RESUMEN EJECUTIVO

▪ La actividad económica acusó un verdadero desplome en los últimos dos meses de 2018. El EMAE -adelanto del PIB- marcó un descenso interanual (i.a.) de 7,5% en noviembre y de 7,0% en diciembre. Así, el cuarto trimestre registró una baja de 6,3% i.a. y de 1,8% con respecto del trimestre previo (t/t), en tanto el retroceso promedio durante el año 2018 fue de 2,6%.

▪ La industria manufacturera y el comercio continuaron mostrando las mayores caídas durante el cuarto trimestre, con una profundización de las mismas (-11,5% y -15,2% i.a.). Esto como parte de un retroceso generalizado que abarcó a doce de las dieciséis ramas que distingue el EMAE; entre las excepciones se ubicó el sector agropecuario (+3,6% i.a.). Por el lado de la demanda, se intensificó la caída del consumo privado y siguió desplomándose la inversión en equipo durable.

▪ Los datos disponibles para enero evidencian que la actividad económica mantuvo un fuerte retroceso interanual (aún no se publicó el EMAE). En cuanto a los primeros indicadores de febrero, las variaciones mensuales positivas (sin estacionalidad) que exhiben algunos indicadores merecen una fuerte relativización, en virtud de que aún mantienen drásticas caídas en la comparación interanual. Como es el caso del sector automotriz, que viene atravesando una larga debacle, habiéndose retrotraído su producción en los últimos doce meses a un nivel inferior al del año 2007.

▪ Con el nuevo retroceso en 2018, la economía argentina mantuvo el derrotero de caídas en los años pares que se verifica desde 2012, habiendo llegado el PIB a un nivel inferior al de 2011 (último año de crecimiento *genuino*), mientras que el PIB per cápita fue apenas superior al de 2007. Esta dinámica parece incluso agravarse hacia adelante, teniendo en cuenta que la perspectiva para 2019 excluye cualquier recuperación relevante de la economía, como venía aconteciendo en forma transitoria durante los años impares. Sólo es posible vislumbrar el impacto positivo que representará la recuperación de la cosecha gruesa a partir de abril para el sector agropecuario, que podría aportar 1,5 p.p. al PIB este año, guarismo similar al que restó en 2018. En cambio, la perspectiva para el *PIB sin agro* es de un nuevo retroceso en 2019, más allá de algún repunte parcial que pueda exhibir en el transcurso del año. En el mejor de los casos, un mayor gasto público durante los meses preelectorales podría generar algún "empujón" vía demanda para la actividad económica, pero la realidad es que actualmente esta variable aparece seriamente condicionada por el compromiso de reducción del déficit primario asumido por el gobierno con el FMI.

▪ En este contexto marcadamente recesivo, el mercado laboral atraviesa una severa crisis tanto en materia salarial como de ocupación. En el último trimestre de 2018 el salario real disminuyó 12,3% i.a., mientras que a diciembre el salario en dólares era 35% más bajo que de un año atrás. La complacencia gubernamental con este resultado se desprende del trato dado a su propio personal: en el cuarto trimestre la baja fue de 18,8% i.a. en términos reales para los empleados civiles de la Administración Pública Nacional. En el mismo período, el impacto de la recesión también se evidenció con 150 mil empleos registrados menos que hace un año. Si esta cifra la ampliamos incluyendo los empleados en "negro" y consideramos que la *población económicamente activa* (PEA) crece a razón de 240 mil personas al año, se llega a un déficit de 470 mil puestos de trabajo en comparación con el cuarto trimestre de 2017, contexto que por cierto no era para nada halagüeño. Los últimos datos disponibles (tercer trimestre de 2018) arrojan un 9% de desocupación abierta, 14% de desocupación *en sentido amplio* y 33% de *argentinos desesperados por el desempleo*, indicadores que seguramente serán habrán sido mucho peores en la última parte de 2018.

