



Argentina después del Fondo

La brecha entre el punto de partida y el
punto de llegada

Febrero de 2019

Introducción

El 12 de junio del 2018, el Ministro de Hacienda Nicolás Dujovne juntamente con el entonces presidente del Banco Central, Federico Sturzenegger, firmaban el Memorándum de Políticas Económicas y Financieras (MPEF) por el cual solicitaban al Fondo Monetario Internacional la aprobación de un Acuerdo Stand-By por un período de 36 meses y por un monto de USD 50.000 millones, que es el equivalente a 35.379 DEG, la sigla que expresa los Derechos de Giro. Aquel acuerdo tenía carácter **preventivo**, ya que consistía en un desembolso inicial de USD 15.000 millones y el resto utilizable sólo de ser necesario en subsiguientes revisiones.

Desde el discurso oficial del gobierno nacional, esto constituía parte de un plan sólido que ayudaría a construir confianza y reducir la incertidumbre, fortaleciendo la economía argentina y protegiendo a los sectores más vulnerables mediante el sostenimiento del gasto en asistencia social.

Sin embargo, luego de transcurrido todo el año 2018 y finalizando el primer mes de 2019, es posible asegurar que la solidez del programa económico no fue tal. Como único dato ilustrativo basta con citar la variación del tipo de cambio de \$24,96 en el programa de mayo a \$41,25 en el nuevo acuerdo del 17 de octubre. A diferencia de lo esperado, la incertidumbre no pudo ser revertida mediante la firma del acuerdo con el FMI.

A pesar del escenario mencionado, el 17 de octubre se firmó un nuevo Memorándum, que fue aprobado rápidamente por el Directorio del FMI. Este acuerdo se dio a conocer el 26 de octubre, un día después de la media sanción en la Cámara de Diputados de la Ley de Presupuesto. Resulta sintomático que dicho Presupuesto prevé ajustes en todos los rubros con excepción del pago de intereses de la deuda.

El FMI y el Gobierno justificaron el marco del nuevo acuerdo en la existencia de **nuevos y significativos desafíos producto de la volatilidad del mercado por las condiciones financieras internacionales inhóspitas para las economías emergentes y las políticas internas suscitadas por la causa de los “cuadernos”**. Sin embargo, no se observa, en el resto de los países emergentes, una evolución similar frente a dichos abarates internacionales. Adicionalmente, el Gobierno reconoce haber fracasado en la recuperación de la confianza del mercado que esperaban con la firma del primer acuerdo y en el cumplimiento de las metas propuestas.

Por todo esto, las autoridades nacionales solicitaron la extensión del préstamo original de USD 50.000 millones a USD 57.000 millones, la reprogramación de los desembolsos y el cambio de tipo de crédito que ya no es precautorio sino que se requiere de acceso inmediato como apoyo presupuestario.

1. Una revisión convertida en acuerdo: el nuevo programa de desembolsos

El nuevo acuerdo aprobado por el Directorio del Fondo Monetario Internacional en el mes de octubre de 2018 no sólo amplía marginalmente los fondos disponibles para la Argentina en el marco del crédito otorgado, sino que altera sensiblemente el cronograma según el cual los mismos estarían a disposición del gobierno argentino. Asimismo, a diferencia del acuerdo original alcanzado en junio de 2018, donde los desembolsos tenían un carácter precautorio (es decir, el Gobierno contaba con la opción de usarlos o no), en esta revisión se les otorga el carácter de “apoyo presupuestario”. En otras palabras, se considera que todos los fondos disponibles van a ser utilizados.

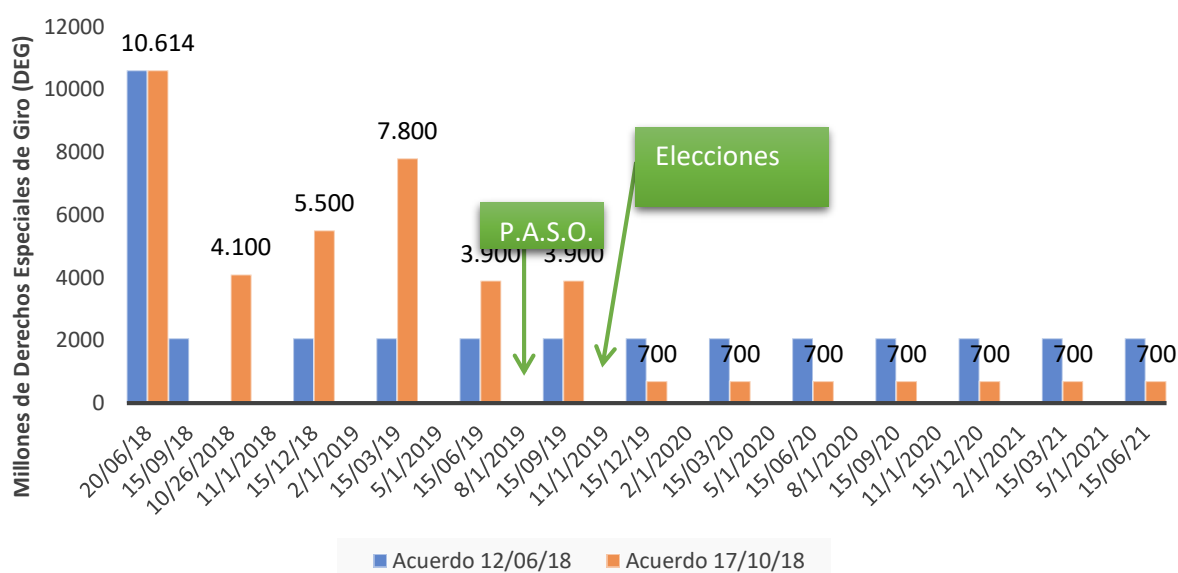
Cuadro 1. Fondos Disponibles antes de elecciones de 2019, en porcentaje

% de Fondos Disponibles antes de...	P.A.S.O.	Elecciones Generales
Acuerdo Junio 2018	53%	59%
Acuerdo Octubre 2018	78%	88%

Fuente: elaboración de CEPA sobre acuerdos con el FMI

El adelanto de los fondos disponibles para lo que queda de 2018 y el 2019 tiene una curiosa relación con el cronograma electoral. De esta manera, además de incrementarse los montos disponibles, se amplían sensiblemente aquellos previos a las elecciones presidenciales.

