RESUMEN EJECUTIVO

▪ En el tercer trimestre de 2018 se agudizó marcadamente la recesión que atraviesa la economía argentina, con un descenso de 3,5% interanual (i.a.) y de 0,4% respecto del trimestre previo (t/t). Según estimó GERES, el PIB sin agro retrocedió 2,4% t/t, intensificando su ritmo de caída en comparación con los tres meses previos. La industria y el comercio lideran las bajas. Por el lado de la demanda, el consumo privado y la inversión acusaron un fuerte retroceso en el tercer trimestre, con especial énfasis en el mes de septiembre, luego del salto devaluatorio de fines de agosto.

▪ Los datos disponibles para octubre y noviembre muestran que continúa el retroceso de la actividad económica. En octubre, la industria disminuyó 6,8% y la construcción 6,4% i.a. En noviembre, registraron caídas interanuales la producción automotriz (-18,6%), la industria PYME (-5,0%), las ventas en comercios minoristas (-9,4%) y el Índice Construya (-30,4%), entre otros indicadores de rápida disponibilidad.

▪ El Índice de Precios al Consumidor acumuló 16,6% de suba en el período agosto-octubre y se encamina a cerrar 2018 con un incremento en torno a 50%. El proceso inflacionario, potenciado por el gobierno con el fuerte aumento de todos los precios que controla en forma directa, se exponenció con la mega-devaluación, que impactó violentamente en los bienes exportables argentinos. Así, con el ítem "alimentos y bebidas" creciendo por encima del promedio general, esta evolución resulta particularmente gravosa para los sectores de menores ingresos: en octubre las jubilaciones y la AUH retroceden un 19% i.a. en el poder de compra referido a este rubro.

▪ El mercado laboral se encuentra sumamente deteriorado. Considerando el período agosto-octubre en relación a su par de 2017, el poder adquisitivo del salario del empleado registrado (privado) ha perdido un 11,3%, previéndose un deterioro aún mayor para las fiestas (para octubre puede calcularse la pérdida en más del 14% i.a.). La complacencia gubernamental con esta evolución se desprende del desempeño del salario en el sector público. Los sueldos de la Nación lideran la tendencia contractiva, con una disminución interanual de 16% en el trimestre mencionado y de 9% en lo que va del año. Sin datos aún acerca del (aún más sombrío) presente de la recesión, se observó ya para el segundo trimestre de 2018 un aumento de la tasa de *desocupación ampliada* del 14% al 15% de la *población económicamente activa (PEA)*, y de la *Tasa de Argentinos Desesperados por el Desempleo* del 32% al 34% de la *PEA*; en un marco en el que la destrucción de puestos de trabajo en el sector manufacturero marca el paso de la nula creación global de oportunidades laborales.

▪ En este contexto recesivo de la economía local se vieron afectados los recursos del Estado nacional, que en el tercer trimestre de 2018 disminuyeron 3,1% i.a. en términos reales. En particular, se observa una fuerte caída (11,0% real) en los aportes y contribuciones a la seguridad social, que se explica por la baja del salario real de los trabajadores registrados y de la cantidad de cotizantes al sistema.

▪ Por su parte, el gasto primario se redujo 9,8% en términos reales durante el tercer trimestre, caída de una magnitud no observada desde la devaluación de 2002. La variación se explica principalmente por la reforma previsional de fines de 2017 y la creciente tasa de inflación, que tuvo como efecto un fuerte recorte del gasto real en salarios y jubilaciones, cayendo 14,6% y 8,3% respectivamente en comparación con igual período del año anterior. En cambio, debido al impacto de la devaluación en el dolarizado precio del gas, la cuenta de subsidios pasó de registrar una caída de 18,5% en el primer semestre a una suba de 9,7% real en el tercer trimestre de 2018.

▪ Como consecuencia de esta dinámica en ingresos y gastos el déficit primario alcanzó a $ 47.490 millones, siendo 55,1% inferior en términos reales respecto al del tercer trimestre del año pasado.

▪ En lo que respecta al sector externo de la economía nacional, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un saldo negativo de U$S 18.000 millones en la primera mitad del año, evidenciando un empeoramiento de más de U$S 4.000 millones en la comparación interanual. Sin embargo, para lo que resta de 2018 y para 2019 se espera una morigeración

del mismo, frente a las perspectivas de una mejor cosecha, la baja en el turismo emisivo y la continuidad de la política económica recesiva que impacta negativamente sobre las importaciones. En ese sentido, la cuenta corriente del balance cambiario acusó una sensible baja, como consecuencia de menores pagos de importaciones, caídas en los rubros turismo, intereses y en el giro de utilidades y dividendos. También descendieron las importaciones, particularmente por cantidades, lo cual derivó en una reversión del déficit comercial en septiembre y octubre.

▪ En tanto, el BCRA efectuó una colosal inyección monetaria en el período junio-septiembre, producto del programa de reducción sistemática del gigantesco stock de LEBAC, que junto a la fuerte caída de la demanda de dinero contribuyeron a meter presión al dólar.

