
Fuerte recuperación del saldo comercial. El saldo positivo de la cuenta bienes de junio es la resultante de los cobros de exportaciones por USD4.327 millones y los pagos de importaciones por USD2.373 millones. En particular, los cobros de exportaciones superaron en 12,3% al mes previo, pese a ubicarse por debajo de lo ocurrido en el mismo período de 2019 (-10,2% i.a.). A su vez, las importaciones mostraron una contracción (-2,7% i.a.), abandonando la tendencia creciente evidenciada en los seis meses previos. Esta dinámica difiere con la última publicación del INDEC sobre el Intercambio Comercial Argentino (ICA), en la cual la caída en las compras al exterior resultó aún más pronunciada (-13,2% i.a.), pero a su vez excedieron, tras tres meses, lo informado en el MULC. De esta manera, el ratio de las importaciones (percibido sobre devengado) toma un valor menor a 1, promovido por las medidas adoptadas por el BCRA a través de la Comunicación "A" 7030, la cual dispuso la obligatoriedad de una conformidad previa para acceder al mercado de cambios en el caso que el cliente no tenga la totalidad de sus tenencias en moneda extranjera depositadas en una cuenta local y posea activos externos

Gráfico 6 Composición de la recaudación por impuesto
(12 meses móviles)



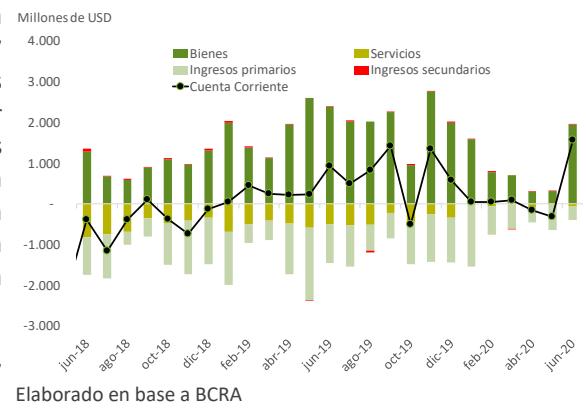
Elaborado en base a Ministerio de Economía y AFIP

Gráfico 7 MULC: Balance Cambiario



Elaborado en base a BCRA

Gráfico 8 Cuenta Corriente Cambiaria



Elaborado en base a BCRA

disponibles. Adicionalmente, la autoridad monetaria demanda una conformidad previa para el pago de obligaciones comerciales con el exterior si las empresas redujeron el monto que tenían a comienzos de año y para la cancelación de servicios de capital de endeudamientos financieros con el exterior, cuando el acreedor sea una contraparte vinculada al deudor.

En este sentido, el sector “Oleaginosas y cereales”, principal generador de divisas, resultó superavitario en USD2.165 millones señalando una reducción de 3% i.a., en un marco en el cual se detuvo la cancelación de deuda por anticipos y prefinanciaciones de exportaciones evidenciada desde el comienzo del año (el endeudamiento del sector se encuentra en un nivel mínimo histórico). Por su parte, las empresas del “Sector Real no Oleaginosas y Cereales” realizaron compras netas por USD380 millones, especialmente para realizar pagos por importaciones de bienes y servicios.

Las operaciones registradas en concepto de servicios disminuyeron considerablemente su déficit en junio, respecto a lo ocurrido el año previo. El saldo deficitario fue de USD70 millones, guarismo que se ubica en niveles históricamente bajos aunque acelerándose de forma tenue frente al registro de mayo (-USD16 millones). El cierre de fronteras por cuestiones preventivas con el fin de mitigar el riesgo de exportar e importar contagios se traduce en una merma en las operaciones de servicios, particularmente del turismo. Bajo dicha restricción, el rubro Viajes, pasajes y otros pagos con tarjeta, que en 2019 promedió un egreso neto de divisas por USD387 millones, presentó una salida de solo USD129 millones en el sexto mes del año, dando cuenta del impacto de la pandemia en uno de los sectores que propiciaba el déficit estructural de la cuenta servicios.

La postergación de pagos de interés reduce el déficit del ingreso primario. En lo concerniente a las rentas, el déficit asociado al ingreso primario disminuyó en USD639 millones respecto a junio de 2019, ubicándose en USD328 millones. Esta dinámica responde principalmente al pago neto de intereses, cuenta que presentó una sustancial contracción interanual de USD579 millones, y se situó en USD319 millones, en consonancia con la postergación de pagos pendientes que se harían efectivos ante la nueva emisión de deuda que incluye la reestructuración de la deuda externa. El egreso de divisas bajo este concepto está explicado principalmente por cancelaciones del “Gobierno General y BCRA” y empresas que componen el sector real de la economía que abarcaron el 50% y 43%, respectivamente del total de pagos por intereses. Por su parte, la cuenta utilidades y dividendos experimentó una ligera mejora tras ubicarse su déficit en USD9 millones, debido a que no se observaron giros en concepto de Utilidades y Dividendos, a partir de la normativa del BCRA que implementó la necesidad de dar conformidad previa para dichas operaciones.

La recomposición de liquidez de las entidades financieras y las compras de los individuos provocaron un mayor déficit en la cuenta capital y financiera. Precisamente, la cuenta registró un resultado negativo de USD1.231 millones, más que duplicando la merma experimentada en mayo (-USD581 millones). En este caso, fueron la formación de activos externos del Sector Privado no Financiero y del Sector Privado Financiero las que provocaron dicho descenso, compensadas parcialmente por ingresos relacionados a inversiones de no residentes.

