



#### **RESUMEN EJECUTIVO**

- La actividad económica local registró un desplome inédito durante el segundo trimestre de 2020, en el marco de la cuarentena implementada desde fines de marzo para reducir la propagación de la pandemia y en medio de la caída generalizada de la actividad económica a nivel mundial.
- En dicho período, el estimador mensual de actividad económica (EMAE INDEC) registró un descenso de 19,6% interanual (i.a.) y 16,6% trimestral sin estacionalidad. Todos los sectores disminuyeron en la comparación interanual y once de los quince arrojaron caídas de dos dígitos, entre los que se cuentan la industria (-22,1%), el comercio (-16,2%) y la construcción (-63,4%); el sector de hoteles y restaurantes se derrumbó 73,5%. El EMAE acusó su mayor caída en abril, mes de la cuarentena más estricta; a partir de ahí, la apertura progresiva de actividades ha posibilitado un lento repunte de la actividad. En junio, el EMAE recortó el descenso interanual al 12,3%, pero todavía se ubicaba un 12,9% (s.e.) por debajo del nivel de febrero.
- De esta forma, se agudizó al extremo la marcha recesiva que ya atravesaba la economía local desde el segundo trimestre de 2018. Esto en un marco más amplio de estancamiento prolongado (2011-2017) y posterior retroceso de la actividad económica. En 2019, el PIB se ubicaba en un nivel inferior al de 2011 (-2,5%), y medido por habitante, menor al de 2007 (-2,0%).
- La pandemia afectó seriamente la economía a nivel mundial, más allá de la rigurosidad y la extensión de la cuarentena implementada en cada país. No obstante, la Argentina ha sido hasta el momento uno de los países más golpeados en materia de actividad económica.
- La estrepitosa caída de la demanda ha puesto un paño frío al crecimiento de los precios. De todos modos, la inflación continúa siendo elevada en la comparación internacional. En los primeros siete meses de 2020, los precios minoristas acumularon un alza del 15,8%, mientras que en el período de vigencia del "Aislamiento social preventivo y obligatorio" (ASPO) la inflación fue "sólo" del 7,4% (considerando abril-julio). Esta tasa resulta inferior al ritmo de devaluación, disminuyendo así el nivel de

precios medido en dólares de la economía local; pero es mayor a la evolución del salario, que en términos reales continúa estancado en el penoso lugar al que fue reducido durante el gobierno anterior.

- Naturalmente, el retroceso de la actividad económica también repercute fuertemente en el mercado de trabajo. Aún sin datos sobre la tasa de desempleo durante el ASPO, al mes de mayo se observa una fuerte caída en la nómina de trabajadores registrados del sector privado: 409.000 menos que un año atrás y 388.000 menos que en febrero de 2020 (322.000 ajustado estacionalidad), con especial énfasis en el empleo asalariado del sector privado.
- En materia fiscal, el Sector Público Nacional registró un déficit de \$ 889.806 millones (M) en el primer semestre de 2020, que contrasta con el superávit de \$ 30.221 M obtenido en igual período del año pasado. Dicho resultado se explica tanto por el incremento del gasto como por la caída de los ingresos, sumamente afectados por la debacle económica. Contemplando el pago de intereses de deuda (\$ 297.729 M), se llega a un déficit financiero de \$1.187.535 M, que se financió mayormente con emisión monetaria (centralmente "utilidades" contables del Banco Central).
- El gasto primario creció 18,2% i.a. en términos reales, impulsado por la política de transferencias de ingresos a las familias, las empresas y las provincias, frente al generalizado deterioro de la situación económica. Comparando interanualmente y en términos reales, entre los componentes expansivos se destacan los programas sociales (+421,1%), dada la implementación del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) y el programa de Asistencia al Trabajo y la Producción (ATP); las transferencias a las provincias (+172,7%); y el gasto en subsidios económicos (+49,8%). En cambio, las erogaciones en salarios públicos se redujeron 7,9%, producto de la suspensión de las negociaciones paritarias, mientras que los gastos de capital experimentaron una caída de 32,8%, por la virtual paralización de la obra pública. Por su parte, los ingresos cayeron 18,0% i.a. en términos reales, debido al desplome de la actividad económica y los salarios, que afectaron los ingresos tributarios y las contribuciones a la seguridad social, disminuyendo 15,3% y 13,5% i.a.





respectivamente. Por otro lado, se consolida el recorte en las jubilaciones (en forma creciente a partir del haber mínimo), en comparación con los montos que surgían de la suspendida fórmula de movilidad.