Gráfico 1. Programa de desembolsos del FMI, en millones de DEG¹

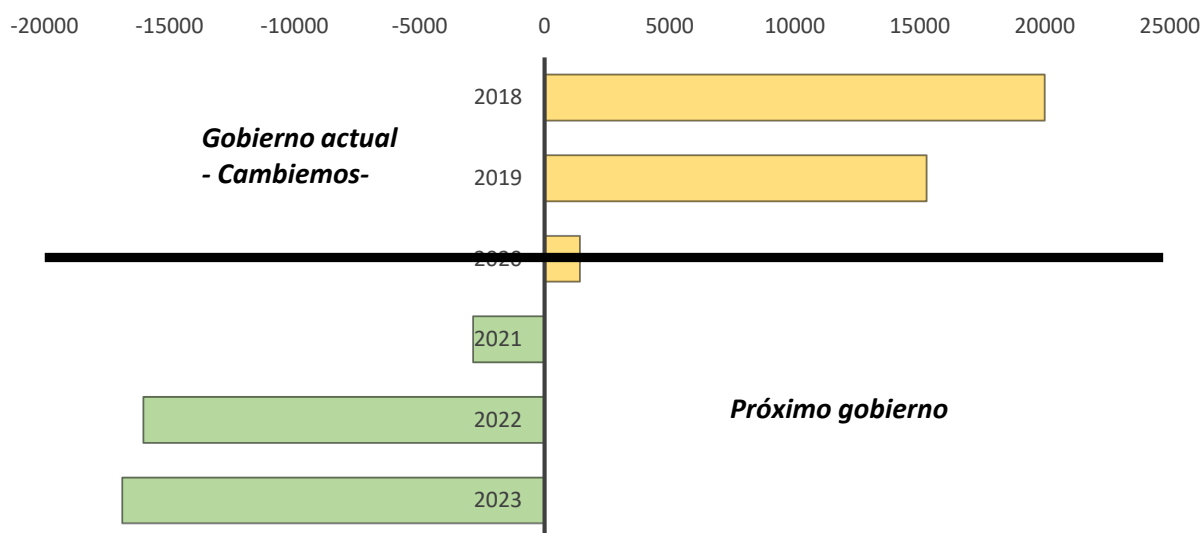


Fuente: elaboración CEPA sobre acuerdos con el FMI

No sólo configura esta modificación en el cronograma de desembolsos un fuerte apoyo político al Gobierno, sino que también coloca en una situación de extrema vulnerabilidad financiera al gobierno siguiente, al dejarlo prácticamente sin fondos disponibles y con las obligaciones de pago.

¹ 1 SDR (DEG) equivale a USD 1,4

Gráfico 2. Flujos de desembolsos netos del FMI (2018-2020) y flujo de pagos al FMI (2021-2023), en millones de DEG



Fuente: elaboración CEPA sobre acuerdos con el FMI

Asumiendo que se cumple todo el cronograma de desembolsos acordado en octubre 2018, los cuales fueron categorizados como “apoyo presupuestario”, la mayor parte de los vencimientos de capital e intereses se acumularían en el próximo periodo presidencial, incrementando las vulnerabilidades financieras externas. El propio Fondo Monetario Internacional así lo reconoce al plantear que la capacidad de repago de la Argentina es dependiente de su regreso a los mercados internacionales de crédito para su roll-over. Es difícil suponer que las condiciones que el mercado financiero internacional en esa situación de vulnerabilidad lo hagan sustentable o, en el mejor de los casos, a tasas de interés razonables que no configuren un sendero explosivo para el stock de deuda pública argentina.

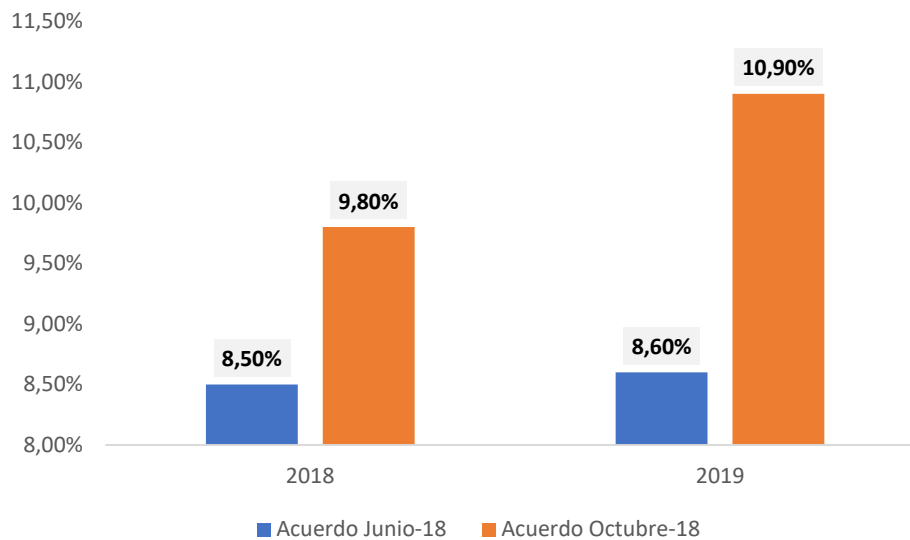
2. El reiterado deterioro de las proyecciones del FMI para Argentina

El Fondo Monetario Internacional elabora estimaciones respecto a variables clave de las economías de los países miembros de manera frecuente. Al contar la Argentina con un programa Stand By con el FMI, la frecuencia de las estimaciones se incrementa para incluir el impacto estimado de las medidas adoptadas. A continuación se hace un análisis de las estimaciones realizadas en el marco del acuerdo alcanzado en junio del 2018, las revisiones acordadas en octubre y diciembre del mismo, las estimaciones publicadas en el marco del informe de “Perspectivas de la Economía Mundial”, publicado en octubre de 2018 junto a la reciente actualización de enero del 2019.

Desempleo

El deterioro en la macroeconomía argentina en los últimos meses ha empujado al alza las estimaciones de tasa de desempleo, desde el 8,5% proyectado para 2018 en el acuerdo alcanzado en junio hasta el 9,8% estimado en el acuerdo de octubre. Curiosamente, en el mismo mes de octubre, pero previo al acuerdo, el FMI había sugerido que la tasa de desocupación a fines de 2018 alcanzaría el 8,9%, es decir, el mismo organismo consideró que las políticas acordadas tendrían un impacto negativo profundo en el mercado de trabajo.

