

INFORME SEMANAL

ECONVIEWS
ECONOMÍA Y FINANZAS

24 de Mayo de 2024



El dólar y el nivel de actividad toman el centro de la escena

Pág. 2



A los bancos les va bien y empiezan a recuperar su negocio

Pág. 5



Empieza la salida de la recesión, más en pipa que en "V"

Pág. 7

(+54 11) 5252-1035
La Pampa 1534
Buenos Aires
www.econviews.com
Twitter: @econviews

Miguel A. Kiguel
Director

mkiguel@econviews.com

Andrés Borenstein
Economista Asociado

aborenstein@econviews.com

Alejandro Giacoia
Economista

agiacoia@econviews.com

Delfina Colacilli
Economista

dcolacilli@econviews.com

Pamela Morales
Economista

pmorales@econviews.com

Rafael Aguilar
Economista

raguilar@econviews.com



Editorial: El dólar y el nivel de actividad toman el centro de la escena

Desde que asumió Milei la economía iba yendo en una sola dirección, viento en popa y con las cosas mejorando. La inflación viene cayendo en forma sostenida desde el pico de diciembre, el riesgo país venía bajando desde 2,200 puntos y tocó casi 1,200 hace unos días, y los dólares paralelos se mantenían estables. El Central no veía obstáculos para bajar la tasa de interés, porque a pesar de que había tasas reales negativas, la gente seguía en pesos (con la ayuda del cepo, por supuesto).

Pero en la última semana hubo una serie de eventos que deberían ser un toque de atención para el gobierno. Por ahora no es más que eso, una luz amarilla, pero que fortalece nuestra hipótesis de que la primera etapa de motosierra y licuadora está llegando a su fin y que entramos en una nueva donde hará falta sintonía fina.

El primer llamado de alerta fue la suba del dólar blue. Fue seguido por aumentos del CCL y el MEP. Si bien no fue fuerte, aproximadamente entre 15 y 20 por ciento, fue la primera suba importante que ocurrió después del ajuste inicial en los tipos de cambio. Lo más probable es que el disparador haya sido la última baja de tasas que hizo el Banco Central, en la que la redujo diez puntos porcentuales dejándola en 40%. Hasta este episodio, ya había inicialmente reducido la tasa de política monetaria de 133 a 100% y después a 80%. Luego fue bajando de a 10 puntos porcentuales hasta llegar a 50%. Lo llamativo era que a pesar de todas esas bajas los tipos de cambio se mantenían incólumes, sin reacción. Por alguna razón la última baja fue la gota que rebalsó el vaso y el dólar respondió.

Esta suba se da en el contexto de una discusión sobre si hay atraso cambiario. El riesgo es que si la inflación se mantiene por encima de la tasa de depreciación del tipo de cambio oficial por varios meses la situación se va a ir complicando. Por ahora esta suba de los paralelos es simplemente una alerta que esperamos lleve al Banco Central a reflexionar.

El segundo llamado de alerta es la suba del riesgo país. Saltó hasta 1,450 puntos, generando ansiedad en el mercado. Probablemente tenga causas no tan claras, pero puede haber sido impulsada en parte por la suba del dólar, como así también por las dificultades que está teniendo el gobierno para lograr la aprobación de la Ley de Bases en el Senado. La discusión en la cámara alta está siendo más difícil que en diputados y de hecho pareciera que muchas de las reformas están siendo "licuadas". En el proceso se postergó el Pacto de Mayo, una iniciativa que el Gobierno quiere que sea apoyada por la mayor parte de los gobernadores, y que por ahora quedó para junio o julio.

Un tercer hecho es la revuelta policial en la provincia de Misiones. Todavía no sabemos si es simplemente un caso aislado de protesta en una provincia cuyo gobernador se viene acercando a Milei o si se puede generalizar. Es muy temprano para sacar conclusiones, pero es importante seguirlo de cerca.

A estos hechos se le suma la recesión fuerte. El estimador mensual de actividad (EMAE) del INDEC mostró una caída de 8.4% interanual en marzo, peor de lo esperado. Aunque la actividad parece haber tocado un piso en marzo o abril, todo indica que la recuperación difícilmente va a ser en V, lo cual sería otro signo de alerta para el gobierno.