▪ La recesión se combina con una inflación en torno al 50% anual, alimentada por el combo de devaluación y tarifazos, que no ha cedido en los primeros meses de 2019. El componente "Alimentos y bebidas" creció en 2018 a un paso mayor que el nivel general, lo cual ha provocado un daño aún mayor en los ingresos de baja cuantía; especialmente en el haber mínimo jubilatorio, que para diciembre había disminuido 15% i.a. Distinto fue el caso de la AUH que, merced a distintas bonificaciones, creció en términos reales durante 2018.

▪ En el plano fiscal, el déficit primario del Sector Público Nacional (SPN) cayó de 3,8% del PBI en 2017 a 2,4% del PBI en 2018, ubicándose dentro de lo acordado con el FMI. En tanto, los intereses tuvieron un incremento de 2,1% a 2,8% del PBI, lo que determinó un déficit financiero de 5,2% del PBI en 2018 (6,0% en 2017). Por el lado de los ingresos, en el trascurso del año se agudizó el impacto de la recesión y la caída del salario real en las principales fuentes de recaudación del Estado. Así fue que en el cuarto trimestre de 2018 los recursos tributarios del SPN cayeron 4,8% i.a en términos reales, mientras que las contribuciones al sistema de seguridad social disminuyeron 17,6%. En paralelo, el gasto primario se redujo 13,7% i.a. Esta caída ha sido la más importante desde el año 2002, y se explica fundamentalmente por la licuación que favoreció la intensificación del proceso inflacionario, a la par de la insuficiente actualización de los salarios estatales y jubilaciones. Así, en el cuarto trimestre el gasto en personal disminuyó 14,2% i.a., y las jubilaciones y pensiones 16,1%, como consecuencia de las modificaciones de la fórmula de movilidad.

▪ En lo que respecta al sector externo, los saltos devaluatorios de 2018 y la marcha recesiva de la economía provocaron un derrumbe de las importaciones, que desde septiembre permitió revertir una seguidilla de 20 meses en déficit comercial. El actual saldo comercial superavitario y el menor déficit de la cuenta corriente se lograron a través del clásico expediente de inducir una recesión (con los efectos negativos que esto implica en materia de menores salarios, desempleo y pobreza), frente al acelerado deterioro de las cuentas externas, que hacia septiembre de 2018 derivó en una nueva corrida contra el peso, poniendo en riesgo la estabilidad cambiaria y financiera local.

▪ A pesar de la sequía, el valor exportado creció 5,1% en 2018 (las cantidades se redujeron un leve 0,6%), de la mano de mayores ventas (en valor y cantidad) de manufacturas industriales (MOI) y combustibles. No obstante, estas mejoras parten desde niveles muy bajos; así fue que las subas observadas en 2017 y 2018 no impidieron que este último año las cantidades vendidas de MOI hayan sido inferiores a las de 2007, y que las cantidades totales exportadas en 2017 (por tomar un año sin sequía) no hayan superado a las de 2005. Este prolongado letargo exportador, que directamente trocó en caída durante el período 2012-2015, es una de las causas del rápido deterioro del saldo comercial desde entonces, sin dejar de mencionar el drástico aumento de las importaciones en 2017. Más allá de alguna mejora que puedan seguir exhibiendo las exportaciones -incentivadas por un tipo de cambio real más elevado y la recuperación esperada en la cosecha gruesa-, todavía se encuentran muy lejos de poder erigirse como fuente suficiente de dólares "genuinos", como aconteció durante gran parte del período kirchnerista gracias al superciclo de precios de las commoditties (y no a una suba significativa de las cantidades exportadas). En este marco, el endeudamiento neto del Sector público y el BCRA continuó siendo, por lejos, la principal fuente neta de divisas para la economía local.

▪ El endurecimiento de la política monetaria acordada con el FMI (congelamiento de la base monetaria, suba de encajes bancarios y altísimo nivel de la tasa de interés) ha impactado de lleno en el stock crediticio, que registró su peor desempeño desde el año 2009, afectando la actividad económica y el consumo de los hogares. La elevada tasa de interés oficial resulta ser el principal factor de expansión del stock de LELIQ (superó $ 1 billón) y de los plazos fijos (crecen un 67% i.a. en lo que va de 2019), generando enormes ganancias para los bancos privados y sosteniendo la *bicicleta financiera*.