Gráfico 3. Tasa de desempleo según el FMI, acuerdo de junio 2018 y octubre 2018, en porcentaje



Fuente: elaboración CEPA sobre acuerdos con el FMI

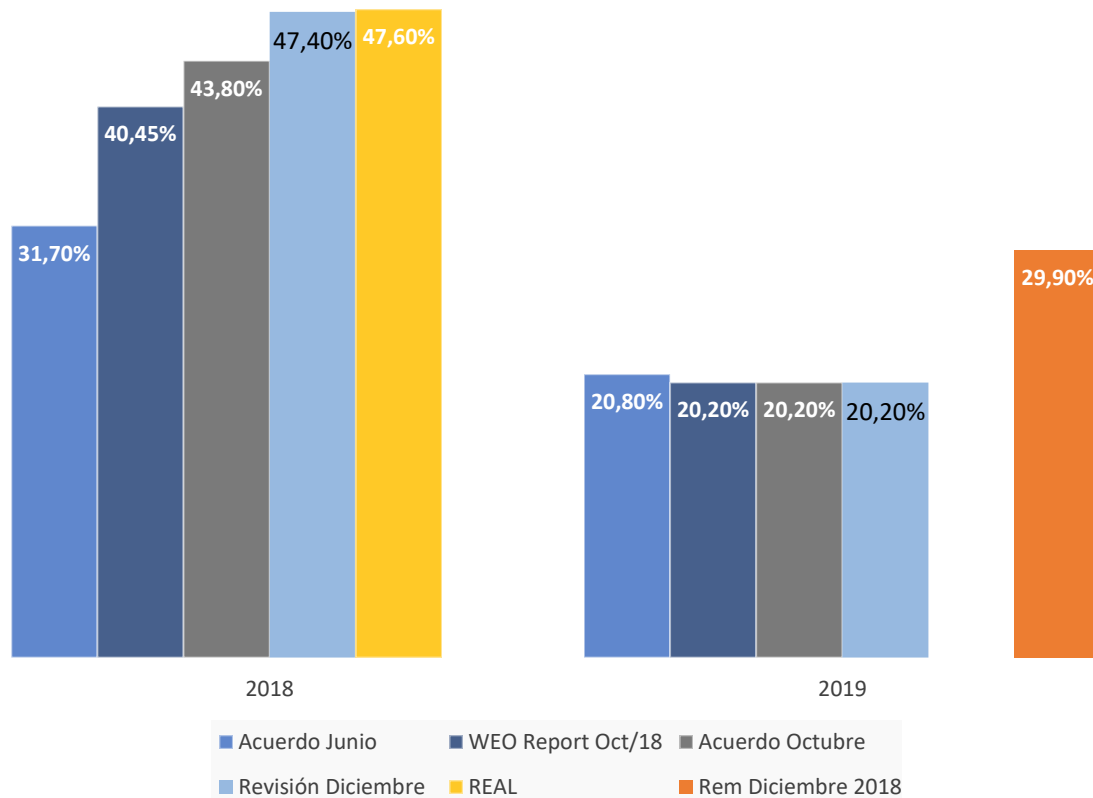
Mayor es el deterioro en las estimaciones para el año 2019, donde se espera que las medidas fiscales que apuntan a alcanzar el déficit primario cero profundicen las problemáticas de empleo. En el primer acuerdo, se preveía que la tasa de desocupación se mantendría estable. Pero ya en el acuerdo de octubre, se esperaba un incremento que alcanzaría el 10,9%. La revisión de diciembre no incluyó modificaciones a estas proyecciones.

Inflación

En términos de la variación en el nivel de precios de la economía, el deterioro en la estimación es también notable, siendo que en el acuerdo de junio 2018 se esperaba una inflación interanual del 31,7% y este guarismo subido a un 43,8% en el acuerdo de octubre. Sin embargo, y a pesar del alza del nivel de precios de los últimos meses (la variación interanual del IPC de diciembre de 2018 arrojó 47,6%) y la inercia inflacionaria que hace poco probable un freno brusco en el nivel de variación general de los precios, las estimaciones de inflación para el año 2019 han sido revisadas marginalmente a la baja. Las estimaciones parecen a primera vista optimistas teniendo en cuenta que en el último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) realizado por el BCRA (diciembre 2018)² los analistas esperan finalizar el año 2019 con una inflación del 29,9% en promedio y 29% en la mediana.

² <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/REM181228%20Resultados%20web.pdf> 03/01/2019.

Gráfico 4. Nivel de Precios según el FMI: acuerdo de junio 2018, octubre 2018, WEO Report de octubre 2018, Revisión de diciembre 2018, en contraste con la inflación de IPC- INDEC y del REM (BCRA).



