RESUMEN EJECUTIVO

▪ La actividad económica continuó disminuyendo fuertemente durante el primer trimestre de 2019. El estimador mensual de actividad económica (EMAE) registró una caída de 5,7% i.a. y de 0,2% respecto del trimestre previo (t/t) en la medición sin estacionalidad (s.e.). En marzo, el EMAE marcó un retroceso de 6,8% i.a. y 1,3% mensual (m/m) s.e., luego del freno en la caída m/m que observaba desde diciembre; sin contabilizar el sector agropecuario, el EMAE se desplomó 8,2% i.a., la peor variación desde el año 2002.

▪ En dicho trimestre, doce sectores de la economía acusaron bajas interanuales y sólo cuatro obtuvieron subas. Entre estos últimos se ubicó el agro (+8,8%), mientras que la industria manufacturera y el comercio continuaron al tope de las caídas (-10,6% y -12,8%), evolución que fue aún más negativa en marzo. Por otro lado, los indicadores de consumo privado volvieron a acusar drásticas bajas interanuales en ese período, a la vez que siguió derrumbándose la inversión en equipo durable de producción.

▪ Los indicadores de abril evidenciaron la continuidad del bache recesivo, pero con cierta atenuación en comparación con el desplome de marzo. En particular, la producción industrial disminuyó 8,8% i.a. y las importaciones de bienes de capital (medidas en cantidad) cayeron 33,9% i.a. En lo que hace a los primeros datos de mayo, la producción automotriz bajó 35,3% y las ventas minoristas 13,4%, mientras que los despachos de cemento al mercado interno repuntaron 4,4%, siempre en términos interanuales. La gran excepción la constituye el sector agropecuario, que gracias a la recuperación de la cosecha gruesa (+48% en soja) mostrará una fuerte suba interanual en el segundo trimestre (de similar magnitud relativa que la oleaginosa), luego de la merma de 2018 a causa de la sequía.

▪ Poco ha hecho el ajustazo monetario hasta el momento en materia de inflación: en el primer cuatrimestre de 2019 el IPC acumuló un incremento de 15,6%, mientras que el último dato (abril) muestra un aumento de 56% i.a., que se eleva a 66,3% en el caso del rubro "Alimentos y Bebidas". Esta evolución ha dejado a los ingresos de la amplia mayoría de la población bien atrás en la carrera contra la inflación. En el primer trimestre, el salario promedio del sector privado cayó 10,8% i.a. en términos reales y el de los empleados públicos un 15,8% i.a. Las jubilaciones se llevan la peor parte: deflactando por la inflación alimentaria, perdieron interanualmente más del 18% de su poder adquisitivo. Sólo la AUH (que en marzo se incrementó de forma considerable adelantando todos los aumentos previstos para 2019) aparece coyunturalmente aumentando su valor real.

▪ El mercado laboral también se deteriora en términos cuantitativos. En el cuarto trimestre de 2018 (último dato) el desempleo creció 2 puntos porcentuales (p.p.) en la comparación interanual, llegando al 9,1% de la *PEA*. Asimismo, subió al 11,4% en los partidos del conurbano bonaerense, el área más castigada por la crisis económica. A su vez, la tasa de desempleo *ampliado* que calcula GERES trepa 3 p.p., superando el 15% de la PEA.

▪ El resultado primario del sector público nacional alcanzó un superávit de $ 10.347 millones (M) en el primer trimestre de 2019, revirtiendo el déficit de $ 31.001 M observado en igual período de 2018. Los ingresos disminuyeron 7,6% i.a. en términos reales, mientras que los gastos primarios se ajustaron un 13,5%. En el primer caso, se destaca el aporte decisivo de los derechos de exportación (+280,9% i.a.), motorizados por el salto cambiario, la mejora de la cosecha gruesa y la suba de las retenciones, lo cual permitió atenuar el impacto de la recesión en los principales componentes de la recaudación tributaria. En efecto, descontando dicho aporte, los ingresos totales hubiesen registrado una caída real de 12,4% i.a. En cuanto al gasto primario, la mayor inflación ha reducido el valor de las prestaciones sociales (jubilaciones, asignaciones familiares, etc.) y las remuneraciones del sector público. Entre marzo de este año e igual mes de 2018 la fórmula de movilidad arrojó un aumento de 35,9%, mientras que la inflación fue de 54,7%, dando lugar a una pérdida real de 12,2%. En igual período, las escalas salariales del sector público se actualizaron alrededor de 28,0%, generando una poda real de 17,3%.