La formación de activos externos (FAE) del sector privado No Financiero fue negativa en USD529 millones, monto que supera lo observado en mayo en USD152 millones, conservando un nivel bajo en lo que refiere a salida de dólares (cayó 60,8% i.a.), en un contexto de profundización de las medidas adoptadas por

Gráfico 9 Exportaciones e Importaciones

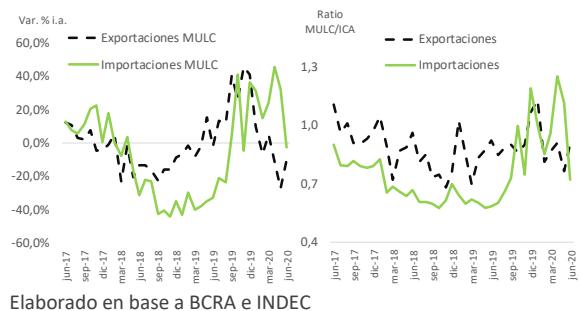


Gráfico 10 Cuenta Capital y Financiera

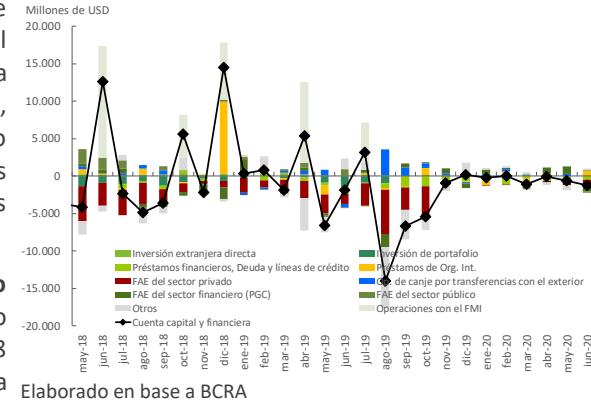
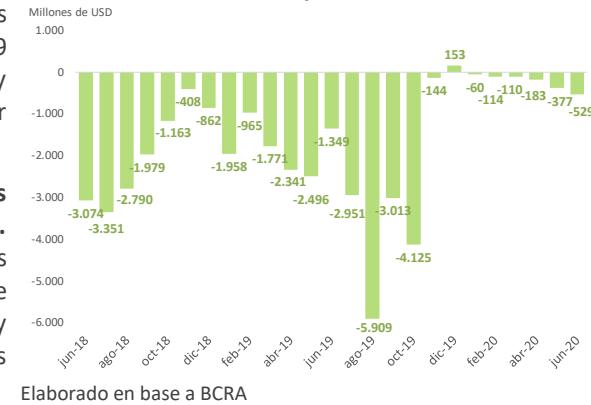


Gráfico 11 Formación de Activos Externos del sector privado



el BCRA en el mercado cambiario. En este sentido, se destaca que la compra de billetes que registró egresos por USD598 millones, no logró ser compensada por las transferencias netas de divisas recibidas del exterior que aportaron solo USD69 millones, colocando al saldo nuevamente en terreno negativo. En particular, la adquisición de dólar billete estuvo conformada por las ventas netas en mano de empresas por USD21 millones y las compras netas de USD618 millones por parte de personas humanas. La cantidad de individuos que realizaron dicha operación ascendió a 3,3 millones, siguiendo una tendencia ascendente desde marzo, momento en que se dictó el aislamiento social, preventivo y obligatorio. Teniendo en cuenta estos resultados, en el acumulado del año la FAE arrojó un déficit de USD1.374 millones (-87,4% i.a.), en un marco de mayores controles cambiarios que restringen el acceso al MULC.

En lo que respecta a la Posición General de Cambios (PGC) del sector financiero, los activos externos líquidos que la conforman percibieron una suba de USD1.033 millones, siendo los principales responsables del rojo en que se situó la cuenta financiera cambiaria del sector (-USD1.120 millones) tras recomponer parte de la liquidez perdida los meses previos. En consonancia con dicho déficit, las entidades culminaron el primer semestre del año con un stock de PGC de USD5.226 millones, tras un incremento en el stock de billetes (conforma el 66% del PGC total) y divisas.

La industria y la construcción ratifican la recuperación

En el sexto mes del año, la industria y la construcción lograron recuperar terreno perdido por segundo mes consecutivo, alejándose de los niveles de actividad históricamente bajos evidenciados en abril, aunque todavía se ubican por debajo de los valores de un año atrás.

Tras haber descendido a sus mínimos históricos en abril, la construcción acentúa su tendencia ascendente. El Indicador Sintético de la Actividad de Construcción (ISAC) reflejó en el sexto mes de 2020 la segunda expansión mensual consecutiva; aunque mostró un nuevo deterioro respecto a junio de 2019 (-14,8% i.a.). Concretamente, la serie desestacionalizada del ISAC arrojó una suba de 38,2% con respecto a mayo, y a pesar de acumular en los dos últimos meses una suba de 200,8%, todavía se ubica 6,6% por debajo de niveles previos al inicio de la pandemia. Así, el acumulado del primer semestre la Construcción se retrajo 37,8% i.a., arrastrada por el desplome del nivel de actividad registrado en el segundo trimestre del año.

En el desagregado sectorial, hubo cuatro categorías de insumos que mostraron incrementos interanuales en junio, interrumpiendo el comportamiento de los tres meses previos en los cuales todos los insumos relevados operaron en forma contractiva. En este sentido, destacaron Pinturas para la construcción (+40,6% i.a.), Placas de yeso (+24,3% i.a.), Cales y Pisos (+11,2% i.a.) y Revestimientos cerámicos (+9,9% i.a.). En el otro extremo se encontraron: Hormigón elaborado (-70,2% i.a.), Asfalto (-65% i.a.) y Mosaicos graníticos y calcáreos (-55,2% i.a.).