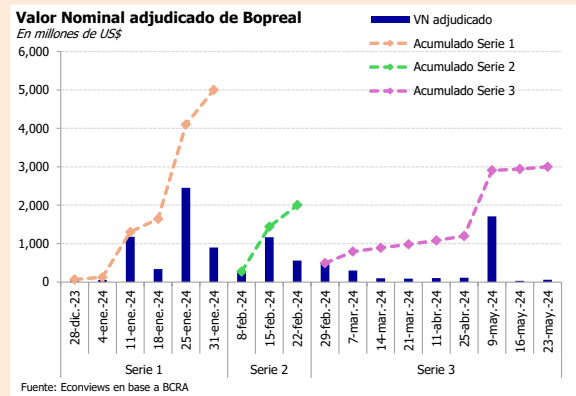
Habrá que seguir muy de cerca como evoluciona la imagen positiva de Milei ante estos hechos. Por el momento se mantiene alta y es su principal activo político. Lo que queda claro es que en esta segunda etapa el ritmo de la recuperación económica va a ser una variable crítica para seguir.

LA SEMANA QUE PASÓ

✓ Ayer **el Banco Central adjudicó US\$ 60 millones de Bopreal Serie 3**. Con este monto completó los US\$ 10 mil millones de valor nominal a emitir

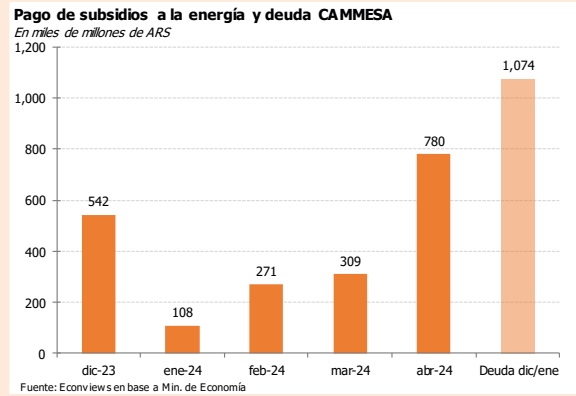
✓ Con este bono, el BCRA absorbió AR\$ 6.93 billones y el Tesoro recaudó AR\$ 745 mil millones por impuesto PAIS.

✓ **A partir de julio comienza a amortizar la serie 2**, lo cual implicará una mayor demanda de dólares.



✓ **El gobierno arregló con las energéticas por la deuda de CAMMESA**. Las empresas aceptaron el pago de la deuda correspondiente a diciembre y enero, que llegaba a 1,074,000 millones de pesos, con bonos AE38. Por su cotización actual, equivale a una quita de alrededor del 50%.

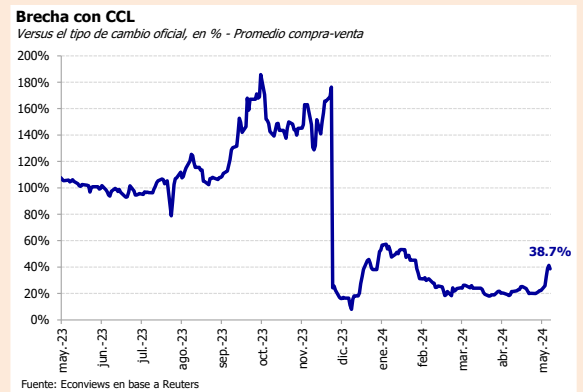
✓ El acuerdo alivia las cuentas fiscales del gobierno —el monto adeudado superaba el pago de subsidios a la energía en el primer trimestre—, aunque no está claro si el FMI aceptará contabilizar el pago de gastos corrientes con un bono de esta manera.



✓ Hoy **el dólar blue cerró en 1,200 pesos** después de haber tocado 1,260 pesos ayer. Con esta suba semanal del 9.1% **la brecha quedó en 35%**.

✓ **El MEP y el CCL también retrocedieron** y quedaron en 1,203 y 1,236 respectivamente. En este caso las subas semanales fueron algo más grandes (12.5% y 13.4%) y el spread con el oficial quedó en 35% para el MEP y 39% para el CCL.

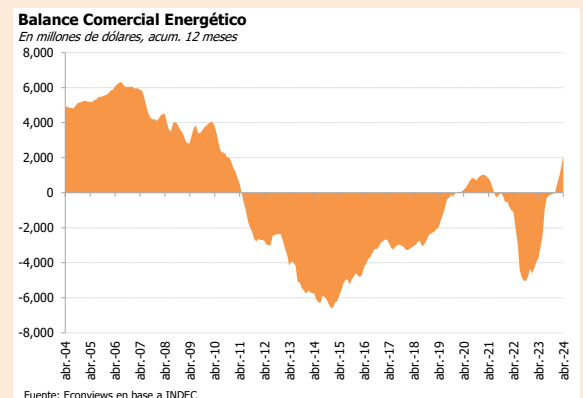
✓ **El riesgo país también subió hasta los 1,443 puntos** (+14.2% semanal).