▪ En suma, las características del esquema de movilidad jubilatoria aprobado en diciembre de 2017 -que indexa con un rezago de seis meses casi el 50% del gasto primario- y las negociaciones salariales a la baja en el sector público fueron los factores determinantes para ajustar los principales componentes del gasto primario. Considerando además el efecto positivo de la devaluación y la suba de retenciones sobre los ingresos, podemos concluir que en el corto plazo operó una receta de ajuste clásico sobre las cuentas públicas, que difícilmente podrá sostenerse en los próximos meses, debido a la incorporación de la inflación pasada en las próximas actualizaciones del gasto previsional, en un contexto marcadamente recesivo que atenta contra la recaudación.

▪ Sobre el cierre de este informe se publicaron nuevos datos de deuda pública de la Administración Central. Al 30/04/2019, esta ascendió a USD 331.811 M (78% de la misma en moneda extrajera), con un crecimiento del 49% con respecto a diciembre de 2015. Aún sin dato oficial, el ratio deuda/PIB al 31/03/2019 puede estimarse en un 77%, cuando al inicio de la gestión de Macri se ubicaba en un 49,5%.

▪ Las cuentas fiscales de las provincias mostraron una importante mejora en 2018, con un superávit primario de 0,4% del PIB y un déficit financiero de 0,3% (en 2017 habían sido de -0,4% y -0,9% del PIB respectivamente). La devolución de los fondos de coparticipación que retenía la ANSES permitió un incremento de los recursos -aunque por debajo de la inflación en la mayoría de los distritos- por sobre el aumento de los gastos, contenidos por la política de reducción de los salarios, que representan aproximadamente el 50% de los gastos provinciales. Este sendero difícilmente pueda continuar en 2019, dado que los recursos siguen mostrando caídas en términos reales, con los intereses de deuda en franco aumento.

▪ El saldo comercial (devengado) se ha ubicado en terreno positivo desde septiembre del año pasado. Este resultado ha sido posible centralmente gracias al desplome de las importaciones, evolución acorde a la magnitud de la recesión. En enero-abril de 2019 se acumuló un superávit de USD 3.148 M, con una mejora interanual de USD 6.408 M. Las importaciones retrocedieron 29% i.a. (casi todo por cantidad), en tanto que las exportaciones hicieron lo propio un 1,2% i.a. (-4,8% por precio y +3,9% por cantidad), con los productos industriales en caída. Es esperable un importante aumento de las ventas de productos agropecuarios (primarios y MOA) en los próximos meses, debido a la recuperación de la cosecha gruesa, pero con precios más bajos que contrarrestan parcialmente esa suba. Dada la mejora del saldo comercial y la reducción del déficit en servicios (principalmente en la cuenta turismo), continúa la reversión del otrora enorme déficit de la cuenta corriente, a costa de una profunda recesión y del desplome de la demanda interna.

▪ En marzo, el Banco Central (BCRA) anunció un nuevo apretón monetario: eliminó para el resto del año la actualización de la base monetaria, convirtiendo el saldo promedio de febrero en el techo y suspendiendo la compra de dólares del ente monetario hasta junio. Este esquema de "crecimiento nulo de la base monetaria" esconde bajo la alfombra una colosal deuda remunerada. Las Letras de Liquidez (LELIQ) -orientadas a absorber el exceso de dinero en función de la meta monetaria- evidenciaron un explosivo crecimiento, motorizadas por los elevados rendimientos que pagan, ubicando el stock al término de mayo en $1 billón (equivalente al 70% de la base monetaria o al actual nivel de "reservas netas"). A su vez, para intentar mantener calmo el dólar, el BCRA convalidó una nueva suba de la tasa de interés oficial, que en los primeros días de junio se ubicaba en un 70%, sosteniendo así la bicicleta financiera y garantizando una superganancia a los bancos privados. Mientras tanto, los préstamos en pesos al sector privado cayeron un 42% i.a. real en mayo, siendo los créditos comerciales los más castigados (-52,2% i.a.).

▪ Además de los fallidos resultados en materia antiinflacionaria, el endurecimiento monetario tampoco ha logrado revertir el proceso de dolarización. Así fue que la formación de activos externos netos del sector privado acumuló casi USD 7.000 M en enero-abril de 2019, totalizando USD 68.400 desde diciembre de 2015. En paralelo, el tipo de cambio opera desde febrero con una elevada volatilidad y tendencia alcista. En este marco, la autoridad monetaria volvió a pegar otro "volantazo": congeló hasta fin de año "la zona de no intervención"

en el mercado cambiario (fijando los límites en $39,8 y $51,5), estableció subastas diarias en el mercado de cambios a cargo del Tesoro, por un monto total de USD 9.000 M hasta fin de año, a la vez que el propio BCRA está habilitado a vender dólares dentro de la banda cambiaria; todas medidas aplicadas, por supuesto, con previa autorización del FMI. En tanto, el BCRA recompuso reservas gracias al cuarto desembolso del FMI (USD 10.800 M) y a la ampliación del swap de monedas con el Banco Central de China (equivalente a USD 8.765 M), llegando a un récord de USD 77.481 M a comienzos de abril. No obstante, las reservas cayeron casi USD 13.000 M posteriormente, como consecuencia de los pagos de deuda, ubicándose en USD 64.800 M a principios de junio. Aunque el gobierno fortaleció las reservas a base de préstamos, las arcas genuinas siguen debilitadas; las reservas netas se ubicaron al cierre de mayo en USD 21.000 M, registrando una merma del 25% i.a.