Con datos al mes de mayo, los puestos de trabajo profundizaron la tendencia contractiva que se iniciara en el segundo trimestre de 2019. La cantidad de puestos de trabajo en el sector construcción se redujo hasta 314.217 personas, representando una baja de 29,1% i.a., variación equivalente a una pérdida de 129.085 puestos (-56.648 puestos respecto a lo informado prepandemia). Respecto de la superficie autorizada a construir, no se dispone de

Gráfico 12 Operaciones de dólar billete
- Personas humanas -

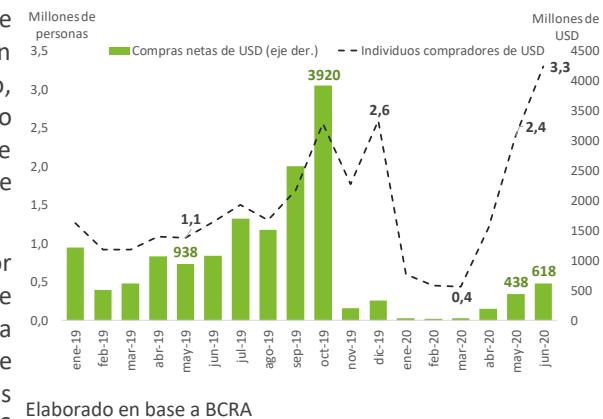


Gráfico 13 ISAC. Evolución de las series original, sin estacionalidad y tendencia-ciclo

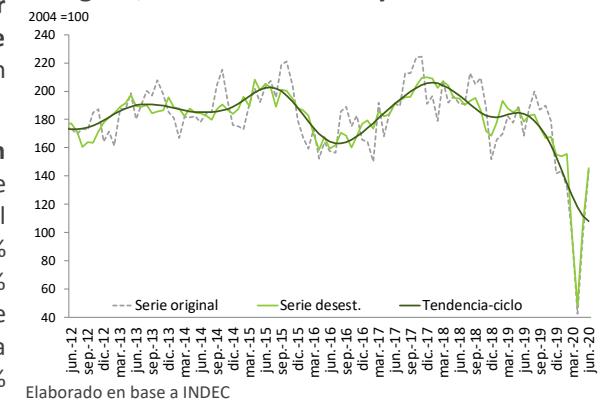
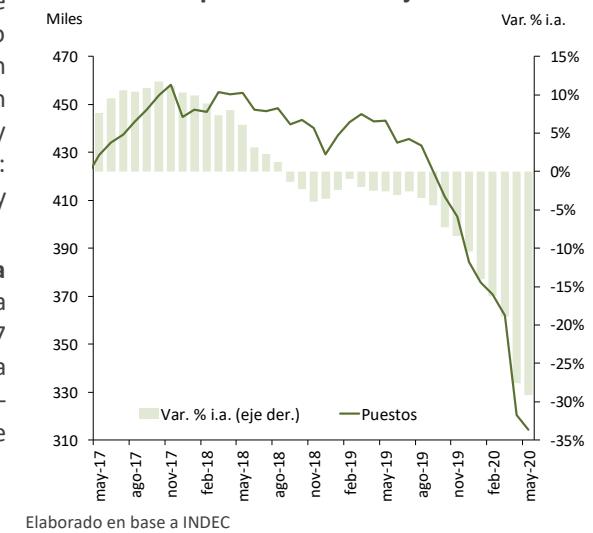


Gráfico 14 ISAC. Evolución de la cantidad de puestos de trabajo



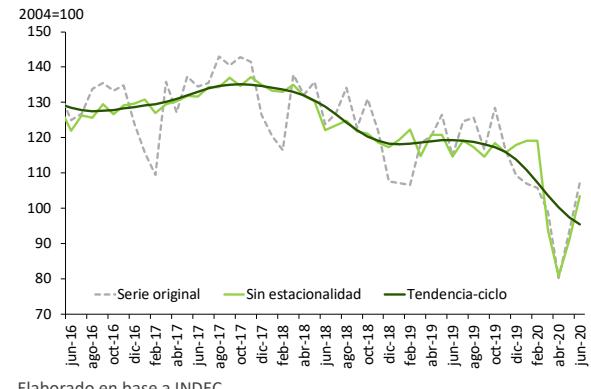
información dado que algunos municipios relevados se han visto imposibilitados de enviar la información al INDEC.

Los datos que captan la evolución de la actividad industrial muestran que el impacto del COVID-19 fue más acotado, observándose en junio la segunda variación mensual positiva consecutiva. El Índice de Producción Industrial Manufacturero (IPI Manufacturero) registró un incremento mensual de 13,8% (medido en términos desestacionalizados), acelerando su ritmo de crecimiento respecto al mes previo, aunque aún se encuentra 13,1% por debajo de los niveles de febrero, a la vez que resulta 6,6% inferior a junio de 2019. Según la encuesta cualitativa realizada por el INDEC, en junio solo el 46% de los locales pudo operar normalmente, mientras que poco menos de la mitad se desempeñó de forma parcial y el 6% de los locales no registraron actividad. Bajo estas condiciones, la industria experimentó un descenso de 14,6% i.a. en el primer semestre de 2020.

En el desagregado sectorial, se advirtió una leve mejora respecto al comportamiento evidenciado en los tres meses anteriores. En junio las ramas industriales consideradas esenciales observaron una favorable evolución, revirtiendo la tendencia verificada en los tres meses previos, cuando todos los sectores mostraron variaciones interanuales negativas. Productos de tabaco fue la rama con mayor crecimiento en junio (+87,5% i.a.), mereciendo mencionar que, ante el exceso de demanda ocasionado por el cierre preventivo de las plantas de los meses previos, muchas empresas decidieron utilizar al máximo su capacidad productiva a través de la utilización de nuevos turnos laborales con el fin de equilibrar sus stocks en el corto plazo. La segunda rama industrial que aumentó fue Químicos con un 7,6% i.a., gracias a la mejora en productos farmacéuticos y de higiene personal, cuyo consumo es sostenidamente alto relacionado a las medidas preventivas y la aplicación de protocolos sanitarios. Alimentos y bebidas revirtió lo ocurrido en los meses previos y logró una variación positiva de 4,8% i.a. Dicho comportamiento fue impulsado por tres segmentos en particular: la elaboración de vino (+30,8% i.a.), seguido por los productos lácteos (+12,3% i.a.), carne vacuna (+11,3% i.a.) y fiambres y embutidos (+10,9% i.a.). Por su parte, las contracciones más importantes se verificaron en Otros equipos de transporte (-46,2% i.a.), Prendas de vestir, cuero y calzado (-38,9% i.a.), destacando que resulta insuficiente la comercialización online para paliar la menor actividad que provoca el cierre temporal de locales de venta al público. Por su parte, Metálicas básicas descendió 36,8% i.a. frente a diferentes comportamientos en los sectores que lo demandan, basados principalmente en el nivel de reapertura productiva permitido en cada provincia.