✓ **La balanza comercial tuvo su cuarto saldo positivo consecutivo en abril**. Argentina exportó USD 6527 millones e importó USD 4708 millones, dando como resultado un saldo comercial positivo de USD 1820 millones. El saldo comercial acumulado en el cuatrimestre es de USD 6157 millones.

✓ **Las exportaciones de abril aumentaron 10.7%** interanual. Las exportaciones de combustibles y energía y las de productos primarios con un aumento de 44.4% y 53.8% respectivamente.

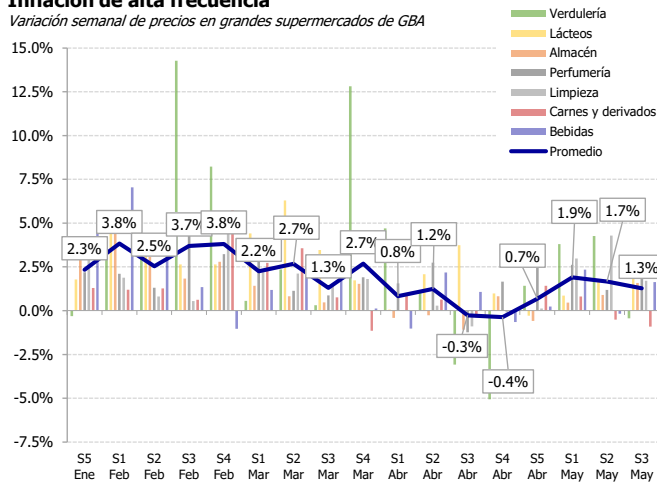
✓ **Las importaciones de abril disminuyeron en 22.7%** interanual. Las importaciones de combustibles cayeron un 58.9%, dando lugar a otro mes de balanza energética positiva.



RELEVAMIENTO DE PRECIOS

Inflación de alta frecuencia

Variación semanal de precios en grandes supermercados de GBA



Nota: Las variaciones son de promedio de precio por semana, de viernes a jueves
Fuente: Econviews en base a estimaciones propias

LO QUE VIENE

✓ El **martes 28** se publicará el **informe de la industria de maquinaria agrícola** del primer trimestre de 2024.

✓ El **jueves 30** se dará a conocer la **dotación de personal de la administración pública nacional, empresas y sociedades** correspondiente a abril de 2024.

✓ El **jueves 30** el BCRA publicará el **informe mensual de pagos minoristas** y el **informe sobre la inversión extranjera directa**.

✓ El **viernes 31** se dará a conocer el informe de la **Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario (MULC)**.

Resumen de mercado

Variaciones semanales, mensuales y anuales

	UD	s/s	m/m	a/a	
Dólar oficial	890.8	0.5%	2.0%	278.0%	↑
Dólar MEP	1203.7	12.5%	18.9%	162.1%	↑
Dólar CCL	1236.8	13.4%	18.2%	155.5%	↑
Blue	1200.0	9.1%	18.2%	145.9%	↑
Tipo de cambio BRL/US\$	5.2	1.2%	0.4%	4.1%	↑
Reservas BCRA (millones US\$)	29,113	+312	-910	-3,853	↑
Tasa de Política (Leliq)	40.0%	0 p.p.	-30.00 p.p.	-57.00 p.p.	=
Tasa Badlar Privada	31.6%	+0.38 p.p.	-29.69 p.p.	-59.94 p.p.	↑
Depósitos S. Priv. (billones AR\$)	49.0	-0.3%	11.2%	142.0%	↓
Crédito S. Priv. (billones AR\$)	22.2	4.7%	11.1%	145.6%	↑
Merval en \$	1,521	3.2%	26.5%	345.1%	↑
Merval en USD	1,230	-9.0%	7.0%	74.2%	↓
Riesgo país (EMBI)	1,443	14.2%	19.9%	-44.2%	↑
Soja (US\$/ton.)	458.6	1.6%	7.0%	-5.8%	↑
Maiz (US\$/ton.)	183.0	2.7%	6.2%	-20.9%	↑
Trigo (US\$/ton.)	256.2	7.1%	17.3%	15.0%	↑
Petróleo Brent (US\$/baril)	80.1	-4.0%	-11.2%	1.1%	↓
Petróleo WTI (US\$/baril)	78.5	-3.9%	-6.7%	5.5%	↓
GNL (US\$/MMBTU)	12.3	12.8%	17.1%	25.5%	↑
Oro (US\$/oz.)	2,334.3	-3.3%	0.8%	19.3%	↓