▪ Las fuertes tensiones cambiarias que acusaba desde hacía tiempo la economía argentina se tradujeron hacia fines de agosto en una nueva corrida hacia el dólar, que en menos de una semana saltó del rango de los 32 pesos al de los 40. En el acumulado de los primeros diez meses del año la fuga de capitales totalizó U$S25.000 millones, 63% por encima de lapso del año pasado.

▪ En dicho contexto, y como parte del renovado acuerdo con el FMI, el BCRA anunció el 26 de septiembre un severo programa monetario, sumamente contractivo: Desde octubre y hasta junio del año próximo se congeló la base monetaria, a la vez que se estableció un esquema cambiario de "zonas de no intervención" entre bandas (hasta fin de año se actualizan diariamente a una tasa del 3% mensual). Para concretar la meta monetaria, el BCRA realizó operaciones diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) -que velozmente expandieron los pasivos del ente monetario en $700.000 millones- y elevó la tasa de política monetaria al 74% en octubre (noviembre culminó en 59%).

▪ El programa apuntó a “secar la plaza de pesos”, encareciendo así el costo del dinero, con el resultado inmediato de provocar un nuevo salto en la tasa de interés de referencia, que luego comenzó a acomodarse lentamente a la baja. Además del claro intento de desincentivar la compra de dólares, según el BCRA el plan tiene como “objetivo principal” combatir la inflación galopante. De esta forma, el gobierno nuevamente parte de un estrecho (e incorrecto) diagnóstico monetarista de la inflación, con un plan que ha generado graves efectos recesivos para el conjunto de la economía, habilitando asimismo gigantescas ganancias para el sector financiero.

▪ Los desembolsos del FMI han resultado la rueda de auxilio para respaldar las reservas (desde abril el BCRA registró una sangría en sus arcas por más de U$S 30.000 millones si no se cuentan aquellos) y garantizar el pago de los próximos vencimientos de deuda pública en moneda extranjera. El organismo internacional ha girado hasta la fecha U$S20.700 millones; el tercer desembolso del FMI por U$S7.700 millones será en diciembre. Luego del G20, el gobierno también acordó una ampliación del swap de monedas con el Banco Central de China por un monto en yuanes equivalente a U$S8.500 millones, que eleva el total a U$S 19.000 millones. En este marco, desde octubre la cotización del dólar operó en una senda bajista hasta alcanzar los $36,5, para luego cerrar en noviembre a $38,5, mes en el que registró una variación interanual del 120%.

▪ Desde GERES veníamos señalando hace tiempo que el enorme déficit de la cuenta corriente implicaba un serio condicionamiento para la marcha de la actividad económica, siendo financiado con un acelerado endeudamiento externo y el ingreso de capitales especulativos, lo cual exacerbaba la fragilidad de la economía nacional. Esto en medio de un prolongado letargo exportador, junto a una gran liberalización de las importaciones desde la salida del cepo cambiario, lo cual derivó en un saldo comercial crecientemente deficitario. Asimismo, desde mayo de 2017 se verificaba una elevadísima y sostenida fuga de capitales del sector privado, que se aceleró a comienzos del corriente año.

▪ La fuerte corrida cambiaria que irrumpió en abril llevó al gobierno a recurrir como prestamista de última instancia al FMI, poniendo así de manifiesto la enorme fragilidad de las cuentas externas. Frente a la crisis de balanza de pagos que atraviesa la economía argentina, el gobierno ha puesto en marcha un severo

plan de ajuste fiscal y monetario, junto al salto devaluatorio que derrumbó el salario medido en dólares y lo licuó medido en términos reales con la fuerte suba de la inflación.

- Este programa económico apunta a cerrar el déficit fiscal y, más urgente aún para la dependiente economía argentina, a reducir el enorme déficit de las cuentas externas mediante la depreciación cambiaria y el descenso de la demanda interna, que permite al BCRA ahorrar dólares de las importaciones y del turismo. Dinámica que por supuesto no implica ninguna salida sostenible en el tiempo, al margen de mantener a la economía local sumida en la recesión.

- Mientras tanto, el acuerdo con el FMI aporta grandes desembolsos de dólares que garantizan el pago de la deuda pública en moneda extranjera durante 2019 y apuntalan las reservas. De aquí a octubre de 2019 todavía restan ingresar, según el cronograma acordado, USD 29.500 M, que habrán totalizado USD 50.000 millones desde junio de 2018.

- El actual escenario recesivo quita presión sobre la cuenta corriente pero la exacerba sobremanera en términos sociales, con el desplome del salario y el aumento de la desocupación, y por ende, la drástica caída del consumo de amplios sectores populares.

- En lo que hace al panorama financiero, si el gobierno lograra capear sin grandes turbulencias cambiarias el próximo año, una de las grandes incógnitas refieren a lo que pueda ocurrir después de octubre de 2019, cuando restarán ingresar sólo USD 4.800 M hasta 2020 incluído y USD 2.000 M en 2021. Esto obligará al próximo gobierno a retornar al mercado voluntario de deuda, hoy virtualmente cerrado para nuestro país, en un contexto en el que se espera que continúe aumentando la tasa de interés de referencia en EEUU.