RESUMEN EJECUTIVO

▪ La larga fase decadente que atraviesa la economía argentina tuvo un nuevo episodio de profundización durante el mes de agosto, con el salto devaluatorio y de la tasa de interés del Banco Central (BCRA) post PASO, en medio de una (nueva) corrida cambiaria y de los depósitos en dólares, que precipitaron la ya fragilísima situación de las cuentas externas hasta una instancia crítica.

▪ En lo que hace a la marcha de la actividad económica, hasta el segundo trimestre de 2019 (último dato) el PIB medido sin estacionalidad acumulaba una marcada trayectoria bajista de seis trimestres seguidos. En particular, en abril-junio disminuyó 0,3% respecto de los tres meses previos y subió 0,6% interanual (i.a.), gracias al fuerte aporte positivo del sector agropecuario (46,0%) -que se recuperó luego de la sequía del año pasado- mientras que el EMAE sin agro retrocedió 4,1% i.a.; la industria manufacturera y el comercio lideraron las caídas. Asimismo, los indicadores de consumo masivo relevados en este informe mostraban bajas del 13% i.a.

▪ La relativa "pausa" en el retroceso mensual -o bien repunte marginal- que exhibieron en julio algunos indicadores de actividad, como el índice de producción industrial (IPI) del INDEC (-1,9% i.a. y +3,0% mensual), quedó rápidamente atrás con otro fuerte descenso de la actividad en agosto. En particular, la producción automotriz continuó en caída libre (-37,5% i.a.), mientras que las ventas de comercios minoristas disminuyeron 18,6% i.a. En julio, la industria mantenía un uso de la capacidad instalada del 58,7%, el registro más bajo para ese mes desde 2002.

▪ El mercado de trabajo atraviesa una situación catastrófica. El salario real perdía en junio un 13,4% i.a., ubicándose en un nivel similar al que tenía a fines de 2005. Asimismo, la mega-devaluación de agosto continuó hundiéndolo aún más. Naturalmente, la caída del salario medido en dólares ha sido aún más estrepitosa: puede estimarse que el dato de agosto estará un 48% por debajo de igual mes de 2018. Por otro lado, la desocupación sigue en franco ascenso, especialmente en el conurbano bonaerense. La industria manufacturera continúa siendo la principal actividad expulsora de personal, como parte de una tendencia más general que el mínimo repunte observado en las actividades primarias exportadoras se encuentra muy lejos de revertir. En tanto, la desocupación abierta (INDEC) subió 1 punto porcentual (p.p) en términos interanuales durante el segundo trimestre, afectando al 10,6% de la *población económicamente activa* (PEA).

▪ La inflación, alimentada por la devaluación, castiga en particular a la población de bajos ingresos, donde el rubro "alimentos y bebidas" tiene más incidencia. La evolución de la jubilación mínima es testigo de esta situación: medida en términos reales, en agosto se encontraba un 10% por debajo de igual mes de 2018.

▪ Desde la crisis cambiaria desatada en abril de 2018, la agudización del ajuste en las cuentas públicas se planteó como uno de los objetivos centrales de política económica de la actual gestión. En esa línea, el gasto primario se redujo 11,0% i.a. en términos reales durante los primeros 8 meses de 2019, debido a un fuerte recorte de salarios (-13,1%), jubilaciones (-10,8%) y gastos de capital (-17,9%). En cambio, dado el impacto de la suba del tipo de cambio en los subsidios energéticos, este componente del gasto registró una suba real de 8,0%. Por el lado de los ingresos, en el mismo período se observó una contracción de 2,1% i.a. en términos reales. Dentro de los ingresos sobresalieron los recursos de capital (+623,1%), impulsados por la venta de activos públicos, y los derechos de exportación (+239,6%). En cambio, los recursos tributarios (netos de derechos de exportación) se vieron afectados por la recesión, con una reducción de 11,1%. Como resultado, se obtuvo un superávit primario de $48.260 millones (M), revirtiéndose el déficit de $130.084 M registrado en igual lapso de 2018.