Nota: flecha según variación semanal

Semáforo de actividad económica

Variaciones desestacionalizadas

		m/m	t/t	UD vs trim previo	
Producción industrial	mar.-24	-6.3%	-9.9%	-7.2%	●
Producción de autos	abr.-24	13.8%	-8.0%	6.3%	●
Producción de acero	abr.-24	44.3%	-13.0%	-0.5%	●
Producción de pollos	mar.-24	-7.2%	0.0%	-4.1%	●
Producción láctea	abr.-24	9.8%	-3.5%	-0.1%	●
Faena vacuna	mar.-24	0.5%	-7.1%	-1.3%	●
Escrituras CABA	abr.-24	7.9%	15.1%	13.5%	●
Producción de Harina	abr.-24	4.9%	-1.6%	2.3%	●
Producción de petróleo	mar.-24	-2.7%	1.7%	-1.0%	●
Producción de gas	mar.-24	-3.8%	9.4%	6.8%	●
Producción de cemento	abr.-24	9.2%	-18.6%	-8.6%	●
Construcción	mar.-24	-14.2%	-22.7%	-19.4%	●
Venta de nafta	abr.-24	0.1%	-4.0%	-1.7%	●
Patentamiento de motos	mar.-24	-23.5%	-25.0%	-27.7%	●
Consumo de electricidad	abr.-24	0.9%	-4.2%	-2.7%	●
Viajes en tren	mar.-24	3.2%	0.7%	2.7%	●
Importaciones CIF	abr.-24	-0.4%	-7.9%	-2.2%	●
Exportaciones FOB	abr.-24	1.0%	11.4%	2.3%	●
Préstamos en \$ al s.priv. (real)	abr.-24	-1.2%	-16.6%	-2.2%	●
Recaudación IVA-DGI	abr.-24	1.7%	-2.9%	1.2%	●
Empleo formal privado	ene.-24	-0.1%	-0.2%	-0.1%	●
EIL empleo	mar.-24	-0.5%	-0.9%	-0.8%	●
Confianza del consumidor	abr.-24	1.3%	-10.6%	2.9%	●
Confianza en el gobierno	abr.-24	-4.3%	10.2%	-5.0%	●

Nota: color de semáforo según UD vs trim previo

A los bancos les va bien y empiezan a recuperar su negocio

- ✓ *Los bancos tuvieron un muy buen primer trimestre en términos de ganancias.*
- ✓ *Con la desregulación en las tasas mínimas de plazos fijos mejoró su spread y se recupera el negocio bancario propiamente dicho.*
- ✓ *El sector público sigue teniendo un lugar muy grande en el activo de los bancos. Esperamos que empiece a reducirse y que el crédito vuelva a ganar terreno.*

En el primer trimestre del año el total de entidades financieras acumuló ganancias por AR\$ 2.42 billones (en pesos de mar-24). Con este resultado, fue el mejor primer trimestre para los bancos al menos desde 2010 (ver gráfico 1). El retorno sobre los activos (ROA) acumulado anual llegó al 5.9% en marzo y el retorno sobre el capital (ROE) fue del 23.2%. Esta buena performance puede ser lo que explique que las acciones bancarias sean las que mayores rendimientos tuvieron en lo que va del año.

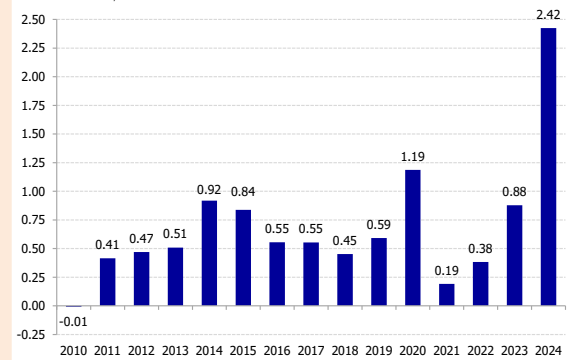
Descomponiendo el resultado total vemos que hubo mejoras en casi todos los rubros comparados con el mismo periodo del año pasado (1T23 vs. 1T24 – ver tabla 1). **En primer lugar, el margen financiero tuvo una suba del 105.8% en términos reales (+ AR\$ 7.74 billones).** Dentro de este número hay varias cosas para ver:

-El ingreso neto por intereses empieza a mejorar. Si bien sigue siendo negativo ya se recortó casi a la mitad este rojo. Por eso decimos que está renaciendo el negocio bancario, aunque le falta mucho. Acá jugó un papel muy importante la eliminación de las tasas mínimas para plazos fijos. Esto permitió que los bancos bajen su costo de fondeo, lo cual más que compensó la baja en la tasa de préstamos. Así es como los ingresos por intereses cayeron, pero menos que los egresos, haciendo que en el neto haya una mejora. También pensamos que puede influir positivamente que los bancos están cobrando préstamos que fueron pactados a tasas más altas que las actuales, mientras que toman depósitos más cortos incorporando la baja de tasas. Dado que la evolución del ingreso neto por intereses muestra un rezago con respecto al spread de tasas, podemos inferir que en los meses siguientes esta cuenta siguió mejorando (ver gráfico 2).

