RESUMEN EJECUTIVO

▪ El desplome de la **actividad económica** acontecido este año, motivado por la irrupción de la pandemia y el establecimiento de la cuarentena, agudizó al extremo la fase recesiva que acusaba la economía local desde abril de 2018. Retroceso verificado, a su vez, luego de un prolongado período de estancamiento (2012-2017) que alternó caídas y repuntes transitorios del PIB. Producto de esta larga decadencia, ya en 2019 el PIB era inferior al de 2011 (-2,5%), y en términos per cápita, menor al de 2007 (-2,0%).

▪ A la inédita caída del **PIB** observada en el segundo trimestre de 2020 (-16,0% trimestral y -19,0% interanual), con piso en abril (-25,4% i.a.), le siguió un repunte durante los siguientes tres meses (+12,8% t/t y -10,2% i.a.), de la mano de la apertura progresiva de actividades en distintos sectores. En septiembre (último dato oficial), el estimador mensual de actividad económica (EMAE) había recortado la caída interanual al 6,9% (contra una base de comparación ya mucho menos exigente), con una suba del 1,9% m/m, pero ubicándose todavía un 7,0% por debajo del (recesivo) nivel de febrero. Los datos disponibles confirman que la lenta suba de la actividad continuó en adelante, probablemente con una tasa mensual más acotada en octubre (de próxima publicación) y una variación más significativa en noviembre. El año 2020 podría cerrar con un retroceso promedio en torno al 10,5%.

▪ A nivel **sectorial**, el rubro hoteles y restaurantes lideró la caída del PIB (-47,6% i.a.) en enero-septiembre. La industria y el comercio, los dos sectores con mayor peso, disminuyeron 11,0% y 8,5% respectivamente, mientras que la construcción se desplomó 32,1%, siempre en términos interanuales.

▪ La drástica contracción de la demanda y el congelamiento de los servicios públicos colaboraron con una ralentización de la **inflación** en los meses más duros de la cuarentena. No obstante, en agosto comenzó a notarse una nueva aceleración de los precios, especialmente en lo referente a los alimentos y bebidas, que ha derivado en un salto del IPC en octubre y noviembre (+3,8% y +3,2% m/m respectivamente), a la par del incipiente repunte de la actividad y la demanda desde los deprimidos niveles previos. Por su parte, la inflación núcleo se aceleró a un preocupante 3,9% en el último mes. Naturalmente, los aumentos del transporte y otros servicios públicos (gas, electricidad) anunciados para los próximos meses meterán más presión sobre la marcha de los precios. En lo que va del año, el IPC acumula un aumento del 30,9% (36,1% en el rubro alimentos y bebidas), levemente por debajo del dólar oficial (33,5%). En igual período, el **salario** del sector privado registrado se mantiene relativamente estancado (-1,5% i.a. en enero-septiembre) en el penoso lugar al que fuera reducido durante la gestión anterior, retrocediendo hasta niveles de 2005. Difícilmente la inflación promedio de 2021 sea inferior la de este año (alrededor de 42%), más allá de la proyección oficial del gobierno, que ha recurrido al clásico expediente de subestimar groseramente la suba de precios en el Presupuesto.

▪ La debacle económica ha tenido un efecto devastador sobre el **empleo**, fundamentalmente en el segmento informal. En el segundo trimestre, durante la vigencia más estricta del aislamiento obligatorio, la caída del empleo abarcó a 3,5 millones (M) de personas respecto de un año atrás. Por considerarlos "inactivos" (que no buscan trabajo), el INDEC calculó la tasa de desempleo en un 13%. De otro modo, la tasa correspondiente se hubiera elevado al 30% de la PEA. En el tercer trimestre, el retroceso interanual en el número de trabajadores se recortó a 1,9 M, con el desempleo oficial en 11,7% y una tasa ajustada de 20,6% (manteniendo la PEA del primer trimestre de 2020). En cuanto al sector registrado, en septiembre hubo 267 mil trabajadores menos que en igual período de 2019 y 221 mil por debajo de febrero (-187 mil si se ajusta el dato por estacionalidad).