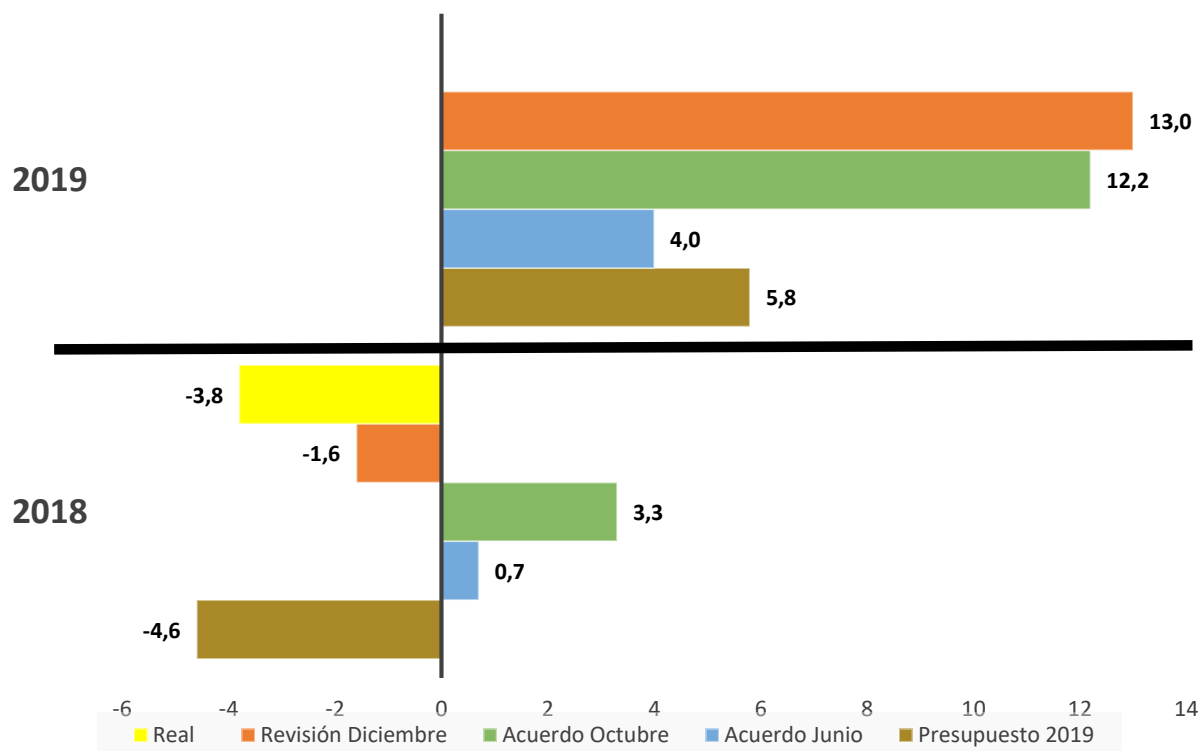
Fuente: elaboración CEPA sobre acuerdos con el FMI y R.E.M. enero 2019.

Balanza Comercial

El acuerdo alcanzado en junio 2018 estimaba un superávit en el comercio exterior del orden de los USD 700 millones de dólares y de USD 4.000 millones para el año 2019. Los datos preliminares a diciembre³ de 2018 indican un déficit comercial de USD 3.820 millones (ICA – INDEC). Estos datos se acercan más a las estimaciones presentadas por el gobierno en el proyecto de Presupuesto 2019, donde se estimaba un déficit de USD 4.600 millones para 2018 y un superávit de USD 5.800 millones para el 2019.

³ Intercambio comercial Argentino a diciembre de 2018, Indec. (https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/ica_01_19.pdf)

Gráfico 5. Balanza Comercial según los acuerdos con el FMI y Presupuesto 2019, en miles de millones de dólares



Fuente: elaboración CEPA sobre acuerdos con el FMI e Indec

El acuerdo alcanzado en octubre con el Fondo Monetario Internacional tenía proyecciones aún más optimistas, derivadas evidentemente de la devaluación producida, estimando un superávit comercial de USD 3.300 millones para 2018 y USD 12.200 millones para el 2019. Para cumplirse esta estimación debería haberse obtenido un superávit comercial de aproximadamente USD 10.000 millones en el último trimestre de 2018, mientras que los datos reales arrojaron sólo un saldo positivo de USD 2.600 millones.

Con la llegada del FMI para revisar la economía argentina a diciembre del 2018, se observa una moderación del optimismo del organismo, ajustando la proyección a un déficit comercial de USD 1.600 millones (aún lejos de los USD 3.820 millones de déficit reportados por el Indec para el año), pero se tornó aún más optimista para el resultado del año 2019, estimando un superávit comercial de USD 13.000 millones.

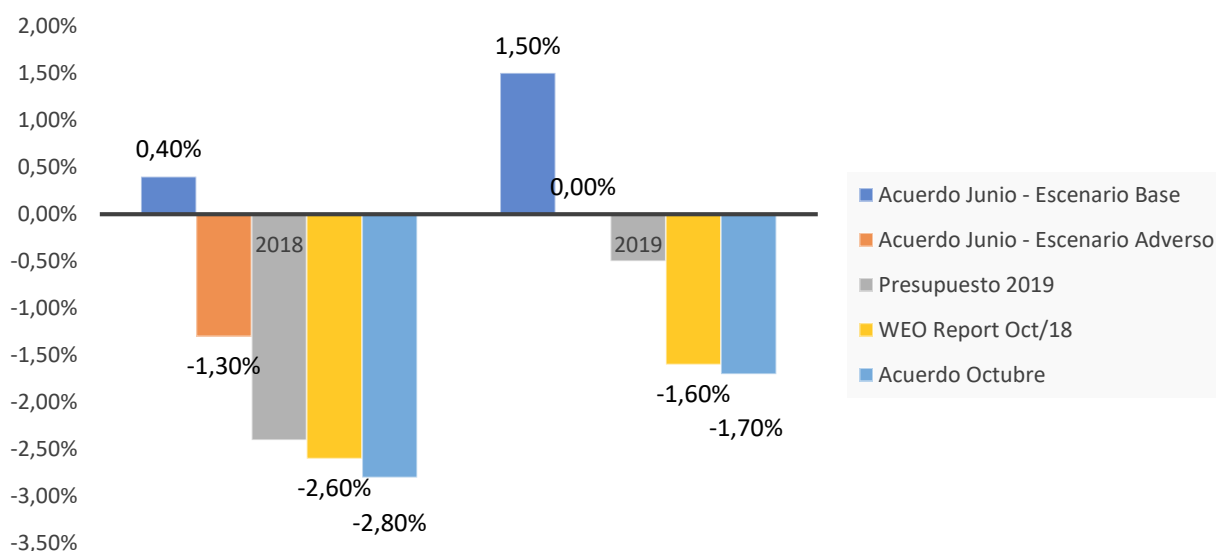
En síntesis, no deja de ser llamativo lo errático de las estimaciones para el balance comercial en el 2018: se pasó de estimar un leve superávit en junio a uno fuerte en octubre, luego de la corrida cambiaria, para nuevamente modificarlo por un déficit a mediados de diciembre, con los datos de los once meses precedentes disponibles.

Cabe destacar que el balance comercial es una variable indispensable a la hora de evaluar la sustentabilidad del endeudamiento público toda vez que de él depende la generación de divisas para poder hacer frente a los vencimientos sin necesidades de recurrir a un mayor endeudamiento público en los mercados financieros internacionales.