-El resultado por títulos valores fue menor. Esto se explica porque en esta cuenta entraban las Leliqs, cuyo stock se terminó de desarmar a principios de año. Es decir, que no se debe a una baja en la tenencia de títulos públicos.

-Las primas por pases tuvieron un crecimiento muy fuerte. Acá vemos la otra cara de la moneda del desarme de Leliqs, dado que estos pesos en su mayoría se fueron a pases. Como los datos disponibles están hasta marzo todavía no

Gráfico 1. Ganancias de las entidades financieras
En billones de AR\$ de mar-24 - Acumulado a marzo de cada año



Nota: serie con ajuste propio para el Resultado monetario entre 2010 y 2019.
Fuente: Econviews en base a BCRA

Tabla 1. Estado de Resultado - Total sistema financiero

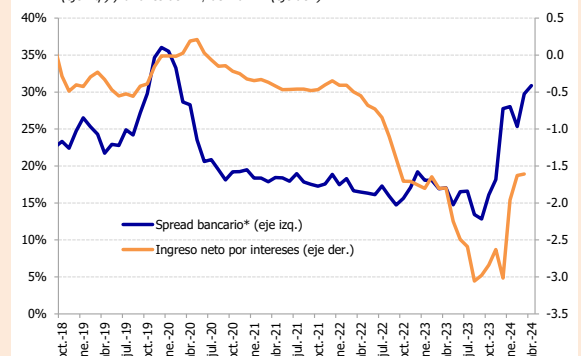
Acumulado 1er Trim. - En billones de AR\$ de mar-24

	2023	2024	Diferencia
Margen financiero	7.32	15.06	7.74
Ingresos por intereses	4.02	4.04	0.02
Egresos por intereses	-9.27	-9.23	0.04
Resultado por títulos valores	8.84	6.71	-2.13
Primas por pases	1.81	7.52	5.71
Otros	1.92	6.03	4.11
Resultado por servicios	0.59	0.39	-0.20
Cargos por incobrabilidad	-0.37	-0.41	-0.03
Gastos de administración	-2.40	-2.63	-0.23
Resultado monetario	-3.37	-8.43	-5.06
Otros	-0.89	-1.56	-0.67
Resultado total	0.88	2.42	1.55

Fuente: Econviews en base a BCRA

Gráfico 2. La mejora del spread bancario se siente

En TNA (eje izq.) y billones de AR\$ de mar-24 (eje der.)



*Tasa de préstamos promedio ponderado - Costo de fondeo
Fuente: Econviews en base a BCRA y estimaciones propias

se ve en los resultados la rotación que hubo hacia títulos públicos en la última licitación, pero podemos estimar que este número comenzará a bajar y subirá el resultado por títulos valores.

-Dentro del rubro “otros” del margen financiero también hubo una suba importante, que corresponde casi toda a ajustes CER y CVS. Estimamos que esto se debe a la aceleración que tuvo la inflación en los primeros meses del año y como el CER devenga con un retraso de 45 días, también tomó la inflación de diciembre. Además, de acuerdo con la información del BCRA, la diferencia entre activos y pasivos en CER se hizo mucho más grande, lo cual también puede haber ayudado (ver gráfico 3).

Por fuera del margen financiero, el resultado por servicios (incluye las comisiones de los bancos) volvió a caer, mientras que los cargos por incobrabilidad y los gastos de administración no tuvieron grandes diferencias. Donde sí hubo una variación fuerte es en el resultado monetario, que refleja el efecto de la inflación sobre las partidas del balance que no son re-expresadas. Este ajuste se mueve de acuerdo con la inflación y en este caso la aceleración jugó en contra (ver gráfico 4).

En cuanto al activo de las entidades financieras, la presencia del sector público, ya sea en la forma de instrumentos del BCRA o de títulos públicos, ha ido creciendo año a año (ver gráfico 5). Esto fue en detrimento del crédito al sector privado (efecto crowding out) que representa un porcentaje cada vez menor del activo. Nuestra visión es que, si el gobierno nacional equilibra las cuentas fiscales, puede dejar más espacio en el mercado de crédito y esta situación puede empezar a revertirse. La baja de tasas también puede darle un impulso al crédito y, como espera el gobierno, ser uno de los motores que empuje la salida de la recesión. Algo de eso ya está ocurriendo y probablemente en mayo el crédito al sector privado anote la primera suba en términos reales después de 6 meses seguidos de caídas. De todas formas, el proceso de volver a construir carteras de crédito no es rápido y no tendrá un efecto inmediato.