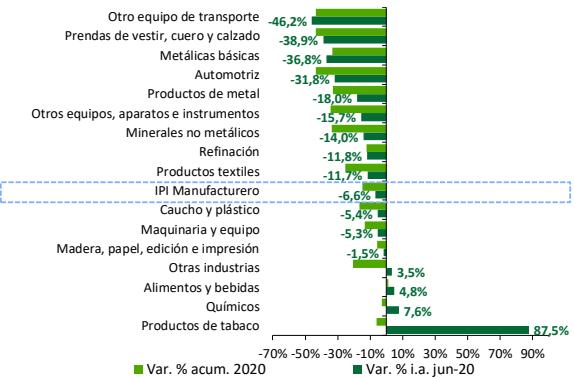
Los empresarios de la Industria y de la Construcción lucen algo más auspiciosos para el tercer trimestre, aunque todavía predomina el pesimismo. En un contexto en el cual los contagios de COVID continúan aumentando, las encuestas cualitativas del INDEC exhiben un predominio de las respuestas negativas sobre las positivas, fundamentalmente en lo que respecta al comportamiento de la demanda para los próximos meses. No obstante, algunos indicadores adelantados para el mes de julio revelan que los efectos negativos derivados de la pandemia serían más acotados que en junio. Así, la industria automotriz en el séptimo mes del año produjo 21.316 unidades, mostrando una importante mejora respecto a la producción del mes previo. Por el lado de la construcción, el Índice Construya marcó una expansión del 13,6% i.a. en el séptimo mes del año, mientras que en junio la suba había sido de solo 1,7% i.a. Sin embargo, los indicadores vinculados con el consumo han mostrado un deterioro,

Gráfico 15 IPI Manufacturero. Evolución de las series original, sin estacionalidad y tendencia-ciclo



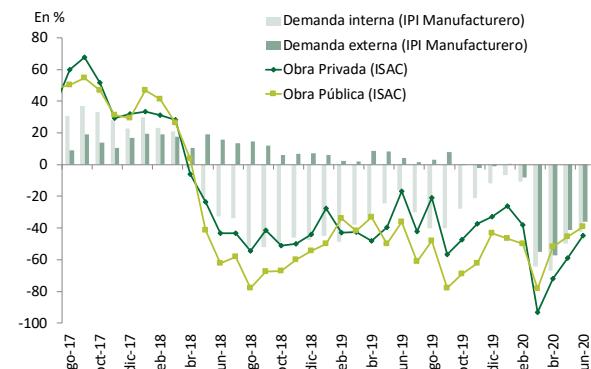
Elaborado en base a INDEC

Gráfico 16 IPI Manufacturero. Evolución según sector



Elaborado en base a INDEC

Gráfico 17 Expectativas de la Industria y la Construcción^(*)



Elaborado en base a INDEC

(*) Diferencia entre respuestas positivas y negativas de las encuestas cualitativas del IPI y del ISAC.

observándose fuertes caídas en los patentamientos (-38,9% i.a.) y las transferencias de vehículos (-11,3% i.a.) de julio.

Favorable evolución de la carne vacuna en junio

La actividad de la carne vacuna mantiene una senda positiva de producción, a pesar de las dificultades que la pandemia de COVID-19 está generando en el comercio internacional. De este modo, en los primeros seis meses del año la producción de carne creció 4,2% interanual (i.a.), tras marcar en junio el mes más auspicioso de 2020 con un alza 11,7% i.a.

Pese a la caída de la demanda internacional por el efecto Covid-19, las exportaciones mantienen guarismos positivos de cantidades comercializadas. Las cantidades exportadas de carne vacuna en los primeros seis meses del año alcanzaron las 400 mil toneladas, magnitud equivalente a un incremento de 16,2% i.a. Es importante señalar, que la tendencia creciente resultó afectada por efecto de la crisis sanitaria mundial, aunque en mayo logró recuperarse al expandirse 24,5% i.a., acercándose a los valores *ex-ante* Covid-19. Asimismo, en junio las exportaciones estimadas por el Instituto de Promoción de la Carne Vacuna (IPCVA) anotaron una suba de 6,7% i.a., hasta las 72.592 toneladas.

La demanda china apuntala los volúmenes exportados, pero se desacelera el crecimiento en la facturación debido al ajuste de los precios promedios del rubro. Según el IPCVA, en el primer semestre el aporte del gigante asiático en la demanda de carne argentina enfriada, congelada y procesada se incrementó 27,4% i.a., alcanzando un peso récord de 76,2% en la composición del comercio exterior de productos bovinos. Contrariamente, la demanda proveniente de Alemania, Rusia y Brasil cayeron 18,4% i.a., 9,3% i.a. y 25,2% i.a., respectivamente. Merece destacarse el fuerte incremento de la demanda por parte de Estados Unidos, país al que según IPCVA se le proveyó 52 toneladas en el primer semestre de 2019 mientras que para igual período de 2020 se alcanzaron 8.152 toneladas, en parte por el cierre de frigoríficos estadounidenses por la incidencia del Covid-19. Por otro lado, se registra una reducción del precio promedio de exportación por tonelada que en junio alcanzó un mínimo de USD 2.875, con la incidencia de la demanda china concentrada en carne de menores precios.