▪ En el plano **fiscal**, los recursos totales del Sector Público Nacional (SPN), disminuyeron 10,8% i.a. en el tercer trimestre, fundamentalmente por el deterioro de los ingresos de la seguridad social (-10,6%). No obstante, se destaca la gradual recuperación de los recursos tributarios, que pasaron de una variación negativa de 20,3% i.a. en el segundo trimestre a una caída de 2,6% i.a. en el tercero, gracias a la flexibilización del aislamiento social y el consecuente repunte de la actividad económica. En tanto, el gasto primario mostró una suba real de 16,4% i.a. Los componentes que más contribuyeron al respecto

fueron las prestaciones sociales (+27,3%), los subsidios económicos (+32,6%) y las transferencias corrientes a provincias (33,3%). En cambio, el gasto en salarios públicos experimentó una contracción real de 8,4% i.a. Las prestaciones sociales se vieron impulsadas por la asistencia social canalizada por medio del Ingreso Familiar de Emergencia (IFE) y el programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP), con $126.453 M y $88.141 M respectivamente durante el trimestre, compensando en términos fiscales el ajuste en jubilaciones (-2,3% i.a.) y pensiones no contributivas (-1,3% i.a.). Dentro de los subsidios económicos, sobresale la suba real de las transferencias a CAMMESA (+59,3% i.a.), como consecuencia del congelamiento de las tarifas eléctricas. Como resultado, en el tercer trimestre el SPN registró un déficit primario de $412.205 M. La cuenta de intereses (neto de pagos intra sector público) ascendió a $134.4587 M, implicando un déficit financiero de $546.662 M.

▪ Por el lado de las **finanzas provinciales**, once de las doce provincias que publicaron sus cuentas fiscales del tercer trimestre exhibieron superávit primario, siendo Neuquén la excepción, mientras que nueve de ellas lograron también superávit financiero. CABA fue el único distrito que empeoró su resultado fiscal respecto del trimestre anterior, debido a la reducción de su coparticipación. En líneas más generales, la fuerte y generalizada caída de los recursos experimentada este año (-10,1% i.a.) fue acompañada por una reducción del gasto de las provincias (-13,2% i.a.), principalmente en lo referente a salarios (-7,1% i.a.) e inversión pública (-47,0% i.a.), en un contexto en el cual la imposibilidad de acceso al crédito impidió sostener el nivel de gasto con endeudamiento. Simultáneamente, once distritos manifestaron la intención de renegociar sus deudas (varios en situación de default o en período de gracia), de las cuales cuatro declararon recientemente que habían logrado un acuerdo con los acreedores. La provincia de Buenos Aires, que concentra el 40% de la deuda total a nivel provincias, extendió el plazo para alcanzar un acuerdo por décima vez.

▪ La **base monetaria** se ubicó al 15 de diciembre en $ 2,36 billones, con un incremento interanual del 41%; 11 puntos porcentuales por encima de la tasa observada en igual mes de 2019. Por un lado, el BCRA emitió $ 1.86 billones para financiar el déficit fiscal en lo que va del año, de los cuales un 84% corresponde a transferencias de utilidades al Tesoro Nacional. En paralelo, principalmente con el objetivo de morigerar el impacto en la tasa de inflación y el tipo de cambio, el BCRA aspiró $1,5 billones del mercado mediante la colocación de Letras de liquidez (LELIQ) y Pases. Como resultado, la emisión primaria de dinero acumulada en 2020 ascendió a $ 462.000 M. Por su parte, el stock de LELIQ se ubica en $ 1,66 billones y el de Pases pasivos en $ 1,04 billones, habiendo devengado intereses por $ 680.300 M en lo que va del año (al 15/12).

▪ En octubre se precipitó una vertiginosa escalada de los **dólares alternativos** (MEP, CCL e informal), llevando el *blue* a cerrar en un récord de $195 el 23/10, ante la impávida mirada oficial. En medio de esta fuerte tensión cambiaria, el BCRA intervino en el mercado de bonos, a los fines de recortar el salto de los dólares MEP y CCL, lo cual también influye en el informal. Cabe destacar que las ventas de bonos contra pesos a los bajísimos precios actuales, transfiriendo pasivos intra sector público al privado, suponen un endeudamiento implícito en torno al 16% anual en dólares, en un contexto mundial (y regional) de tasas virtualmente nulas o muy bajas. Por otro lado, además de endurecer las restricciones para la compra de divisas, el BCRA elevó en noviembre la tasa de política monetaria al 38% y procuró incentivar los instrumentos en pesos: subió al 36% la tasa mínima de los plazos fijos minoristas e indexó depósitos a la evolución del tipo de cambio, al igual que una abultada emisión de nueva deuda del Tesoro (dollar linked). Adicionalmente, el gobierno procuró ofrecerle una salida "ordenada" a grandes fondos de inversión mediante el canje de deuda en pesos por nuevos bonos en dólares, que alcanzó un monto de USD 1.500 M, a los fines de descomprimir el dólar CCL. De esta forma, a un costo muy elevado, estas medidas lograron bajar significativamente los dólares alternativos, que al cierre de este informe se encontraban en un nivel levemente superior (*blue*) o incluso inferior (MEP, CCL) al solidario.