Producto Bruto

En relación con las variaciones esperadas en el Producto Bruto Interno, el impacto de los acuerdos acordados ha empujado sucesivamente hacia la baja las distintas estimaciones. En el escenario base del acuerdo de junio 2018 con el FMI, se estimó un crecimiento de 0,4% para el año 2018 y un 1,5% para el 2019. Sin embargo, poco más de tres meses después, el FMI reestimó los datos del PBI, esperando una caída de 2,8% para el 2018 y 1,7% para el 2019. Estas últimas estimaciones son incluso inferiores a las presentadas en el proyecto de Presupuesto 2019 que esperan para dicho año una caída de 0,5%. En el último informe del organismo, *Perspectivas de la economía mundial* publicado en enero de 2019 (donde no solo se publican datos para Argentina, sino para la región y el mundo), se reafirma la caída de 1,7% en 2019, pero se considera que en 2020 la economía argentina crecerá 2,7%.

Gráfico 6. PBI según el FMI: acuerdo de junio 2018, octubre 2018, WEO Report de octubre 2018, Revisión de diciembre 2018, en contraste con la inflación de IPC- INDEC y del REM (BCRA).



Fuente: elaboración CEPA sobre acuerdos con el FMI

Cuadro 2. Fondos Estimación del PBI

Fuente		2018	2019
Acuerdo Junio/2018	base	0,40%	1,50%
	adverso	-1,30%	0,00%
Presupuesto 2019		-2,40%	-0,50%
World Economic Outlook Report Oct/18		-2,60%	-1,60%
Acuerdo Octubre		-2,80%	-1,70%

Fuente: elaboración CEPA sobre acuerdos con el FMI

Propuestas Fiscales

Para el Fondo, en coordinación con Hacienda, el principal objetivo de la política económica argentina se orienta a lograr el equilibrio fiscal primario mediante un severo ajuste que, según la mirada ortodoxa, en el futuro permitirá reducir la deuda pública y fortalecer los pilares básicos para un proceso de crecimiento económico. Esto pareciera estar lejos de suceder si tomamos en cuenta que en los tres años de gobierno de Cambiemos el endeudamiento creció sensiblemente hasta alcanzar un *ratio* de deuda pública bruta sobre el PBI del 95,4% en el tercer trimestre del 2018 (52,6% del PBI al finalizar el 2015)⁴, con fuerte participación de deuda de mercado nominada en moneda extranjera.

El déficit cero implica una aceleración en el objetivo de reducción del gasto público, pasando la meta de -3,2% de déficit primario en 2018 a -2,7% al firmarse en acuerdo con el FMI en junio 2018. En ese mismo se esperaba para 2019 un déficit primario de -2,2% y llegar al superávit en 2020.

Desde informes anteriores de CEPA venimos advirtiendo que son incompatibles la caída del producto y el aumento de la recaudación de impuestos, variable fuertemente vinculada al nivel de actividad. El siguiente cuadro explica los aumentos en la recaudación tributaria, que en conjunto están por encima de la proyección de inflación prevista en el Presupuesto 2019 con un aumento interanual del 39%, donde se destaca la variación del IVA, que pareciera muy auspiciosa (31,6%, superando la inflación 23% punta a punta).

Cuadro 3. Recursos Tributarios según Presupuesto 2019

Recursos Tributarios en millones de \$	2018	2019	Variac en términos nominales	Variac 2019/2018 en %
IMPUESTOS				
IVA	1.064.026	1.439.831	375.804	35%
Ganancias	721.610	901.920	180.310	25%
Créditos y Débitos Bancarios	226.652	300.353	73.700	33%
Combustibles	122.229	157.895	35.666	29%
Internos	74.779	94.594	19.815	26%
Monotributo Impositivo	16.006	20.402	4.396	27%
Bs Personales	15.409	26.106	10.697	69%
Ganancia Mínima Presunta	2.092	919	-1.174	-56%
Otros	28.338	59.612	31.274	110%
Subtotal Impuestos	2.271.142	3.001.630	730.488	32%
COMERCIO EXTERIOR				
Derechos de Exportación	161.391	440.011	278.620	173%
Derechos de Importación	119.399	175.438	56.039	47%
Tasa de Estadística	2.333	3.394	1.061	45%
Subtotal Comercio Exterior	283.123	618.842	335.720	119%
APORTES Y CONTRIBUCIONES A LA SEG SOCIAL	922.846	1.208.561	285.715	31%
Total Tributos	3.477.110	4.829.033	1.351.923	39%

Fuente: elaboración CEPA sobre Presupuesto 2019

Llama la atención que el presupuesto “cierra” con el aumento de dos rubros del ingreso que habían sido los primeros de achicarse en la gestión de Cambiemos: las retenciones estarán aumentando 201,2% y Bienes Personales lo hará en 69,4%.

⁴ Ministerio de Hacienda. Presentación Gráfica de la Deuda Pública (<https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>)

Por el lado del gasto, las jubilaciones crecerían a 37,6%. Esto parece muy lógico con una estimación de la movilidad, entre 33 y 37%. Considerando la evolución del REM del Banco Central la inflación entre julio de 2018 y junio de 2019 podría alcanzar de 37,65%, y es el periodo de inflación que se aplica para la actualización jubilatoria de enero a diciembre de 2019 (dato al cual le faltaría incorporar el 30% de variación salarial). Sin embargo, llama la atención la evolución de la Asignación Universal para Protección Social, que se incrementa en sólo 20,4%, es decir por debajo de la inflación, pero además lo hace de manera diferente respecto de las jubilaciones, cuando todo debería crecer según la misma fórmula de movilidad. Esto refiere a los “bonos” pagado en septiembre y diciembre de 2018 a AUH que evidentemente no se consideran para el año próximo. Esto va a contramano de la “garantía social” que menciona el Memorándum con el FMI.

A ello se agrega que tanto para jubilada/os, beneficiaria/os de AUH y de salario familiar se modifican a la baja los adicionales por zona para los nuevos beneficiarios.

Los salarios de la administración pública, por pedido del FMI, debían aumentar el 8%. Con inflación prevista en 23%, implica una pérdida de poder adquisitivo superior al 10%.

Hay recortes principalmente en subsidios, que hacen prever aumento de tarifas. En energía el recorte será de 1,6% en términos nominales y en transporte alcanzará 18,1% (también nominal).

Hay también recortes en educación. En las transferencias de gastos corrientes a las provincias la reducción es del 13,5%. Esto implica que las propuestas a los docentes de cada provincia serían inferiores incluso que las de 2018, y sólo considerando en términos nominales. En lo referido a gastos de capital, la variación interanual será de -0,5%, es decir, habrá significativamente menos obra de infraestructura escolar que la magra ejecución de este año.