Gráfico 3. Diferencial entre activos y pasivos en CER/UVA
En % de la RPC

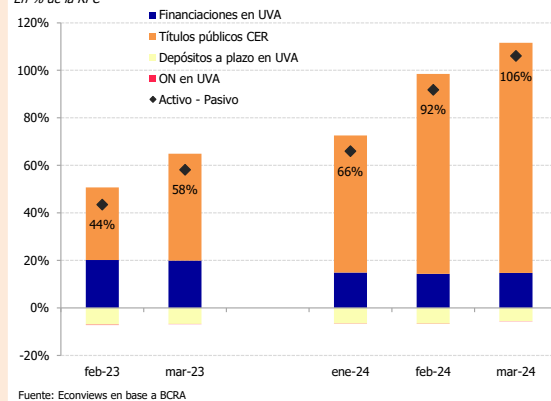


Gráfico 4. Resultado monetario e inflación
En billones de AR\$ de mar-24

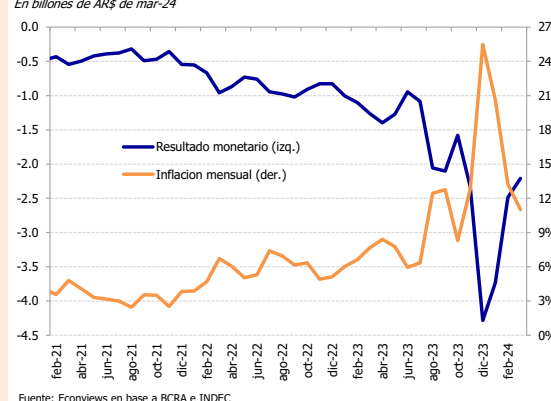
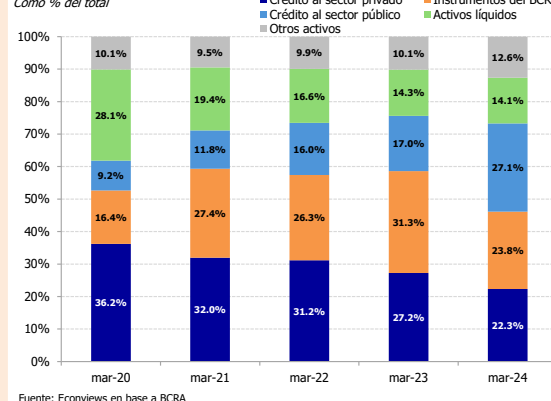


Gráfico 5. Composición del activo
Como % del total



Empieza la salida de la recesión, más en pipa que en “V”

- ✓ *Marzo fue un mes complicado para casi todos los sectores de la economía real.*
- ✓ *Abril da señales de mejora.*
- ✓ *Los indicadores de consumo todavía muestran números malos, pero esperamos que repunte con la lenta recuperación del salario real.*

La economía cayó un 1.4% mensual en marzo. La recesión es feroz, pero creemos que ya alcanzó su piso. A partir de ahora, esperamos una lenta recuperación, aunque más parecida a la pipa de Nike que a una V. El resultado de marzo nos lleva a empeorar nuestra proyección de PBI en 2024 a una caída de 3.6%.

En lo que va del año el EMAE acumula una caída del 5.2% respecto al primer trimestre del año anterior. El agro encabeza con una variación del 11.2% respecto al primer trimestre del 2023. Esperable dado que comparamos contra la época de sequía. La minería y extracción de gas y petróleo es el otro sector que va a ayudar a amortiguar la caída del PBI, y por lo pronto destaca con un aumento del 8%. La construcción es el sector más golpeado por lejos, con una variación acumulada del -23.3%. Esto afecta fuertemente a la cuenta Inversión. Comercio, buen indicador del consumo, viene un 10.8% debajo del mismo trimestre del año pasado.