▪ Las provincias alcanzaron un equilibrio en sus cuentas fiscales en 2018, pero con un sustento muy poco sólido. El alto endeudamiento en moneda extranjera de gran parte de los distritos que perciben ingresos en moneda nacional quedó a merced de la aceleración del tipo de cambio verificada desde abril de 2018. Las provincias petroleras, que perciben regalías en dólares, no escaparon a este problema, dado el control de precios del petróleo establecido

por el gobierno nacional. Adicionalmente, la caída de los recursos en pesos, el impacto de la reciente devaluación y las últimas medidas impositivas y de control de precios, han tornado crítica la situación fiscal a las provincias.

▪ El lunes posterior a la contundente derrota electoral del macrismo, el dólar oficial (minorista) saltó de $46,2 a $55,0, en una jornada con un volumen operado relativamente bajo, en la que el BCRA vendió sólo USD 105 M una vez que el billete verde ya se había disparado. Inacción del BCRA que estuvo rodeada de suspicacias y que empalmó con el discurso de Macri retando al electorado al día siguiente. Así, quedó doblegado el sistema de "zonas de intervención", poniendo en "jaque mate" al esquema monetario/cambiario establecido en el acuerdo con el FMI. En los días siguientes, la corrida cambiaria enfrentó una intervención más activa del BCRA para mantener el nuevo nivel del dólar, con USD 2.600 M vendidos hasta la fecha. Desde entonces, el billete verde se ha movido en torno a los $58 (con un pico de $63). La formación de activos externos (netos) del sector privado no financiero (compra de billetes y transferencias de dólares al exterior) se elevó en agosto al récord de USD 5.900 M, acumulando casi USD 20.000 M en el año.

▪ En este clima de gran incertidumbre financiera, se desató también una corrida bancaria de los depósitos en dólares, que hasta el 18 de septiembre registraban una merma de USD 10.300 M (-32%), donde a pesar de la importante moderación de los últimos días, persistía un "goteo" diario de unos USD 100 M. Producto de esta dinámica, las reservas se desplomaron más de USD 16.000 M desde las PASO.

▪ El BCRA insiste con la suba de la tasa de política monetaria, que batió el récord de hace un año y alcanzó el 86% anual (al cierre del informe se ubicaba levemente por debajo), para intentar contener la situación. A diferencia de las crisis cambiarias de años anteriores, junto a la abrupta devaluación se precipitó un significativo deterioro del sistema financiero local, así como en las cotizaciones de acciones y bonos. Resulta alarmante el explosivo crecimiento de las Letras de Liquidez (LELIQ), motorizado por los elevados rendimientos que devengan y el corto plazo de capitalización (7 días). Su stock actualmente se ubica en $1,1 billones, monto levemente inferior a la base monetaria y sustancialmente superior al nivel de "reservas netas" (arcas propias del BCRA), que GERES estima en alrededor de USD 13.000 M.

▪ En medio de esta situación, el gobierno implementó un *default* de deuda de corto plazo (el ya célebre "reperfilamiento" de los vencimientos de las Letes, Lecap y otras Letras del Tesoro), pateando compromisos para el próximo año por unos USD 12.300 M (USD 7.600 M en lo que respecta a Letras en moneda extranjera). Además, anunció la intención de realizar un canje voluntario de gran parte de los títulos de deuda (para lo cual envió una propuesta al Congreso) y de renegociar con el FMI nuevos plazos de vencimiento. Con estas medidas, dejó aún más en evidencia la extrema fragilidad que arrastran las cuentas externas desde hace largo tiempo, que resultaba morigerada en el corto plazo por los cuantiosos desembolsos del FMI. En este marco de incertidumbre fue que se aceleró notablemente el retiro de depósitos en dólares, que el gobierno logró moderar sólo a partir de desempolvar tardíamente una serie de medidas de control cambiario que restringen la salida de divisas del sistema financiero local y acortan a cinco días el plazo para la liquidación de divisas cobradas de las exportaciones (con plazos más flexibles en algunos casos). Una consecuencia esperable ha sido el fuerte aumento de la brecha entre la cotización oficial del dólar y las alternativas utilizadas para hacerse de la divisa estadounidense por otros medios legales ("contado con liqui" y dólar MEP).