▪ Desde octubre, y durante un lapso de cinco meses, el dólar operó con menor volatilidad, por debajo de los $40. No obstante, luego del recorte en la tasa de LELIQ a 45% hacia mediados de febrero, la cotización del billete estadounidense trepó al récord de $ 43,5, con una variación interanual superior al 100%. En ese contexto, de mayor presión cambiaria y aceleración de precios, el BCRA volvió a convalidar entonces una tasa de 63,66% para evitar un eventual desarme de las posiciones en pesos. Además del efecto claramente recesivo, el actual esquema cambiario acordado con el FMI se ha orientado a intentar desincentivar la compra de dólares y a custodiar el nivel de reservas, a los fines de garantizar los pagos de deuda en moneda extranjera. Luego de la sangría de reservas del año pasado por U$S 35.000 millones (M), el BCRA logró recomponerlas gracias a los

desembolsos del FMI y la ampliación del swap de monedas con el Banco de China, a lo que se sumó una compra neta de divisas (U$S 1.000 M) en los primeros dos meses de 2019; así, al cierre de la primera semana de marzo, aquellas ascendían a U$S 68.483 M. Sin embargo, las arcas genuinas siguen debilitadas: las reservas *netas* se ubicaron en U$S 25.160 M al término de febrero, evidenciando una merma de USD 16.000 millones en la comparación interanual.

▪ El actual esquema cambiario no impidió que en enero de 2019 se haya reactivado con fuerza la compra de dólares por parte del sector privado, luego de cierta morigeración durante el lapso octubre-diciembre de 2018, gracias al salto devaluatorio y a las tasas astronómicas. La formación neta de activos externos (FAE) del sector privado no financiero (compra de billetes e inversiones en el exterior) totalizó U$S 27.230 M el año pasado, mientras que la "fuga" de divisas del sistema financiero (FAE menos variación de depósitos en dólares) fue apenas menor (U$S 24.667 M). Siempre está latente el riesgo de que esta variable se acelere a medida que se acerquen las elecciones, en un clima de elevada incertidumbre política y electoral. Esto en una economía con una extrema fragilidad en sus cuentas externas, que se encuentra especialmente vulnerable a cualquier posible episodio de salida de capitales de los países "emergentes"; fragilidad que resulta atenuada en el corto plazo por los enormes desembolsos del FMI hasta las elecciones. En ese sentido, el gobierno acordó con el FMI subastar U$S 9.600 M, con ventas diarias entre abril y diciembre de 2019, a los fines de intentar contener el dólar en los meses preelectorales.

▪ Desde Junio de 2018 han ingresado al país U$S 28.215 M del FMI, a los que se adicionarán en marzo unos U$S 10.800 M, según el cronograma pautado. En julio y septiembre entrarán en total otros U$S 10.800 M, acumulando U$S 50.000 M hasta las elecciones de octubre. Una incógnita obvia que surge al respecto es que ocurrirá luego de la contienda electoral, teniendo en cuenta que la parte del león ya habrá ingresado y restarán hacerlo solamente U$S 4.800 M hasta 2020 incluido y U$S 2.000 M en 2021. Además, ya en 2022 y 2023 el país debe pagar el grueso del capital comprometido, lo cual torna muy factible un nuevo acuerdo en pos de refinanciarlo, que no estará exento de los fuertes condicionantes que suele imponer el FMI.

Volviendo a un plazo un más corto (y realista para hacer algún pronóstico), esta situación implica que el próximo gobierno, si pretende mantener el pago de los vencimientos de deuda y el acuerdo con el FMI, deberá volver a captar dólares privados en los mercados voluntarios, hoy de muy difícil acceso -a tasas medianamente razonables- para la Argentina. Ni hablar si el próximo gobierno intentara cierta reactivación de la economía, ya que esto decantaría rápidamente en una mayor demanda de importaciones -de no mediar un profundo cambio en la política comercial y hacia la industria nacional-, sumando presión a las cuentas externas, que actualmente se encuentra moderada por los grandes desembolsos del FMI y la profunda recesión que atraviesa la economía local.