▪ En lo que va del año, el **tipo de cambio** mayorista oficial acumula una depreciación del 38%, ubicándose en $82,8 al 18/12. La brecha con el dólar informal se sitúa en torno al 80%, luego de haber superado el

130% en septiembre. Las **reservas** cayeron U$S 6.000 M en lo que va del año, habiendo mostrado una estabilización (con una suba marginal) durante las últimas dos semanas, ubicándose en U$S 38.835 M al 18/12. Por su parte, las reservas "netas", propias del BCRA (excluyendo el swap con China, encajes de los depósitos en moneda extranjera y otros pasivos), ascendían a U$S 4.205 M (datos al 15/12). Asimismo, se verificó un importante drenaje de los **depósitos** en dólares (USD 4.500 M en lo que va del año), con una estabilización a partir de noviembre.

▪ En lo que respecta a las **cuentas externas**, el **saldo comercial** de bienes (FOB-CIF) acumuló un superávit de USD 12.147 M en enero-octubre, 881 M por encima de igual período de 2019. Siempre comparando en términos interanuales, este leve incremento obedeció al descenso de las importaciones (-19,3%), producto de la debacle económica, mientras que las exportaciones disminuyeron 13,5%, centralmente por el desempeño de los productos industriales (-30,7%); sólo los productos primarios lograron escapar a este contexto bajista (+0,8%). Pero en septiembre y octubre se observó un notable quiebre en la dinámica creciente del resultado comercial: las exportaciones intensificaron su retroceso, mientras que las compras al exterior dejaron de caer en el bimestre (+0,1% i.a.), redundando en un rápido deterioro del saldo. Este derrotero habría continuado en noviembre, con un salto en las importaciones y las ventas al exterior en franco descenso.

▪ De todos modos, el **resultado comercial base caja** (MULC BCRA) acumula USD 7.115 M en igual período, significativamente por debajo del saldo devengado (debe comparase con el resultado FOB-FOB, que puede estimarse en unos USD 13.800 M). Esto obedece a pagos de importaciones muy superiores al valor FOB, por cancelaciones de deudas comerciales con el exterior (o bien aumento del saldo acreedor), así como a un fuerte aumento de los pagos anticipados desde junio. Al mismo tiempo, se verifica un evidente retraso en la liquidación de divisas por parte de las empresas cerealeras: mientras las ventas externas caen 3,9% i.a. en enero-octubre, el ingreso de los dólares correspondientes se desploma 15,8% i.a. El monto liquidado equivale a un 78% del valor exportado, porcentaje significativamente menor al registrado en el promedio de los cinco últimos años (95%). El BCRA informa que esta situación responde a cancelaciones de deuda por anticipos y prefinanciaciones de exportaciones. La diferencia porcentual representa unos USD 3.800 M, monto para nada despreciable en el actual contexto de escasez de reservas. Naturalmente, se trata de procedimientos altamente convenientes para las cerealeras y los importadores en este contexto de elevada brecha cambiaria con los dólares alternativos, y de enormes restricciones a la remisión de utilidades y a la formación de activos externos. Resulta llamativo que el BCRA haya dado vía libre al enorme aumento de los pagos de importaciones y al abrupto descenso en la liquidación de divisas por parte de las cerealeras, desligándose significativamente de los respectivos valores FOB, en un contexto de reservas netas líquidas virtualmente nulas, donde el resultado de las mismas se viene jugando "día a día", con medidas muy costosas de por medio para intentar frenar el drenaje de los dólares. Por otra parte, la refinanciación de la deuda en moneda extranjera con el sector privado, la restricción a la remisión de utilidades al exterior y la cuestión sanitaria que impidió el turismo al exterior contribuyeron a relajar significativamente el déficit de los restantes rubros de la **cuenta corriente**.

▪ Una buena noticia proviene del exterior con el alza del **precio de la soja**, motivada por la depreciación del dólar a nivel mundial, un contexto de tasas de interés muy bajas, y una relación stock/uso en EEUU muy estrecha (la menor desde agosto de 2014). Al 20/7, el valor FOB (argentina) cotizaba a USD 507 en el mercado disponible y a USD 472 para posición abril 2021 (referencia de la próxima cosecha), 35% por encima del año pasado. Se trata de un dato naturalmente positivo en el actual contexto de sequía de divisas en el BCRA. Pero aún si subsisten estos elevados niveles de precios, otro tema será la materialización del mayor ingreso, sobre todo a partir de abril. Este dependerá del ritmo de ventas de los productores y de la liquidación de divisas de las exportadoras, bajo la influencia de la magnitud que adquiera la aún elevada brecha cambiaria. Por otro lado, y con incidencia en la suba de precios, persiste la incógnita en torno a la situación climática local y su posible impacto en el volumen la cosecha gruesa.