El consumo interno de carne vacuna observa una trayectoria negativa desde mediados de 2018, la cual se desaceleró desde fines de 2019. La caída del poder adquisitivo de la población en el marco de la emergencia sanitaria promueve una baja en el consumo de carnes bovinas. En mayo, el consumo anual se ubicó en 45,7 kg por habitante, el valor más bajo de los últimos diez años aunque se recomponen en junio (53,7 kg por habitante por año, -7,2% i.a.). El indicador de consumo aparente, medido en promedio de 12 meses móviles, registra una tendencia contractiva que se iniciara a mediados de 2018, la cual comenzó a moderarse a fines de 2019. Esta dinámica beneficia a proteínas alternativas como el de la carne avícola que con buenos niveles de producción mantiene mejores precios relativos respecto de la carne vacuna. En este sentido, la trayectoria de los 12 meses móviles para el consumo aparente de carne aviar resulta positiva a partir de inicios de 2019, alcanzando un aumento de 4,1% i.a. en junio último. En confluencia con ello, cabe destacar que el ratio entre el precio del asado y el del pollo entero registra una caída tendencial del precio del kilo de asado con respecto al del pollo entero hasta su estabilización a fines de 2019. No obstante, el kilo de asado se encuentra en un valor promedio superior en 2,8 veces por encima al de la carne aviar en el primer semestre.

Gráfico 18 Producción mensual de Carne Vacuna

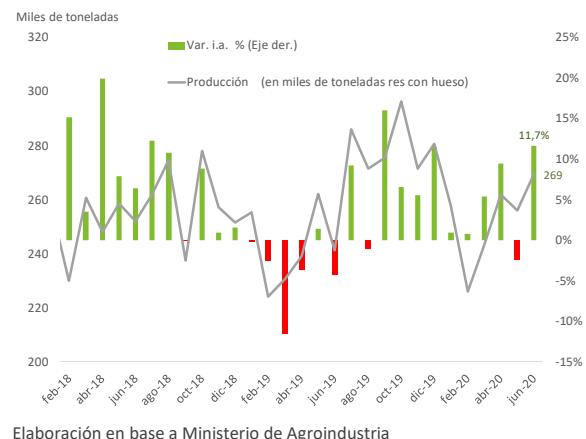
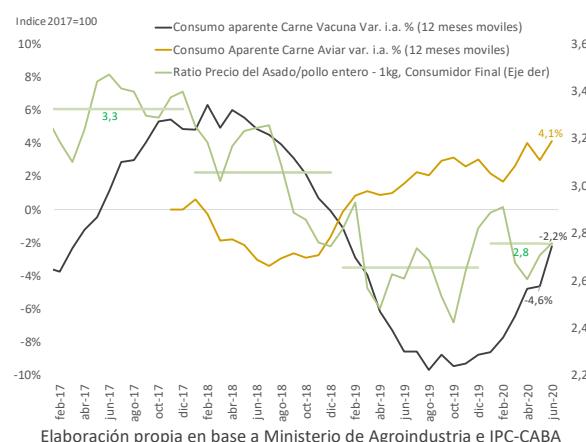


Gráfico 19 Exportaciones de Carne Vacuna y derivados y precio medio de exportación



Gráfico 20 Indicadores de consumo



En este escenario, la migración de los consumidores hacia otras proteínas y hacia las harinas implica que la carne vacuna encontrará una insuficiente demanda con los precios relativos actuales, tendencia que se fortalecerá si aumentan el precio relativo del corte vacuno. Las dificultades que la pandemia de COVID-19 imprimió sobre el comercio exterior, obligó a volcar producción en el mercado doméstico que se encuentra muy bien abastecido. Frente a este comportamiento, recobrar el impulso exportador jugará un rol primordial para que la oferta del sector sea absorbida ante una demanda interna debilitada.

Brasil: nueva mejora mensual en la industria

En junio se completaron dos meses consecutivos de crecimiento de la industria en la medición libre de estacionalidad y se prevé una caída de la actividad menos profunda en el segundo trimestre. La producción industrial creció en comparación a mayo, intensificando la expansión observada en dicho mes y eliminando parte de la pérdida registrada en marzo y abril. Si bien para el segundo trimestre se espera una fuerte caída de la actividad dado que se contabilizarán completamente los efectos tanto locales como externos de la pandemia, los datos de la industria vendrían a avalar las proyecciones realizadas por los analistas consultados por el Banco Central, que realizaron una mejora en sus proyecciones para dicho período. No obstante, para el segundo semestre del año se espera que la contracción sea más profunda y produzca una trayectoria de inflación por debajo de las expectativas, lo que llevó al Comité de Política Monetaria (COPOM) a recortar su tasa a un nuevo mínimo histórico.

El crecimiento estuvo impulsado por una alta producción de vehículos. La industria manufacturera se contrajo en términos interanuales por octavo mes consecutivo (-9% i.a.), aunque acumuló dos meses de crecimiento en la medición libre de estacionalidad (8,9%), dejando en lo que va de 2020 una caída de 10,9%. El avance fue generalizado en todas las principales categorías económicas y en 24 de los 26 sectores encuestados y se posicionó como el mayor desde junio de 2018 (12,9%), cuando el sector reanudó la producción poco después de la huelga de camioneros. Entre las actividades, al igual que en mayo, se destaca la influencia positiva de los vehículos automotores, remolques y carrocerías, que aumentaron 70% en junio, impulsados principalmente por automóviles y camiones, cuya expansión acumuló 495,2% en dos meses de crecimiento en la producción.