En lo referido a gastos de capital, el recorte nominal es sensible en energía (59,9%) y en vivienda (8,9%).

Los gastos para planes como Argentina Trabaja, Progresar y otros solo crecen 14,6%, es decir, muy por debajo de la inflación.

Cuadro 4. Gastos Primarios según el Presupuesto 2019

	2018	2019	Variac 2019/2018
GASTOS PRIMARIOS	2.761.696	3.431.747	24,3%
Gastos Corrientes Primarios	2.560.111	3.247.530	26,9%
Prestaciones Sociales	1.684.942	2.264.266	34,4%
Jubilaciones y pensiones contributivas	1.186.329	1.632.696	37,6%
Asignación Universal para Protección Social	91.176	109.752	20,4%
Asignaciones Familiares Activos, Pasivos y otras	96.795	124.426	28,5%
Pensiones no contributivas	125.137	160.276	28,1%
Prestaciones del INNSJP	130.664	174.285	33,4%
Otros Programas	54.841	52.831	-3,7%

Fuente: elaboración de CEPA sobre Presupuesto 2019

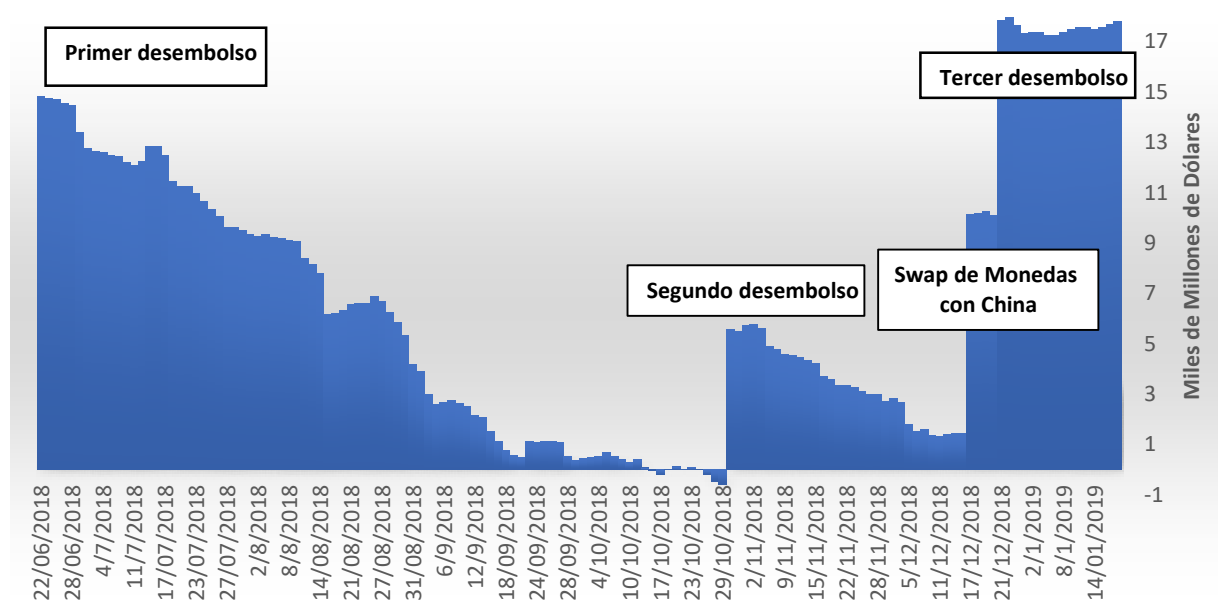
Propuestas Monetarias

En materia de política monetaria, el acuerdo compromete al BCRA a implementar el enfoque de control de agregados monetarios con objetivo de 0% de crecimiento de la base monetaria y el

abandono (temporario) del régimen de metas de inflación hasta lograr una estabilización en las condiciones financieras que enfrenta el país. El Informe del staff de octubre incluso destaca 3 casos de implementación “exitosa” de control de agregados monetarios: Indonesia (1997), México (1995) y Turquía (2001). **En esos casos la estabilidad se obtuvo con una caída del producto del 21%, 10% y del 5% respectivamente en los primeros 2 años de la implementación⁵.**

El Informe del staff de octubre también es particularmente duro con las intervenciones en el mercado cambiario realizadas en la gestión del ex presidente del BCRA, Luis Caputo, por considerarlas erráticas, desproporcionadas y mal comunicadas. Al mismo tiempo critica el uso excesivo de los contratos a futuro del dólar (respecto al acuerdo anterior)⁶. Lo errático y discrecional de las intervenciones provocó una pérdida de reservas contraria a lo pactado en el acuerdo previo, al mismo tiempo que la incertidumbre y las dudas generadas por el anuncio del presidente de un nuevo acuerdo cuando este todavía no contaba con el visto bueno del staff incrementaron la volatilidad cambiaria y afectaron la credibilidad de las autoridades respecto a su compromiso en el cumplimiento de lo acordado. Inclusive luego del nuevo acuerdo alcanzado en octubre y de un segundo desembolso, la pérdida de reservas continuó.

Gráfico 7. Variación acumulada de las Reservas del BCRA, junio 2018 – enero 2019



Fuente: elaboración CEPA sobre datos del BCRA

En el nuevo acuerdo de octubre 2018, el gobierno se comprometió a mantener el esquema de bandas de libre flotación en la zona de no-intervención planteada por el BCRA, a reducir el stock de contratos a futuro operados y a no disponer de los bancos públicos para intervenir solapadamente en el mercado cambiario incrementando la oferta de divisas. La revisión de la economía por el FMI en diciembre y el consiguiente desembolso (tercero) en conjunto con el Swap de Monedas firmado con el Gobierno chino lograron frenar la dinámica declinante del nivel de reservas, al menos hasta el momento. Como contraparte de la estabilización del nivel de reservas, el stock de Leliqs se encuentra creciendo a un

⁵ Página 14. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/10/26/Argentina-First-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Inflation-Consultation-Financing-46309>).

⁶ Página 23. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/10/26/Argentina-First-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Inflation-Consultation-Financing-46309>).

ritmo acelerado y a un nivel de tasa de interés que condiciona el nivel de actividad y la sustentabilidad de dicha estabilización.