- Las provincias cerraron el año 2019 con sus cuentas en franco deterioro, producto de la crisis cambiaria desatada en 2018, la caída en el nivel de actividad y el incremento del endeudamiento en moneda extranjera de los últimos años. La nueva situación abierta a partir de la irrupción del COVID-19 impactó directamente en las cuentas públicas provinciales. Todos los recursos cayeron (coparticipación, impuestos provinciales y regalías), mientras que los gastos se redujeron en menor proporción frente a la necesidad de asistencia social. Con el acceso al crédito cerrado, el Estado Nacional diagramó el Programa para la Emergencia Financiera Provincial (Decreto 352/20), evitando el surgimiento de cuasimonedas. A su vez, se estableció el "barril criollo" para sostener las regalías de los distritos petroleros. Entretanto, llega el turno de la renegociación de la deuda pública provincial.
- Al 18 de agosto, la base monetaria se ubicaba en \$ 2,28 billones (B), con un aumento superior al 80% i.a., ligado a la mega-emisión para cubrir el déficit fiscal. Esta dinámica se acentuó desde el mes de marzo, con la asistencia del BCRA al Tesoro por \$1,4 B, principalmente vía transferencias de utilidades. Para contrarrestar esta política monetaria expansiva, fruto de la dominancia fiscal, en lo que va del año el BCRA colocó Letras de Liquidez (LELIQ) por \$1,1 B, llevando su stock actual a la friolera de \$1,8 B. Es importante señalar que dichos títulos pagaron intereses por unos \$400.000 M y el stock de los pasivos remunerados del BCRA totalizó \$2,47 B, monto equivalente a la base monetaria o al 75% de las reservas brutas en manos del ente monetario.
- El tipo de cambio oficial (\$/USD) viene operando con poca volatilidad. En lo que va del año acumula un alza del 23%, situándose la cotización mayorista en \$73,7 (al 24 de agosto); pero las restricciones existentes naturalmente alimentan los mercados alternativos (dólar "blue", CCL y MEP), con una brecha cercana al 80% respecto del dólar oficial.
- En lo referido a las cuentas externas, el saldo comercial (bienes) alcanzó un superávit de USD 8.097 M en el primer semestre, unos USD 2.500 M por encima de igual lapso de 2019. Cabe recordar que el año pasado cerró con un resultado positivo de casi USD 16.000 M, producto del desplome en las importaciones (-25%) a causa de la recesión, mientras que las exportaciones aumentaron un discreto 5,4%. En lo que va de 2020, el mayor saldo acumulado responde nuevamente a la persistente caída de las importaciones (-23,3% i.a.) por el freno en la actividad, mientras que las exportaciones también disminuyen (-11,0% i.a.). Las ventas de productos industriales (-34,5%) resultan el rubro más afectado por la crisis económica global, en tanto que las referidas a los productos primarios son las únicas que crecen (+14,4%). Cabe destacar que este superávit se tradujo en un monto significativamente menor en su versión caja (MULC BCRA), donde acumuló un saldo de USD 5.640 M, la mitad que en igual período de 2019. Esto se debe centralmente a la realización de pagos muy por encima de las importaciones FOB, conducta incentivada por el aumento en la brecha cambiaria que abarata crecientemente el dólar comercial, lo que a su vez motivó al BCRA a imponer mayores restricciones a los importadores para el acceso al mercado cambiario. Naturalmente, el déficit de la cuenta turismo disminuyó significativamente en acumulado a junio, ante el cierre casi completo del transporte internacional. En este marco, el saldo de la cuenta corriente (base caja) arrojó un superávit de USD 1.259 M en los primeros seis meses del año, inferior al registrado en igual período de 2019 (USD 2.126 M).
- Aun sumamente limitado por el cupo de USD 200 y la imposibilidad para acceder al dólar "Bolsa" por noventa días, el goteo de las reservas vía dólar ahorro se fue incrementando a partir de abril, a la par de la creciente brecha con las cotizaciones paralelas: en abril-junio la compra de dólar billete ascendió a USD 1.114 M, mientras que la formación neta de activos externos (FAE) del sector privado no financiero acumula USD 1.374 M desde enero; según estimaciones preliminares, esta dinámica se aceleróen julio y agosto. Se trata de montos mínimos en comparación con los registrados durante la





gestión macrista, pero aun así una preocupación para el gobierno, debido a la escasez de dólares en manos del BCRA. Desde que se inició el ASPO, el BCRA ha debido vender en forma neta USD 1.700 M, con saldo negativo incluso en el segundo trimestre, período de mayor liquidación estacional de divisas del agro.

