RESUMEN EJECUTIVO

▪ Macri termina su mandato en medio de un marcado retroceso de la actividad económica que se extiende desde el segundo trimestre de 2018 y la ubica por debajo del nivel que observaba a su inicio, cuatro años atrás. En septiembre (último dato oficial), el estimador mensual de actividad económica (EMAE) del INDEC promedio de los últimos doce meses fue 3,6% inferior al valor de 2015 y 7,3% más bajo en la medición por habitante; decrecimiento que se suma a los cuatro años de estancamiento previos (segunda gestión de Cristina). Por consiguiente, la economía se ha retrotraído a un nivel menor al de 2011 (-2,2%), y en términos *per cápita*, inferior al de 2007 (-1,4%). De esta forma, finaliza una verdadera década perdida en materia de crecimiento económico, así como de numerosos indicadores económicos y sociales que vienen acusando un drástico deterioro en los últimos años.

▪ En cuanto a la evolución más reciente, el EMAE cayó 1,8% interanual (i.a.) en el tercer trimestre, acumulando en lo que va de 2019 un descenso de 2,3% respecto de igual lapso de 2018, que se explica principalmente por la industria (-7,3%) y el comercio (-9,3%) en lo que refiere a la dinámica sectorial. Por el lado de la demanda, continuó retrayéndose fuertemente el consumo privado (en particular, en circuitos masivos como supermercados y mayoristas), al igual que la inversión en equipo durable. También disminuye fuertemente la construcción.

▪ La actividad industrial merece un párrafo aparte. Desde 2011 viene acusando un derrotero bajista, que se profundizó notablemente durante la gestión macrista. Como resultado, la actividad industrial (promedio doce meses a octubre) es un 13% menor a la de 2015, habiendo retrocedido hasta un nivel similar al de 2006. En este marco, la utilización de la capacidad instalada de la industria (UCI) era del 57,7% en septiembre, el valor más bajo para ese mes desde 2002.

▪ La tasa de inflación se ubica actualmente en su valor más alto desde 1991, esperándose para 2019 una variación acumulada del 55%. En el trimestre agosto-octubre, el renovado salto devaluatorio afectó especialmente el precio de los alimentos, que acumularon un incremento de 13% en ese período. Naturalmente, esto golpea en forma primordial el valor real de los ingresos de escaso monto (cada vez más difundidos en la economía local, como el haber mínimo jubilatorio), dado el elevado peso que tiene sobre ellos el componente "alimentario". Utilizando este rubro como deflactor, las jubilaciones registran una caída de 6% respecto de agosto-octubre del año pasado y de 18% con relación al mismo período de 2015. En términos más generales, es el propio salario (sector privado registrado) el que pierde largamente la carrera contra la inflación. El último dato (octubre de 2019) lo ubica, en términos reales, 3% por debajo de 2018 y 16% más bajo en la comparación con 2015; en este último período, el sueldo medido en dólares se redujo a la mitad.

▪ Este recorte salarial se corresponde con una situación del mercado laboral sumamente desfavorable para los trabajadores, donde la tasa de desocupación abierta supera el 10% de la *PEA* y la tasa de desempleo "en sentido amplio" (calculada por GERES) se eleva al 16%. La variable que funge de principal responsable en el avance del desempleo es la destrucción de puestos de trabajo en la industria manufacturera, seguida de los sectores vinculados al comercio y al transporte. En septiembre, el sector privado registrado contó con 139.000 trabajadores menos que un año atrás y 195.000 menos que en igual mes de 2015.

▪ En el plano fiscal, durante los últimos cuatro años se aplicó un drástico ajuste del gasto primario, de 5,5 puntos porcentuales (p.p.) del PIB (24,0% en 2015 vs. 18,5% en 2019), sin lograr con esto una posición fiscal equilibrada. Por consiguiente, el próximo gobierno recibirá un déficit primario de 0,5% del PBI y un déficit financiero a 4,0%.

▪ La política monetaria de la transición procuró descomprimir la enorme bola de nieve que implican las Letras de Liquidez (LELIQ); pasivo remunerado que se gestó en el marco del acuerdo con el FMI (octubre de 2018) con el fin de reemplazar a las LEBAC y esconder debajo de la alfombra el exceso de liquidez a los fines de mantener congelada la base

monetaria. En ese sentido, además de modificar las exigencias de efectivo mínimo, el BCRA validó un descenso de la tasa de política monetaria. Así, luego del récord de septiembre (85% anual), la tasa de las LELIQ cayó 22 p.p., hasta situarse en un 63% anual. En tanto, su stock se redujo en $ 300.000 millones (M) en el último mes y se ubicaba en casi $822.000 M al 5/12. Por consiguiente, la base monetaria se incrementó en $ 284.000 M en noviembre, lo que representó un aumento del 20% en el mes y del 25% interanual. Resulta importante señalar que en noviembre, luego de 16 meses, el BCRA emitió dinero para cubrir el déficit fiscal, vía adelantos transitorios, por $ 170.000 M, monto equivalente al 12% de la base monetaria que había en octubre.