▪ En el plano internacional, la Reserva Federal de EEUU recientemente efectuó un nuevo recorte de 0,25% en la tasa de interés de referencia, a un rango de 1,75/2,00%, ante el temor a una desaceleración de su economía (lleva 21 trimestres consecutivos en expansión) en el marco de la guerra comercial con China. En este mundo de tasas bajas (el Banco Central Europeo la mantiene en 0%), la Argentina constituye claramente una excepción. Por otro lado, Brasil -principal socio comercial de nuestro país- mantiene un crecimiento anémico del PIB, con un pronóstico de 0,9% promedio para 2019.

▪ En este contexto, el saldo comercial (INDEC) registró un superávit de USD 6.549 M en enero-julio, revirtiendo el déficit (USD 5.636 M) de igual lapso de

2018. Este resultado se explica por el desplome de las importaciones (-26,8% i.a.), a causa de la recesión y la depreciación cambiaria, mientras que las ventas al exterior crecieron 3,3% i.a., empujadas por la recuperación de la cosecha gruesa. De esta forma, junto con el recorte del déficit de servicios (centralmente de la cuenta turismo), continúa el ajuste del desequilibrio en la cuenta corriente, que en su versión caja (BCRA) mostró un superávit de USD 3.445 M en el acumulado a agosto.

▪ La rápida reversión del otrora (enorme) déficit de la cuenta corriente se torna una imperiosa necesidad para el gobierno, ante la apremiante escasez de dólares para hacer frente a los pagos de deuda en moneda extranjera, con el financiamiento externo virtualmente vedado y el FMI frenando el desembolso de USD 5.400 M correspondiente a septiembre (luego restaba uno de USD 960 M en diciembre y otros seis por un monto total de USD 5.800 M hasta 2021). Para ello, el gobierno viene apelando a un programa de ajuste profundamente recesivo -en particular, pulverizando el salario en dólares y su poder adquisitivo local- a lo que debió sumar, contrario a su "filosofía" económica, controles cambiarios para intentar contener la sangría de las escasas reservas del BCRA, que probablemente no harán más que profundizarse. Pero esto dista de ser suficiente para hacer frente a los cuantiosos vencimientos de deuda en moneda extranjera del próximo año, con lo cual una restructuración de la misma se encuentra a la vuelta de la esquina.

▪ Como señalábamos en informes previos, la viabilidad del programa financiero para el próximo año constituía una incógnita obvia sin respuesta, con el mercado voluntario de deuda actualmente cerrado y un desempeño exportador muy pobre para los enormes requerimientos de divisas. No era ninguna novedad la extrema fragilidad de las cuentas externas, que venían "atadas con alambre" gracias a los desembolsos del FMI y a un retorno transitorio del "carry trade" (ingreso de dólares especulativos para aprovechar las elevadas tasas de interés locales). En consecuencia, el riesgo de una aceleración de la fuga de capitales en los meses electorales resultaba muy elevada, cosa que finalmente se materializó. El mazazo electoral de Macri y la crisis política abierta que lo dejó "pato rengo" hasta diciembre no hizo más que precipitar los acontecimientos y agudizar la crisis de balanza de pagos en curso, para la que no se vislumbra ninguna mejora en el corto plazo, al menos con el actual programa económico.

El último *relevamiento de expectativas del mercado* (REM) del BCRA exhibió un sensible recorte del PIB proyectado para 2019 (promedio de consultoras), de -1,4% a -2,6%, donde la recuperación del sector agropecuario (aportaría +1,4 p.p. al PIB) contrarresta parcialmente la fuerte caída de otros sectores, como la industria y el comercio. Con este pronóstico, Macri entregará la presidencia con un PIB 4,5% inferior al de 2015 (que ya venía de cuatro años de estancamiento) y un 8,4% más bajo en el cálculo por habitante. En lo que se ha convertido en una nueva "década perdida", el PIB se habrá retrotraído hasta un nivel inferior a 2011 y el PIB *per cápita* 2,5% por debajo de 2007. Depresión económica que se encuentra estrechamente ligada al "estrangulamiento del sector externo", en medio de un prolongado letargo exportador (disimulado hasta 2012 por un fenomenal aumento de los términos del intercambio) y de una ciclópea fuga de capitales.