Las proyecciones sobre la evolución del PIB cambiaron drásticamente con la llegada del Covid-19, pero mejoraron para el segundo trimestre respecto a lo augurado dos meses atrás. Luego de prever en el inicio del año un crecimiento estable en torno al 2% i.a., el más reciente FOCUS del 31 de julio prevé un comportamiento en el que, luego de una contracción histórica de 11% i.a. en el segundo trimestre, la economía se irá recuperando y retornará a la trayectoria previa a la pandemia recién en 2021, estimando así para el cierre del 2020 una caída de 5,66% y para el 2021 una expansión de 3,5%. Si bien los datos siguen siendo bastante negativos, vale la pena señalar que la proyección para el segundo trimestre mejoró en relación al FOCUS del 29 de mayo, aunque para los trimestres subsiguientes ahora se prevé una mayor contracción.

La pandemia de Covid-19 está causando una desaceleración significativa en el crecimiento global, caída de los precios de los productos básicos y una mayor volatilidad en los precios de los activos, aunque esta última se moderó en los últimos meses quitándole presión al real. A pesar de la provisión adicional de estímulos fiscales y monetarios de las principales economías y de la moderación en la volatilidad de los activos financieros, la salida de capitales desde Brasil continúa presente, aunque en una magnitud mucho más acotada que en el inicio

Gráfico 21 Brasil. Evolución de la Producción Industrial

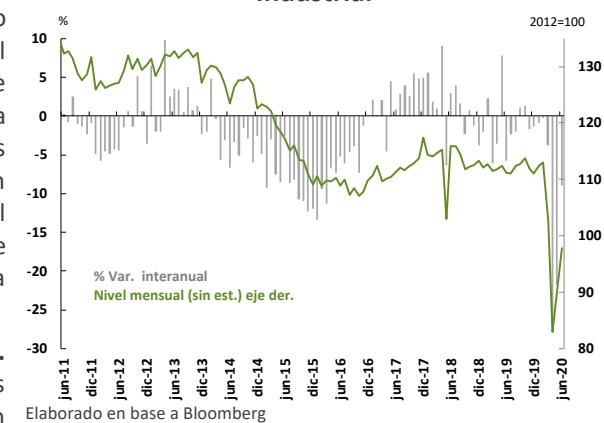
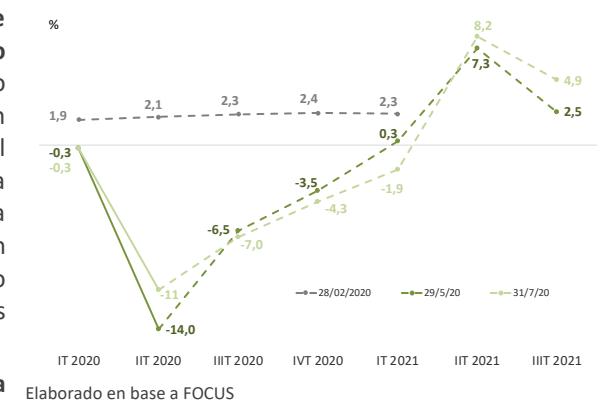


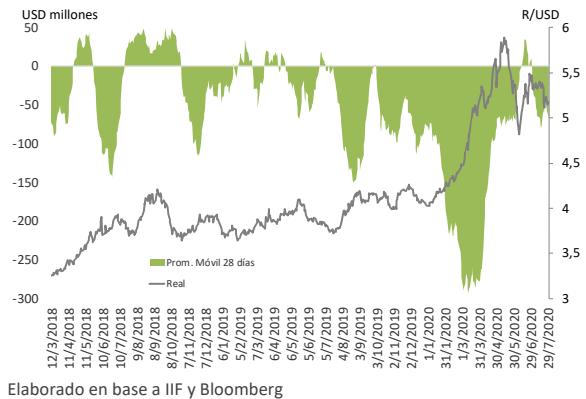
Gráfico 22 Brasil. Evolución de las Expectativas sobre el Crecimiento del PIB



de la pandemia. En lo que va del año, la salida de capitales de no residentes ya acumula USD17.828 millones, más que la pérdida por este mismo concepto para todo 2019 (USD11.000 millones). Esta salida ha estado acompañada por una depreciación del real de 22,2%, que si bien hasta la peor parte del éxodo de capitales fue contenida con un sacrificio en las reservas de USD12.730 millones (USD17.830 se redujeron durante todo 2019), vale la pena mencionar que dicho guarismo apenas representaba un 3,6% sobre el total a diciembre de 2019 y que, con datos al 29 de julio, se observa una recomposición en las reservas que las deja apenas USD2.668 por debajo del año pasado, lo que estaría dando cuenta de cierta comodidad de la autoridad monetaria con un tipo de cambio nominal como el actual. Al respecto, la mediana de las respuestas de Focus proyecta 5,2 reales por dólar para fin de año.

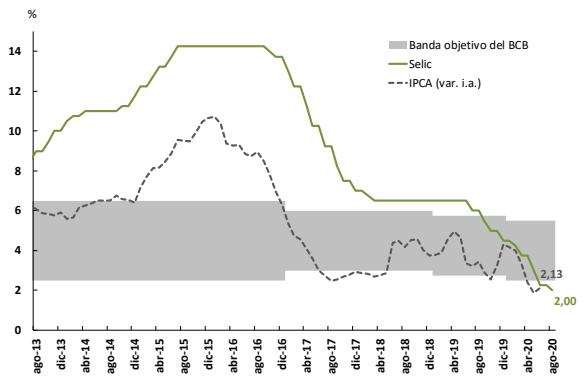
En cuanto a la tasa de interés, el COPOM continuó con el proceso de flexibilización. En su reunión de este miércoles, el Banco Central realizó un nuevo recorte de 0,25 p.p. que llevó la Selic a 2%. El hecho, que sigue la línea con la que los principales bancos centrales le han hecho frente a la pandemia, se justificó en la necesidad de un estímulo monetario extraordinariamente alto, en un contexto donde la inflación no será un peligro. Al respecto, los miembros del Comité reafirmaron su opinión de que el impacto de la pandemia en la economía brasileña será deflacionario, visión compartida en Focus (2,27% en agosto, 2,49% en septiembre, 2,63% en octubre, 2,37% en noviembre y 1,63% en diciembre), de cuyas predicciones se desprende que hasta noviembre se tendrían tasas de interés reales negativas. En cuanto a la trayectoria futura de la tasa de política, el COPOM manifestó que debido a problemas de estabilidad macro y financiera, el espacio restante para el uso de la política monetaria, si lo hay, debe ser pequeño. En consecuencia, cualquier ajuste futuro al grado actual de estímulo ocurriría con un gradualismo adicional y dependerá de la percepción de la trayectoria fiscal, así como de nueva información que cambie la evaluación actual de la inflación.