▪ Después de meses de negociaciones y numerosas ofertas, la cotización de los **bonos** (en moneda extranjera) a la salida del acuerdo estuvo muy lejos de las expectativas que depositaba el gobierno; tanto que sus precios se han derrumbado más del 20% desde entonces, marcando la voluntad de desprenderse de los bonos por parte de grandes inversores. Por consiguiente, ya cotizan nuevamente a precio de default, a pesar de que no poseen pagos relevantes hasta 2024. Apenas terminado el canje de la deuda en moneda extranjera, el BCRA debió limitar aún más el dólar ahorro con un nuevo impuesto (35% a cuenta de ganancias) y un notable endurecimiento de las restricciones para la compra, debido al insostenible drenaje de las reservas. En octubre saltaron abruptamente los dólares paralelos. Así, quedó demostrado que el acuerdo con los grandes acreedores privados, que incluyó una importante quita y extensión de los plazos (sobre un monto y calendario originales incumplibles), estaba lejos de ser la panacea que iba a encarrilar la economía nacional, como parecían apostar las autoridades económicas. La crisis de las cuentas externas tiene como componente central el lastre de la deuda, pero está lejos de limitarse a esta cuestión.

▪ El recrudecimiento de la tensión cambiaria en octubre, en un marco de reservas netas líquidas casi nulas, llevó al gobierno a acelerar la negociación con el **FMI**, por un monto de USD 45.735 M. Ya en 2021 habría que pagarle unos USD 5.000 entre capital e intereses, mientras que el grueso de los vencimientos se concentra en 2022-2023, alcanzando la friolera de casi USD 37.000 M. Cabe destacar que en lo que va de este año se le abonaron intereses por USD 1.300 M. Un nuevo acuerdo implicaría cambiar el actual programa *Stand By* por uno de "facilidades extendidas", posponiendo pagos de intereses a 5 años y de capital a 10 (el FMI no admite quitas). Naturalmente, negociación que no se encuentra exenta de los clásicos condicionamientos de política económica del FMI, que incluyen ajuste fiscal y "reformas estructurales" (jubilatoria, laboral).

▪ Entretanto, el gobierno envió fuertes señales orientadas al **ajuste fiscal**, luego del aumento del déficit producto de la caída en la recaudación y los gastos extraordinarios generados por la pandemia: eliminación del IFE; drástica reducción del ATP; anuncio de descongelamiento de las tarifas de servicios públicos; envío de la nueva fórmula de movilidad jubilatoria, que dado el actual contexto inflacionario y lento repunte de la actividad consolida el ajuste de los haberes hacia adelante, en comparación con la fórmula suspendida. Otra gran variable de ajuste continúa siendo el salario del personal estatal civil, desde el ya calamitoso nivel alcanzado durante la gestión previa.

▪ En lo referido a la **cuestión sanitaria**, una probable segunda ola en los próximos meses encontraría una economía local con muy poco resto, en particular fiscal, para retornar a una instancia de cuarentena más estricta, como aconteció durante gran parte de este año. De hecho, el **Presupuesto 2021** supone la finalización de la pandemia, eliminando los gastos extraordinarios al respecto. En ese sentido, el gobierno apuesta con excesivo optimismo a una rápida obtención y aplicación de la vacuna, que pueda ayudar a moderar los efectos de un recrudecimiento de la situación.

El apremiante objetivo que tiene en el corto plazo el BCRA es de poder acumular **reservas** (preocupación central también del FMI), para escapar del "horizonte de sucesos" económico al que puede llevar la nula disponibilidad de reservas líquidas propias. La opción de vender oro o activar el swap con China (siendo aún poco clara la disponibilidad concreta y el costo financiero de esta opción) podrían ayudar a evadir una catástrofe cambiaria en el corto plazo, pero dejarían aún más en evidencia la magnitud del problema externo, además de exacerbar la dependencia financiera (y los mayores condicionamientos políticos y económicos que esta implica) con la potencia asiática. En este marco, el gobierno estaría buscando préstamos del BID y el Banco Mundial, según información de Bloomberg. Más recientemente, en medio de un significativo alivio de la brecha cambiaria, el BCRA ha podido detener el goteo en las últimas dos semanas, pero las reservas netas líquidas siguen en niveles mínimos. Cómo sea, la muy incipiente reactivación de la economía, partiendo del desplome de mitad de este año, tendrá patas muy cortas de no superarse el actual contexto de acuciante escasez de divisas.