▪ En el ámbito externo, la encuesta Focus del Banco Central de Brasil mostró una nueva reducción del pronóstico de crecimiento en el vecino país para 2019, esta vez a 1,1%, luego de conocerse que el PIB retrocedió en el primer trimestre del año (0,2% t/t s.e.) por primera vez desde 2016. Por otro lado, la profundización de la guerra comercial entre Estados Unidos y China contribuye a aumentar la incertidumbre global y la chance de una mayor desaceleración del comercio y de la economía mundial.

▪ Volviendo al plano local, a diferencia de lo que venía aconteciendo en los años impares (electorales) desde 2011, este año no habrá reactivación -al menos no significativa- de la economía, más allá de la contribución positiva del sector agropecuario al PIB (+1,5 p.p. en forma directa). En este contexto, el relevamiento de expectativas del mercado (REM) del BCRA arroja un retroceso de 1,4% para 2019 (promedio de proyecciones). Con este pronóstico, Macri finalizará su actual gestión con un PIB 3,4% inferior al de 2015, retroceso que debe añadirse a los cuatro años de estancamiento previos (segundo mandato de Cristina Fernández). Naturalmente, el PIB *per cápita* exhibe un descalabro aún mayor, retrotrayéndose hasta niveles de 2007. Se trata de una nueva "década perdida"; por supuesto, no sólo en términos de actividad, sino de otros múltiples indicadores económicos y sociales que vienen exhibiendo un notable deterioro en los últimos años.

▪ El largo estancamiento (2011-2017) y actual descenso de la actividad no pueden ser explicados en forma unicausal. Pero como ha venido analizando GERES desde su primer informe, encuentran una estrecha ligazón con el drástico deterioro de las cuentas externas que ha caracterizado al período, en medio de un gran retroceso exportador. Esto ha derivado en periódicos programas de ajuste recesivo -que incluyeron saltos devaluatorios y fuertes recortes del salario real- a los fines de estabilizar las cuentas externas, siendo cada vez más severos. En este marco de estrangulamiento externo, al artilugio del cepo cambiario y el vaciamiento de las reservas del BCRA perpetrado por el gobierno anterior, le siguió un vertiginoso proceso de endeudamiento (principalmente en moneda extranjera) por parte de la gestión actual, junto con una drástica liberalización de las importaciones y los flujos de capital, que para peor terminó financiando una gigantesca fuga de capitales, como en otros momentos de nuestra historia.

▪ Lo ocurrido posteriormente ya es harto conocido. Las corridas cambiarias de 2018, que el BCRA financió entregando dólares baratos de sus reservas (USD 7.700 M en marzo-mayo de 2018 a un precio promedio mayorista de $ 21,3; USD 16.000 M acumulados a septiembre) para recién luego convalidar una drástica devaluación, el virtual cierre de los mercados voluntarios de deuda, y la vuelta al FMI como prestamista de última instancia, llevaron al gobierno a acelerar notablemente los tiempos del ajuste, con el severo programa de ajuste fiscal y monetario actual, que a través de la licuación inflacionaria y los topes oficiales a las paritarias ha redundado en un derrumbe del salario real. Esto junto con altísimas tasas de interés reales que resienten la inversión y el consumo, mientras generan enormes ganancias para los bancos a través de las Leliq. La magnitud del ajuste y la recesión actual es proporcional a la brecha externa que este "plan" (calificativo generoso) apunta a reducir. Mientras tanto, el gobierno dispone de los cuantiosos ingresos de dólares del FMI hasta octubre (USD 50.000 M acumulados a ese momento),

quedando una parte magra para después (casi USD 7.000 M hasta 2021 incluido). De cara a las elecciones presidenciales, y ante la obvia incógnita en torno a la viabilidad del programa financiero postelectoral, el riesgo de una aceleración de la fuga de capitales en los próximos meses resulta muy elevada.

De pretender mantener el acuerdo con el FMI (descontando una renegociación del mismo) y seguir afrontando los crecientes vencimientos de deuda, el próximo gobierno deberá volver a buscar financiamiento en el mercado voluntario, hoy virtualmente cerrado para nuestro país. Por el lado de las exportaciones, que vienen mostrando un prolongado letargo en los últimos años, queda muy poco que esperar como fuente “genuina” de dólares.