Gráfico 23 Brasil. Flujos de Capitales y Evolución del Real



Elaborado en base a IIF y Bloomberg

Gráfico 24 Brasil. Inflación y tasa de política



Elaborado en base a Bloomberg y Banco Central de Brasil



Novedades Económicas.

	Lunes 3	Martes 4	Miércoles 5	Jueves 6	Viernes 7
Nacionales		En julio, la recaudación tributaria nacional creció 24,0% i.a. en términos nominales	En junio, el índice de producción industrial manufacturero registró una caída de 6,6% i.a. y la actividad de la construcción retrocedió 14,8% i.a.	En el segundo trimestre, el comercio exterior argentino fue superavitario en USD8.097 millones.	Informe Monetario Mensual (Jul-20, BCRA) Expectativa de Mercado (Jul-20, BCRA) Trabajo Registrado - SIPA- (May-20, MTEySS)
Internacionales	Brasil: En julio, la balanza comercial resultó superavitaria en USD8.060 millones	Brasil: En junio, la producción industrial decreció 9% i.a. Eurozona: En junio los precios de producción bajaron 3,7% i.a.	Estados Unidos: En junio el balance comercial resultó deficitario en USD 50.700 millones. Brasil: La autoridad monetaria bajó la tasa de interés en 0,25 puntos hasta 2%	Brasil: En el segundo trimestre el desempleo se ubicó en 13,3%.	China: Balance Comercial (Jul-20) Estados Unidos: Desempleo (Jul-20) México: Inflación (Jul-20) Brasil: inflación (Jul-20) Producción y venta de automóviles (Jun-20)
	Lunes 10	Martes 11	Miércoles 12	Jueves 13	Viernes 14
Nacionales		Índices de precios y cantidades del comercio exterior (II-20, INDEC) Indicador sintético de servicios públicos (May-20, INDEC)	Utilización de la capacidad instalada en la industria (Jun-20, INDEC)	Índice de precios al consumidor (Jul-20, INDEC)	Boletín Estadístico (Ago-20, INDEC) Informe especial #RespuestaCOVID-19. Encuestas cualitativas de comercio durante la emergencia sanitaria. (Jun/Jul-20, INDEC)
Internacionales	China: Inflación (Jul-20) Precios de Producción (Jul-20)	Estados Unidos: Precios de producción (Jul-20) Rusia: PIB (II-20) Reino Unido: PIB (II-20)	Eurozona: Producción Industrial (Jun-20) Brasil: Ventas Minoristas (Jun-20) Estados Unidos: inflación (jul-20)	China: Producción Industrial (Jul-20) Desempleo	Eurozona: PIB (II-20) Balance Comercial (Jun-20) Estados Unidos: Ventas Minoristas (Jul-20)

El presente informe no podrá interpretarse o considerarse como un asesoramiento profesional para efectuar determinada operación financiera. El Banco de la Provincia de Buenos Aires, ni sus directores, agentes o empleados serán responsables por cualquier pérdida o daño, ya sea personal o patrimonial, que pudiera derivarse directa o indirectamente del uso y aplicación del contenido del presente informe. Para su reproducción total o parcial agradecemos citar la fuente