Asimismo, en materia de gestión del endeudamiento soberano el FMI es muy crítico respecto a la preponderancia de instrumentos denominados en divisa, que imponen un **riesgo cambiario muy fuerte a la sustentabilidad de la deuda, y recomiendan una profundización del mercado doméstico de deuda en pesos**. Consideran que el marco regulatorio ha sido muy estricto en cuanto al nivel de exposición al riesgo soberano del sistema bancario local y recomiendan relajarlo para otorgarle mayor liquidez y profundidad⁷.

3. Un ejercicio de comparación del PBI entre puntas: 2015 vs. 2019

A partir de las estimaciones elaboradas en las distintas instancias, en el presente apartado se procedió a comparar el PBI resultante hacia el final del mandato presidencial en 2019 respecto a aquel recibido de la administración anterior (2015), a modo de estimar un balance de la gestión económica, siempre con los datos que surgen de los acuerdos firmados con el Fondo Monetario Internacional en junio y octubre, sus revisiones y las estimaciones de los Reportes Económicos Globales que elabora el FMI.

Se estimaba en el Reporte Económico Global de abril del 2018, previo al acuerdo alcanzado en junio, finalizar el mandato presidencial con un PBI superior al del 2015 en términos reales en un 6,27%. Firmado el acuerdo en junio las proyecciones eran 2,9% en el escenario base o un -0,33% en el escenario adverso respecto del inicio de la gestión de Cambiemos. **Al alcanzar el nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en octubre 2018 se estima un PBI, a fines de 2019, 3,52% inferior al del año 2015.**

Si tomamos en cuenta el PBI estimado para el año 2019 en el Presupuesto Nacional votado en noviembre 2018, al finalizar el mandato deberíamos esperar un PBI 1,94% inferior al recibido en el año 2015.

⁷ Página 20. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/10/26/Argentina-First-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Inflation-Consultation-Financing-46309>).

Gráfico 8. Variación del PBI según los acuerdos con el FMI



Fuente: elaboración de CEPA sobre estimaciones de los distintos documentos y el PBI a precios constantes del 2004 publicado por el INDEC.

4. Las preocupaciones del Fondo

A pesar de haber incumplido gran parte de las metas pactadas en el Acuerdo firmado en junio de 2018, el Gobierno obtuvo la aprobación de la revisión y las modificaciones buscadas al cronograma de desembolsos frente a la promesa de profundizar el ahorro en el gasto en el público. Sin embargo, el staff del Fondo Monetario Internacional planteó algunas dudas sobre la efectividad y sustentabilidad del Programa, dedicando varios pasajes del informe a cuestionar la viabilidad del mismo y sembrando advertencias frente a riesgos que pondrían no ayudar a estabilizar la economía argentina.

Antes que nada, cabe destacar que el escenario de la economía argentina en octubre ya se presentaba como sensiblemente peor a aquel escenario hipotético diseñado en el acuerdo original denominado “Adverso”, que era considerado por los técnicos del FMI como el peor resultado posible tan solo cuatro meses antes. En ese sentido, en el informe que acompaña el segundo acuerdo con el FMI firmado en octubre, las autoridades del organismo manifiestan que la deuda pública argentina se encuentra en “un sendero sustentable pero de baja probabilidad”, del mismo modo que había sido caracterizada en el acuerdo de junio, que ni imaginaba semejante deterioro de las condiciones financieras que enfrenta la argentina.

Entre las dudas y riesgos que el staff identifica en los varios documentos que involucra el acuerdo se destacan:

- El compromiso de las autoridades argentinas con el cumplimiento del programa y su efectiva comunicación para restaurar la credibilidad del Banco Central, teniendo en cuenta que el 2019 es un año electoral⁸.
- **El riesgo asociado a la gran proporción de la deuda pública que se encuentra denominada en divisas, que ante desvíos del tipo de cambio esperado dificultaría la capacidad de repago**, aun con las tasas de renovación esperadas en el programa.
- **El riesgo de una contracción económica mayor a la esperada** que tendría un efecto negativo sobre la recaudación, implicando una necesidad de profundización del ajuste difícil de lograr para cumplimentar los objetivos al mismo tiempo que empeoraría los ratios de deuda dificultando el acceso a los mercados financieros a tasas razonables.
- Complicaciones surgidas por shocks externos, como una aceleración de la suba de tasas en Estados Unidos o una profundización de los conflictos comerciales que generarían condiciones más adversas para el acceso a los mercados de los países emergentes.
- **El nivel de exposición de las finanzas argentinas a la deuda con el Fondo Monetario Internacional**, que no solo es el mayor programa Stand By en términos nominales de la historia del organismo, sino que al acelerar los desembolsos generan una acumulación de vencimientos a partir del año 2020.
- **La ruptura del apoyo político y social al programa en los próximos meses en que se espera un empeoramiento de las condiciones socioeconómicas de la población**. En este sentido, se encargan de destacar el apoyo de los Gobernadores materializado en el Pacto Fiscal, y de parte de los bloques de la oposición al Presupuesto 2019.

A pesar de todos los riesgos identificados por el staff del Fondo Monetario Internacional en diciembre del 2018 el FMI se manifestó satisfecho por el esfuerzo fiscal realizado por el gobierno argentino y por el funcionamiento de la estabilización monetaria hasta el momento. En efecto, en las últimas declaraciones realizadas en enero 2019 por el responsable del Hemisferio Occidental del FMI Alejandro Werner, indico que “el plan de estabilización del gobierno basado en políticas monetarias y fiscales revisadas y fortalecidas ayudo a atenuar las turbulencias financieras y a estabilizar el tipo de cambio”, pero agrego que “los comicios de octubre 2019 podrían reducir el apetito de reforma.

⁸ Página 57. (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/10/26/Argentina-First-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Inflation-Consultation-Financing-46309>).