Tabla 1. Actividad económica por sector

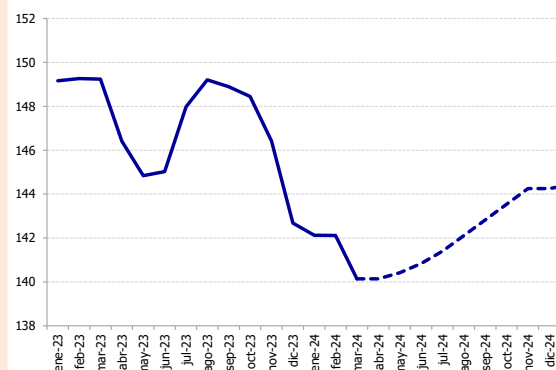
Variaciones mensuales por sector y acumulado interanual 2024

	ene-24	feb-24	mar-24	Acum. 2024
EMAE	-0.4%	0.0%	-1.4%	-5.2%
Agricultura y ganadería	-0.1%	4.3%	-2.0%	11.2%
Pesca	10.3%	-8.5%	-13.4%	4.7%
Hidrocarburos y minería	2.8%	1.9%	-4.5%	8.0%
Industria	3.0%	1.9%	-8.2%	-13.4%
Electricidad, gas y agua	7.7%	14.5%	-8.1%	-2.2%
Construcción	-9.9%	-4.6%	-8.8%	-23.3%
Comercio	3.6%	-0.1%	-6.6%	-10.8%
Hoteles y restaurantes	-8.0%	-1.1%	-0.1%	-0.7%
Transporte y comunicaciones	-0.7%	0.3%	-1.5%	-0.5%
Intermediación financiera	2.2%	-1.6%	-2.4%	-12.5%
Actividades empresariales	-0.4%	0.1%	-1.4%	-1.5%
Administración pública y defensa	-0.9%	0.3%	-0.5%	0.8%
Enseñanza	-0.3%	0.2%	-0.3%	1.6%
Servicios sociales y de salud	0.1%	0.2%	0.1%	1.4%
Otras actividades de servicios	0.2%	0.0%	0.1%	-1.9%

Fuente: Econviews en base a INDEC

En el mes a mes, marzo fue durísimo. Todos los sectores, a excepción de Salud y Otros servicios sociales, empeoraron respecto a febrero (ver gráfico 3). Entre los que más pesan en el PBI, destacan Construcción (-8.8%), Industria

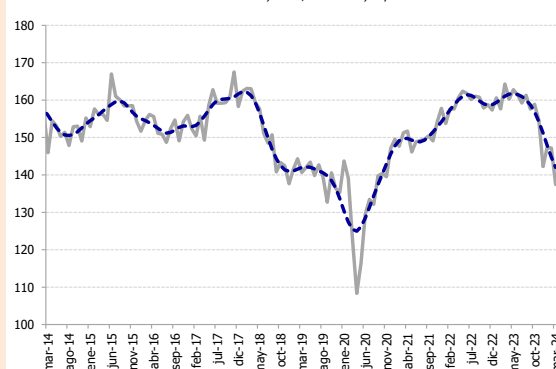
Gráfico 1. Actividad económica
Base 2004 = 100



Fuente: Econviews basado en INDEC y estimaciones propias

Gráfico 2. Actividad comercial

EMAE desestacionalizado - sector Comercio mayorista, minorista y reparaciones



Fuente: Econviews en base a INDEC

manufacturera (-8.2%) y Comercio (-6.6%). El agro, que en febrero había ayudado a atenuar la caída, esta vez también retrocedió un 2%. Las malas condiciones climáticas de marzo llevaron a un retraso en la cosecha de soja, y la Bolsa de Cereales de Buenos Aires redujo su proyección de producción de soja de 51 a 50.5 millones de toneladas.

Abril muestra señales de rebote. En nuestro semáforo de actividad económica (página 4) se prendieron **algunas luces verdes para la industria y la construcción**. Se ven buenas señales para la industria, que podría al menos desacelerar su caída. La producción de acero crudo repuntó un 44%, después de un marzo complicado entre el cierre de plantas de Acindar y conflictos sindicales. La producción de autos también cambió de tendencia, con una suba mensual del 13.8%. Las desestacionalizaciones con el feriado XL ponen un manto de dudas sobre los números, pero la dirección parece ser positiva.