SÍNTESIS DE DATOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS

Categoría/variable	Período	Valor	Unidad de medida	Variación		
				Per. ant. *	i.a. **	Acum. ***
Internacional						
EMBI+Argentina	06-agosto-20	2.056,0	p.b.	-222 p.	1159 p.	///
Precio del petróleo (WTI)	06-agosto-20	42,0	USD/barril	5,1%	-15,6%	///
Tasa Selic (Brasil)	06-agosto-20	2,0%	% anual	-0,25 p.p.	-4 p.p.	///
Fed Funds (EE.UU.)	06-agosto-20	0,0%	% anual	0 p.p.	-2,25 p.p.	///
Precio de la soja (CBOT)	06-agosto-20	321,7	USD/tn	-1,5%	4,6%	///
Precio del trigo (Kansas)	06-agosto-20	160,8	USD/tn	-5,0%	2,6%	///
Precio del maíz (CBOT)	06-agosto-20	114,6	USD/tn	-1,7%	-25,2%	///
Actividad económica						
IPI Manufacturero (INDEC)	jun-20	107,3	2004 = 100	13,8% ⁽¹⁾	-6,6%	-14,6%
Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC-INDEC)	jun-20	143,7	2004 = 100	38,2% ⁽¹⁾	-14,8%	-37,8%
Transferencias de vehículos-DNRPA	jul-20	147.644,0	Unidades	///	-11,3%	-24,0%
Patentamiento de vehículos-DNRPA	jul-20	30.593,0	Unidades	///	-38,9%	-38,6%
Producción de vehículos-ADEFA	jul-20	21.316,0	Unidades	///	-1,5%	-41,1%
Índice Construya (con estacionalidad)	jul-20	354	Jun-02 =100	27% ⁽¹⁾	13,6%	-20,7%
Consumo de cemento - ACP	jun-20	798	Miles de tn	///	-7,3%	-30,7%
Producción de cemento - ACP	jun-20	789	Miles de tn	///	-12,8%	-31,1%
Mercado de trabajo						
Índice de salarios -INDEC	may-20	271,8	Oct-16=100	-0,1%	38,3%	13,5%
Remuneración prom. del empleo reg. - SIPA (real)	abr-20	56.837,0	\$ por mes	///	-5,0%	-0,4%
Tasa de ocupación-EPH	I-20	42,2%	% pob. total	-0,8 p.p.	-0,1 p.p.	-0,1 p.p.
Tasa de desempleo-EPH	I-20	10,4%	% de la PEA	1,5 p.p.	0,3 p.p.	0,3 p.p.
Tasa de actividad-EPH	I-20	47,1%	% pob. total	-0,1 p.p.	0,1 p.p.	0,1 p.p.
Fiscal						
Recaudación nacional	jun-20	545.963,0	Mill. de \$	///	20,1%	26,7%
Gasto primario sector público nacional	jun-20	656.605,2	Mill. de \$	///	72,7%	73,8%
Resultado primario sector público nacional	jun-20	-253.706,2	Mill. de \$	///	3745,1%	-3044,3%
Resultado financiero sector público nacional	jun-20	-288.565,2	Mill. de \$	///	326,2%	313,5%
Precios						
IPC Nacional-Nivel General (INDEC)	jun-20	322,0	Dic-16=100	2,2%	42,8%	13,6%
IPC Nacional-Núcleo (INDEC)	jun-20	320,6	Dic-16=100	2,3%	45,6%	14,4%
IPC Nacional-Regulados (INDEC)	jun-20	331,8	Dic-16=100	0,7%	25,2%	5,2%
Expectativas de inflación (mediana para los prox 12 meses)-UTDT	jul-20	40,0%	%	0 p.p.	10 p.p.	///
Índice de Costo de la Construcción-INDEC	jun-20		1993=100	1,4%	41,1%	10,5%
Índice de Precios Mayoristas - INDEC (IPIM)	jun-20	467,8	Dic-15=100	3,7%	39,7%	6,4%
Comercio exterior						
Cuenta corriente en % del PBI	I-20	-0,2%	%	0,69 p.p.	4,11 p.p.	4,11 p.p.
Cuenta financiera en % del PBI	I-20	-4,9%	%	-1,02 p.p.	-10,26 p.p.	-10,26 p.p.
Exportaciones (ICA)	jun-20	4.786	Mill. USD	///	-8,6%	-1,8%
Importaciones (ICA)	jun-20	3.302	Mill. USD	///	-20,8%	-18,0%
Saldo balanza comercial (ICA)	jun-20	1.484	Mill. USD	///	39,0%	160,5%
Tipo de cambio real multilateral (diario)	06-agosto-20	119,5	17/12/15=100	-0,8%	5,2%	-0,2%
Tipo de cambio real bilateral ARG-BR (diario)	06-agosto-20	101,6	17/12/15=100	-3,8%	-15,1%	-14,2%
Monetario y financiero						
Índice Merval	06-agosto-20	51.083,8	índice	3,4%	24,7%	7,5%
Badlar-Bancos Privados	05-agosto-20	28,3%	% anual	0,12 p.p.	-22,31 p.p.	-18,61 p.p.
Plazo fijo a 30-44 días (Total general)	05-agosto-20	28,8%	% anual	0,15 p.p.	-20,42 p.p.	-16,84 p.p.
Tasa de política monetaria	05-agosto-20	38,0%	% anual	0 p.p.	-24,28 p.p.	-20,79 p.p.
UVAs (Unidad de Valor Adquisitivo)	06-agosto-20	56,3	\$/UVA	0,5%	42,8%	49,1%
CER (Coeficiente de estabilización de referencia)	06-agosto-20	22,3	Coef.	0,5%	42,8%	19,4%
Tipo de cambio \$/USD (diario)	06-agosto-20	72,7	\$/USD	0,6%	59,1%	57,8%
Reservas Internacionales (diario)	03-agosto-20	43.347,6	Mill. USD	-0,1%	-35,8%	-34,8%
Depósitos SPNF (\$+USD)	03-agosto-20	5.743.130,5	Mill. de \$	4,1%	47,8%	36,9%
Préstamos SPNF (\$+USD)	03-agosto-20	2.826.100,3	Mill. de \$	2,1%	24,0%	18,1%
Provincia de Buenos Aires						
Total Recaudación Provincial	jun-20	36.599,2	Mill. de \$	///	21,3%	23,8%
Supermercados PBA-INDEC	may-20	27.440,2	Mill. de \$	///	59,1%	58,8%
Centros de compras PBA-INDEC	may-20	111,2	Mill. de \$	///	-97,1%	-29,4%
Consumo de cemento PBA-ACP	jul-20	256.694,0	Toneladas	///	-19,7%	-37,3%
Patentamiento de vehículos PBA-DNRPA	jul-20	8.362	Unidades	///	-43,5%	-41,2%
Transferencias de vehículos PBA-DNRPA	jul-20	48.858	Unidades	///	-19,2%	-26,8%

*Para la variación de los datos diarios, se consideró como período anterior el quinto día hábil anterior a la fecha actual.

**En caso de que el mismo período del año anterior fuera fin de semana o feriado, se consideró el día hábil inmediato posterior.

*** En los casos de CER, expectativas de inflación, tasas de interés de política y la categoría Precios, la variación acumulada se calculó tomando como referencia el último período del año pasado (mes o día, según corresponda).

(1) Para el cálculo se ha tomado la serie desestacionalizada

Glosario

Per. ant. : Variación respecto al período anterior

p.p. : puntos porcentuales

i.a. : Variación respecto al mismo período del año anterior

p.b. : puntos básicos

acum. : Variación acumulada interanual

p. : puntos

/// : No corresponde el cálculo, no existe el dato o su cómputo resulta irrelevante