Conclusiones

- Desde el lunes **11 de febrero de 2019** el FMI regresa a la Argentina para la revisión del acuerdo firmado con nuestro país. De la visita depende el **nuevo desembolso de 7.800 millones Derechos de Giro (DEG)**, equivalentes a unos **USD 10.900 millones**.
- **A la fecha, los desembolsos del FMI suman USD 28.200**, que fueron desembolsados del siguiente modo: \$15.000 en junio de 2018, USD 5.600 en septiembre 2018 y USD 7.600 en diciembre 2018. **Si se adicionan los USD 10.900 que se esperan a marzo 2019, se alcanzaría un préstamo concretado de USD 39.100 millones, es decir, el 70% de los montos acordados con el organismo.**
- En junio 2018 se realizó un primer acuerdo con el FMI, el cual tuvo una breve duración de poco más de tres meses, para dar lugar una revisión de los desembolsos y de las metas, que además sumaron USD 7.000 millones a los USD 50.000 del primer acuerdo, totalizando USD 57.000. **Esta ampliación se realizó a pesar de haberse reconocido notorios incumplimientos en las metas de inflación, la utilización de la emisión de dólar futuro como herramienta de contención del dólar y la pérdida de reservas del BCRA.**
- La parte central del acuerdo de octubre 2018 fue la **reprogramación de los desembolsos** del FMI, adelantando parte importante para el año 2019, donde se disputan las elecciones presidenciales. Como se observa en el informe, los dos desembolsos más significativos se realizan antes de las PASO y de las elecciones generales. **En el primer acuerdo de junio 2018, los desembolsos antes de las PASO eran del 53% y subieron al 59% en el nuevo acuerdo. Si colocamos como referencia las elecciones generales, en el primer acuerdo los desembolsos se realizaban en un 78% antes de octubre 2019 y en el segundo acuerdo vemos que el 88% del préstamo del organismo será desembolsado antes de esa fecha.**
- Adicionalmente, en octubre 2018 se modificó el **carácter del préstamo**. Mientras que el primer acuerdo preveía sólo USD 15.000 millones de apoyo presupuestario y el resto era precautorio (sólo se usaba si era necesario), en el **nuevo acuerdo se reconoce la necesidad de utilizarlo íntegramente como apoyo presupuestario.**
- Tanto en el Memorándum entre Hacienda y el FMI que se firmó el 17 de octubre de 2018 (pero que se dio a conocer después de la media sanción de la ley de presupuesto), como en la reciente actualización de enero del 2019, se elaboran **estimaciones de las variables clave** de la economía argentina y se registra un **empeoramiento** en todos los frentes.
 - **PBI.** Entre junio y octubre 2018 se reconoce una caída del crecimiento del producto más acelerada pasando del -0,5 a -1,7%.
 - **DESEMPLEO.** en la revisión de octubre 2018, se estima una tasa del 9,8% para el año 2018, muy cerca de los dos dígitos y mayor al 8,9% calculada anteriormente. En efecto, en 2019 se espera un guarismo de 10,9%.
 - **INFLACION.** La inflación proyectada en 31,7% en junio para el año 2018, sube a octubre con una estimación anual de 43,8%. En diciembre fue corregida nuevamente al 47,4%, cerca del valor oficial informado por el Indec de un 47,6%⁹.
 - **BALANZA COMERCIAL.** De un inicial superávit estimado en junio 2018 de USD 700 y USD 4.000 millones para el 2018 y 2019 respectivamente, se mejora la

⁹ Índice de Precios al Consumidor, 15-01-2019. Indec.
(https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/ipc_01_19.pdf)

perspectiva con la proyección de un superávit de USD 3.300 y USD 12.000 millones a octubre (luego de la suba del dólar). Sin embargo, los datos preliminares a diciembre¹⁰ de 2018 indican un déficit comercial de USD 3.820 millones (ICA – INDEC), lo que se acerca más a las estimaciones presentadas por el gobierno en el proyecto de Presupuesto 2019, donde se estimaba un déficit de USD 4.600 millones para 2018. Finalmente el FMI proyectó en diciembre 2018 un déficit comercial de USD 1.600 millones para todo el año transcurrido, aún muy lejos del balance comercial provisorio a diciembre del 2018 de USD 3.820 millones (deficitario).

- El acuerdo de octubre **alerta sobre los riesgos en la capacidad de repago** ante una nueva devaluación de la moneda en el caso de no generar la confianza necesaria ante los mercados, teniendo en cuenta que una gran proporción de la misma se encuentra denominada en moneda extranjera (95,4% de la deuda pública bruta al 3er. Trimestre del 2018¹¹).
- En dicho acuerdo, además, las estimaciones son optimistas pero los técnicos del Fondo se ponen a resguardo planteando que las posibilidades de no cumplimiento son altas o que el sendero es **sustentable pero de baja probabilidad**.
- En relación a las propuestas fiscales, el Fondo reconoce que el programa de ajuste es más severo que los que suele implementar en otros países.
- En el marco del eje puesto en el ajuste del gasto, cabe señalar que desde el primer acuerdo de junio, el Fondo asegura que –dado el empeoramiento de la situación económica-, lo pactado garantizaba el gasto social para proteger a los sectores más vulnerables. Sin embargo, la definición de “gasto social” sólo contempla un 10% de las prestaciones sociales (AUH y AUE) que explican más del 60% del gasto público.
- Al realizar un ejercicio de comparación del PBI entre puntas (2015 vs. 2019), se observa en el Reporte Económico Global de abril del 2018, previo al acuerdo alcanzado en junio, se esperaba finalizar el mandato presidencial de Cambiemos con un PBI superior al del 2015 en términos reales en un 6,27%. Firmado el acuerdo en junio 2018, las proyecciones eran 2,9% en el escenario base o un -0,33% en el escenario adverso respecto del inicio de la gestión de Cambiemos. Al alcanzar el nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional en octubre 2018, se estima un PBI, a fines de 2019, 3,52% inferior al del año 2015. En síntesis, si tomamos en cuenta el PBI estimado para 2019 en el Presupuesto Nacional votado en noviembre 2018, al finalizar el mandato deberíamos esperar un PBI 1,94% inferior al recibido en el año 2015.
- Por último, resulta al menos llamativo que las estimaciones del Fondo Monetario Internacional proyecten un retorno del crecimiento económico en la Argentina a partir del año 2020, siendo que en aquel periodo será cuando se reciba la menor cantidad de fondos netos de parte del organismo y se inicie con el repago del préstamo del programa.

¹⁰ Intercambio comercial Argentino a diciembre de 2018, Indec. (https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/ica_01_19.pdf)

¹¹ Composición de la Deuda Pública Bruta por Moneda, Ministerio de Hacienda (<https://www.argentina.gob.ar/hacienda/finanzas/presentaciongraficadeudapublica>)