Entre otros indicadores del semáforo, mejoró la producción láctea (+9.8%) y de harina (+4.9%). Aumentaron un 7.9% las escrituras en CABA. La confianza del consumidor aumentó 1.3%. Tira para atrás el dato de préstamos al sector privado, con una variación de -1.2%. El balance sigue siendo positivo. **Con estos números a favor, esperamos que en abril la economía por lo menos deje de caer.**

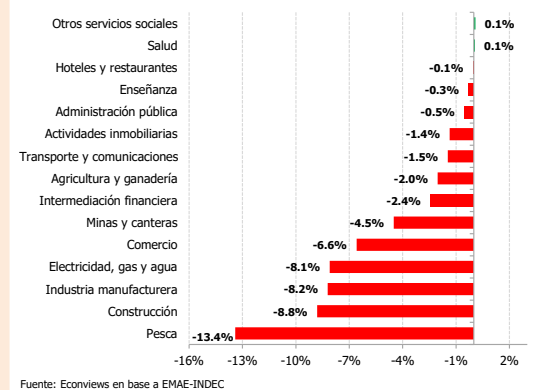
Puede ser que abril haya sido mejor para la construcción, porque la producción de cemento repuntó un 9.2% mensual luego de 5 meses de caídas. El informe fiscal muestra que la obra pública nacional también se empezó a mover. Además, los despachos de las empresas del Grupo Construya registraron un incremento del 4.5% con relación a marzo.

El “peso fuerte” no ayuda a la construcción (eleva los costos), pero puede darle aire al consumo, que todavía muestra números malos. En marzo, las ventas en supermercados se mantuvieron prácticamente iguales respecto a febrero (+0.1% m/m), mientras que las ventas mayoristas cayeron 2% acumulando 5 meses consecutivos de caída. Son números que avalan la caída del 6.6% en el sector Comercio dentro del EMAE. El dato positivo es la venta de shoppings, con un incremento mensual del 8% en sus ventas. Es su segundo mes consecutivo de recuperación.

¿Es esperable que el consumo repunte en los próximos meses? En Econviews vemos una recuperación (lenta) del salario real, en la medida que la inflación se acomode en torno al 6% mensual y las paritarias se firmen uno o dos puntos por arriba. Si bien están lejos de recuperar lo perdido en diciembre y enero, esos meses habrán sido el piso para los ingresos. Tomando el índice del INDEC, se ve que los salarios reales recuperaron un 10% desde enero. En abril subieron 1.1%, y es esperable que la tendencia siga siendo creciente. Dada la magnitud de la recesión, los movimientos del dólar blue de la última semana no deberían tener mucho impacto en precios, pero pueden llevar a algunos consumidores a repensar o posponer gastos en el margen.

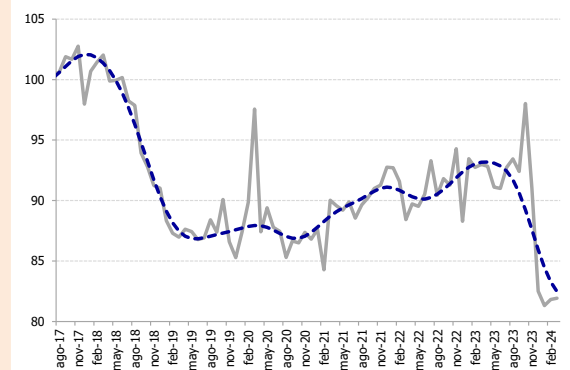
El gobierno apuesta a que la reaparición del crédito traccione la recuperación. Por lo pronto no se ve reflejado en los datos de préstamos al sector privado (-1.2% m/m en abril) pero es posible que crezca con la baja de la inflación y de la tasa de interés.

Gráfico 3. Sectores de la economía en marzo
Variación mensual - serie desestacionalizada



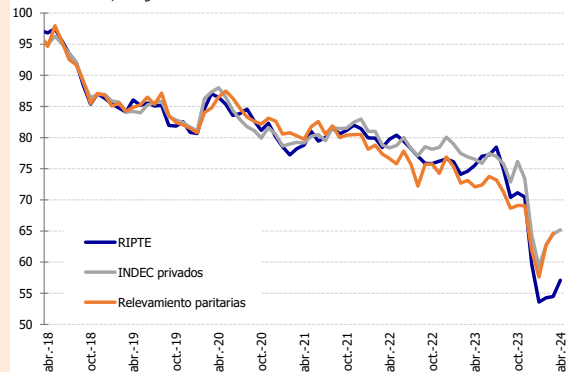
Fuente: Econviews en base a EMAE-INDEC

Gráfico 4. Índice de ventas en supermercados
Índice de ventas a precios constantes, serie desestacionalizada




Fuente: Econviews en base a INDEC

Gráfico 5. Salario real del sector privado formal
Base ene-18=100, sin aguinaldos



Fuente: Econviews en base a INDEC, Sec. de Trabajo y estimaciones propias



En abril siguen jugando en contra el cepo que trava nuevas inversiones, el recorte del gasto público y la apreciación cambiaria. **Pero los datos tempranos, la promesa de una reactivación del crédito y la caída de la inflación nos llevan a pensar que ya tocamos fondo en marzo, y lo que sigue es una recuperación lenta.**