▪ Hasta el momento, la acelerada emisión monetaria no impactó en el mercado cambiario, ya que la cotización del billete estadounidense presentó una baja volatilidad, operando en torno a los $60 en el segmento mayorista. Lógicamente, la mayor restricción para la compra de moneda extranjera recortó la demanda y buena parte de la liquidez se orientó hacia los depósitos en pesos. La aceleración de la liquidación de los "agro-dólares", por mayores ventas de los productores ante la expectativa de un inminente aumento de retenciones, también contribuyó a aportar mayor estabilidad al billete verde. Por consiguiente, en noviembre se detuvo la sangría de reservas y el BCRA volvió a registrar compra neta de dólares (USD 2.200 M, la mayor de la era macrista para un mes). Asimismo, menguó la salida de depósitos en dólares, que de todos modos mantuvo un "goteo" diario promedio de unos USD 35 M ese mes. Recordemos que en agosto-octubre el BCRA había vendido (en forma neta) USD 7.300 M y el retiro de depósitos en dólares de los bancos alcanzó a USD 13.000 M. En paralelo, la formación de activos externos del sector privado no financiero (compra de dólares e inversiones de cartera en el exterior) se devoró la friolera de USD 13.000 M en igual período, acumulando USD 88.200 M desde diciembre de 2015; puede contabilizarse que un 90% de ese monto salió del sistema financiero (restando la variación de los depósitos en dólares). Al 6/12, las reservas se ubicaban en USD 43.795 M, USD 25.000 M por debajo del pico de julio. Luego de depurar el swap con China, los encajes de los depósitos en dólares y otros pasivos, las reservas netas (propias del BCRA) totalizaban cerca de USD 12.500 M. Adicionalmente, el BCRA ya utilizó los USD 7.300 M del préstamo del FMI que estaban destinados originalmente al "fortalecimiento de las reservas".

▪ En relación a las cuentas externas, continúa el engrosamiento del superávit comercial (ICA INDEC), que desde enero hasta octubre acumulaba USD 11.267 M, contra el déficit de USD 6.107 M registrado en igual período de 2018. Dinámica que responde centralmente al derrumbe de las importaciones (-25,6%), motivado por el drástico retroceso de la actividad económica (en particular, la debacle de la actividad industrial) y el tipo de cambio real más elevado; y mucho menos por la mejora en las exportaciones (+5,4%), liderada por las ventas de productos primarios (+27,9%), que se recuperaron luego de la sequía de 2018; en cambio, las manufacturas industriales disminuyen 7,5%. Los términos del intercambio, por su parte, retroceden un ligero 1,7%. Además del elevado superávit comercial, sigue disminuyendo el déficit del turismo (fundamentalmente por un desplome de los egresos), todo lo cual deriva en un rápido recorte del déficit de la cuenta corriente, que en la medición "base caja" se ha tornado positivo en lo que va de 2019.

▪ Durante su gestión, Macri apeló a un gigantesco endeudamiento público (centralmente en moneda extranjera), en una primera instancia en el mercado voluntario de deuda, aprovechando el amplio margen con que contaba a su inicio, para financiar, por un lado, el déficit fiscal. Junto con el "carry trade" (ingreso de dólares especulativos para aprovechar las altas tasas de interés locales, alentado por la eliminación de controles), parte del ingreso de dólares del endeudamiento también permitió financiar el elevadísimo déficit de la cuenta corriente recibido, que siguió creciendo durante 2016 y 2017, exacerbado por la liberalización de importaciones. Asimismo, esos ingresos financiaron la formación de activos externos del sector privado, que iba alcanzando montos siderales, mientras se agudizaba la fragilidad de las cuentas externas. Las corridas cambiarias de 2018 y la interrupción del crédito externo precipitaron una nueva crisis de balanza de

pagos, llevando al gobierno a acelerar los tiempos del ajuste y a acudir al FMI como prestamista de última instancia, que otorgó un colosal préstamo a cambio de severos condicionamientos en materia de política económica acordados con el gobierno macrista. Durante este período, los saltos devaluatorios y los tarifazos incrementaron la inflación, licuando salarios y otros ingresos; las altísimas tasas de interés vedaron el crédito, contribuyendo a ahogar la inversión productiva, en un mercado interno cada vez más constreñido, mientras se habilitaron gigantescas ganancias para los bancos a través de las LELIQ. El consumo privado se desplomó, alcanzando de lleno al segmento de bienes básicos. Se consolidó un programa de drástico ajuste fiscal, que logró reducir el déficit primario a partir de la virtual paralización de la inversión pública y el recorte del salario público y las jubilaciones, mientras que el déficit financiero se mantiene elevado por la creciente carga de intereses. Este severo programa de ajuste clásico resultó acorde a la acuciante necesidad de reducir el déficit de la cuenta corriente, a través de la devaluación y la retracción de la demanda interna, para ahorrar dólares de las importaciones y el turismo a los fines de hacer frente a los crecientes vencimientos de deuda en moneda extranjera. El resultado más penoso ha sido el gran aumento de la pobreza, que de acuerdo a la estimación de la UCA se elevó a un 40,8% de la población.