- Después de varias idas y vueltas, el gobierno finalmente llegó a un acuerdo con los bonistas para la renegociación de la deuda en moneda y legislación extranjeras, por un monto de unos USD 66.000 M. Según la información oficial, el valor presente de la oferta equivale a USD 54,8 por cada USD 100 de valor nominal elegible, por encima de los USD 40 de la primera oferta y del límite de USD 50 que había establecido el FMI como sustentable. En tanto, la quita en valor presente es del 29% según el cálculo de la OPC, que es el monto realmente ahorrado dada la tasa de descuento considerada (10%). La guita se concentra en los intereses, siendo el cupón promedio para la deuda en dólares del 3,2%, alrededor de la mitad que el actual.
- Por otro lado, el gobierno ha efectuado una oferta similar para la deuda en moneda extranjera bajo legislación argentina, que alcanza un monto de USD 41.700 M.Con este acuerdo, reduce la carga a afrontar (legislación nacional y extranjera) en USD 56.000 M (capital e intereses) durante los próximos cuatro años, según la OPC, postergando vencimientos para más adelante. Se trata de un monto que resultaba sencillamente impagable en las actuales condiciones económicas.
- Más del 60% de la deuda renegociada corresponde a la gestión de Macri. Es preciso recordar que durante su mandato la deuda pública se elevó en unos USD 100.000 M, incremento explicado íntegramente por la deuda en moneda extranjera (los saltos devaluatorios de 2018-2019 contribuyeron a licuar la deuda en pesos traducida a dólares). A la par, la FAE (rubro asimilado a la "fuga de capitales") ascendió a USD 88.400 M en igual período. Según el BCRA, sobre los agentes que realizaron compras netas de moneda extranjera, el 1% de las empresas adquirió USD 41.124 M, mientras que el 1% de las personas físicas se llevó USD 16.206 M. Como en otros momentos aciagos de nuestra historia, el grueso del endeudamiento externo se

comprometió a solventar una colosal fuga de capitales por parte de un reducido número de agentes económicos, quedando como resultado para el país el lastre de la deuda pública, que condiciona al extremo todo el desenvolvimiento de la economía nacional.

- A pesar de los estrictos controles cambiarios, la reprogramación de los pagos de la deuda en moneda extranjera y el ligero superávit de la cuenta corriente, las reservas brutas del BCRA se contrajeron USD 1.600 M en lo que va del año, ubicándose en USD 43.160 M al 18 de agosto. Un 43% de las mismas están constituidas por el swap ("canje de monedas") con el Banco Central de China (USD 18.700 M). Depurando de las reservas brutas el swap, los encajes de los depósitos en dólares y otros pasivos, las reservas "netas", propias de la autoridad monetaria, se reducen a unos USD 10.000 M, de los cuales USD 3.800 M están compuestos por oro. Con el crédito externo vedado, esto resulta más que suficiente para explicar el amague del gobierno a reducir o suspender el cupo de dólar ahorro, que por el momento ha sido mantenido.
- El nuevo contexto mundial signado por la pandemia encontró una economía argentina extremadamente vulnerable y en virtual estado de default; largamente deprimida, con inflación galopante, estrechez fiscal y una gran fragilidad de sus cuentas externas; y con una acuciante situación social. Por consiguiente, aún si el contexto sanitario acompaña, es probable que la recuperación de la actividad local sea lenta y dificultosa, incluso hasta los deprimidos niveles pre pandemia, debido al escaso margen de maniobra que imponen las severas restricciones en materia fiscal y externa, en un régimen de alta inflación que actualmente resulta cohibida por el desplome de la demanda.
- Se inicia ahora una nueva etapa en la negociación de la deuda, en este caso con el FMI, por un monto (capital) de USD 45.000 M. En lo que va de este año, se abonaron USD 985 M de intereses, quedando alrededor de USD 290 M en noviembre. El primer pago de capital corresponde a 2021, por USD 3.620 M, más USD 1.287 M de intereses. Pero ya el grueso de los vencimientos se concentra en 2022-2023, por unvalor de USD 36.876 M (incluyendo USD 1.599 M de intereses), nuevamente, imposible de afrontar.





Resulta iluso suponer que el FMI accederá a renegociar semejantes vencimientos de deuda sin procurar imponer sus clásicos condicionamientos de política económica. Por otro lado, el gobierno postergó el pago de USD 2.100 M al Club de París para el próximo año, que también buscará renegociar.

■ Más allá de la importante quita lograda, el problema de la deuda está lejos de ser resuelto; el gobierno logró despejar el panorama para los próximos cuatro años, ganando tiempo y recursos en lo inmediato, pero pateando el asunto para adelante. A partir de 2025, comienzan nuevamente fuertes vencimientos de deuda, y queda pendiente la negociación con el FMI. Siguiendo la estrategia oficial, una de las condiciones necesarias para que este esquema resulte viable es que el país pueda volver a acceder a los mercados voluntarios de deuda a tasas razonables, con el objeto de ir afrontando parte de los vencimientos con nuevo endeudamiento. Otro nudo central de la estrategia reside en la necesidad de generar un salto exportador, que provea dólares "genuinos", tanto para "acompañar" sustentablemente la reactivación de esta dependiente economía (que demanda importaciones a un ritmo muy superior a la expansión de la actividad y la demanda doméstica), como para aportar fondos destinados al pago de la deuda en moneda extranjera (al menos de los si no se desea continuar intereses. incrementándola). Tarea que luce como un desafío muy complicado, habida cuenta del prolongado letargo exportador de nuestro país, que hasta el año 2012 pudo ser contrarrestado gracias extraordinario aumento en los precios de exportación.