▪ La acrecentada deuda pública es un lastre que condiciona seriamente el conjunto de la economía nacional. En estos cuatro años, la misma se elevó en USD 70.000 M (+30%), mientras que la nominada en moneda extranjera aumentó en un monto aún mayor (la devaluación contribuyó a licuar deuda en pesos). Por consiguiente, se incrementó drásticamente la composición de la deuda en moneda extranjera y, para peor, también el peso de la deuda bajo legislación extranjera y con no residentes.

▪ Sin resolver el problema de la deuda no habrá chance de volver a crecer en forma sostenida, luego de más de ocho años de enfriamiento de la actividad económica. La realidad es que en las actuales condiciones la Argentina se encuentra en una situación de virtual default. Todavía no se conoce a ciencia cierta la estrategia de renegociación que encarará el flamante gobierno, pero luce muy optimista la opción del "reperfilamiento" sin quita significativa en el capital, los intereses o ambos. Por supuesto, un período de gracia de dos o tres años ayudará a alivianar esta pesada carga, pudiendo derivar esos recursos a financiar una cada vez más postergada reactivación de la economía local, pero pateará el problema para adelante. Además, un escenario de negociación "amigable" (aceptado por los grandes fondos especulativos) requeriría durante esos años una rápida mejora del superávit fiscal y, centralmente, consolidar el superavit externo y acumular reservas de "libre disponibilidad" para hacer frente a los compromisos de deuda en el futuro, en un contexto de financiamiento externo cerrado para nuestro país. Más allá de la consigna manifestada de "crecer para después poder pagar", aquellos objetivos lucen contradictorios -al menos en un plazo relativamente corto, de dos o tres años- con una significativa recuperación de la economía local, que demandará mayores divisas, así como una expansión del hasta ahora congelado gasto público. Asimismo, afrontar inmediatamente la apremiante situación social requerirá destinar recursos adicionales al respecto. No hay margen social ni político para seguir ajustando el gasto público sobre salarios y jubilaciones, así como nuevos tarifazos. Todo esto impone la rápida necesidad de una mayor carga impositiva (más justa y progresiva para ser sostenible), a los fines de no decantar en un aumento del déficit fiscal.

▪ La cuestión externa, por su parte, resulta mucho más difícil de solventar. Capítulo aparte será la negociación con el FMI; según el cronograma acordado, los pagos fuertes comienzan en 2021 y se tornan claramente insostenibles a partir de 2022 El gobierno entrante ha manifestado que no tomará los USD 12.100 M del FMI que quedaban pendientes hasta 2021.

De todos modos, debe remarcarse que el problema de las cuentas externas está lejos de limitarse al lastre de la deuda. El superávit comercial de este año se ha logrado a costa de la debacle de la actividad económica y, en particular, de la industria. Las exportaciones tuvieron un discreto repunte estos

años desde el bajísimo nivel de 2015, pero totalmente insuficiente para motorizar el superavit comercial en un escenario de crecimiento sostenido, y mucho menos, para aportar dinamismo a la demanda agregada. Las exportaciones atraviesan un prolongado letargo que ha contribuido al crónico estrangulamiento externo que padece la economía local desde fines de 2011, al proveer un insuficiente ingreso de divisas ("genuinas") para hacer frente simultáneamente a las importaciones, la remisión de utilidades y los pagos de intereses, así como a la lisa y llana fuga de capitales; es decir, al conjunto de pesados tributos que afronta la dependiente economía local. Así, las ventas externas se ubican actualmente en niveles inferiores a 2008, y medidas en cantidades (mejor reflejo de la capacidad productiva), por debajo de 2007. Prolongado letargo exportador que pudo ser disimulado hasta 2011 por el extraordinario aumento en los términos del intercambio que benefició a nuestro país a partir de 2002. Por lo pronto, en un marco de menor cosecha que este año y precios de los granos estancados, junto con ventas de productos industriales en baja, no parece factible un aumento relevante de las exportaciones en 2020. Efectivamente, se ha generado un importante "colchón" de dólares comerciales. Pero volver a poner en marcha la actividad demandará gran parte de las divisas que hoy se ahorran a costa del constante achicamiento de la economía, renovando la presión sobre las frágiles cuentas externas de nuestro país.