



REPORTE ESPECIAL DEL 15 DE JULIO DE  
2019

---

# FMI – 4TO STAFF REVIEW

---

## STAFF ACM

**Socio Fundador:**

Javier Alvaredo /  
[jalvaredo@acmsa.com.ar](mailto:jalvaredo@acmsa.com.ar)

**Economistas:**

Juan Lezica /  
[jlezica@acmsa.com.ar](mailto:jlezica@acmsa.com.ar)

Juan Pablo Di Iorio /  
[jporio@acmsa.com.ar](mailto:jporio@acmsa.com.ar)

**ACM-Análisis de Coyuntura  
Macroeconómica**

Viamonte 367 6º - C1035AAP Buenos Aires,  
Argentina.  
Tel: (+54 11) 3986-8569 / Fax: (+54 11)  
4322-9833 / [www.acmsa.com.ar](http://www.acmsa.com.ar)

## Staff Review

Luego de aprobada la cuarta revisión del programa vigente con el FMI, se publicó el reporte elaborado por el Staff del Organismo (RS), donde se pasa revista de la marcha del programa y las previsiones para el futuro.

Si bien el reporte está precedido por la comunicación donde se informa la aprobación de la revisión, la liberación de un desembolso por US\$ 5.400 millones, y donde se mencionan los avances de las autoridades en la implementación del programa, el tono del RS es mucho más crudo que el lenguaje diplomático utilizado en el comunicado.

A grandes rasgos, y como viene ocurriendo con los sucesivos RS, las previsiones futuras para la economía argentina continúan mostrando un deterioro en sus tendencias centrales. En efecto, en esta oportunidad se redujeron a la baja las previsiones de crecimiento para el corriente año, y sobre todo para el próximo, mientras que se elevaron considerablemente las proyecciones inflacionarias para este año y el próximo.

Fecha del Forecast	FMI FORECAST					
	PBI	INFLACIÓN	PBI	INFLACIÓN	PBI	INFLACIÓN
		2019		2020		2021
2017 - Abril	2.50%	14.80%	3%	11.70%	3.20%	10.00%
2017 - Octubre	2.70%	14.20%	3.10%	11%	3.20%	9.60%
2018 - Abril	3.20%	15.40%	3.10%	12.30%	3.20%	10.50%
2018 - Octubre	-1.60%	20%	2.20%	15.40%	2.50%	10.70%
2019 - Abril	-1.20%	31.68%	2.16%	21.20%	3.20%	16.30%
2019 - Julio	-1.30%	40%	1.10%	32.10%	2.60%	19.20%

ACM en base a FMI

La merma en el crecimiento del año próximo es explicada parcialmente por la caída en las expectativas de crecimiento de los principales socios comerciales de Argentina, en particular Brasil, acompañado por la continuidad de esquemas monetarios muy restrictivos (metas de base monetaria), por altas tasas de interés real, a la vez que la proyección de un 32% de inflación para el 2020 siembra dudas respecto a la recuperación de los salarios en términos reales y su posible transmisión al consumo. Este combo es acompañado, como indica el FMI, por una caída de la actividad más profunda a la esperada para este año que termina afectando así la recaudación y comprometiendo las metas fiscales, lo que implicaría mayores esfuerzos fiscales de cara al año próximo.

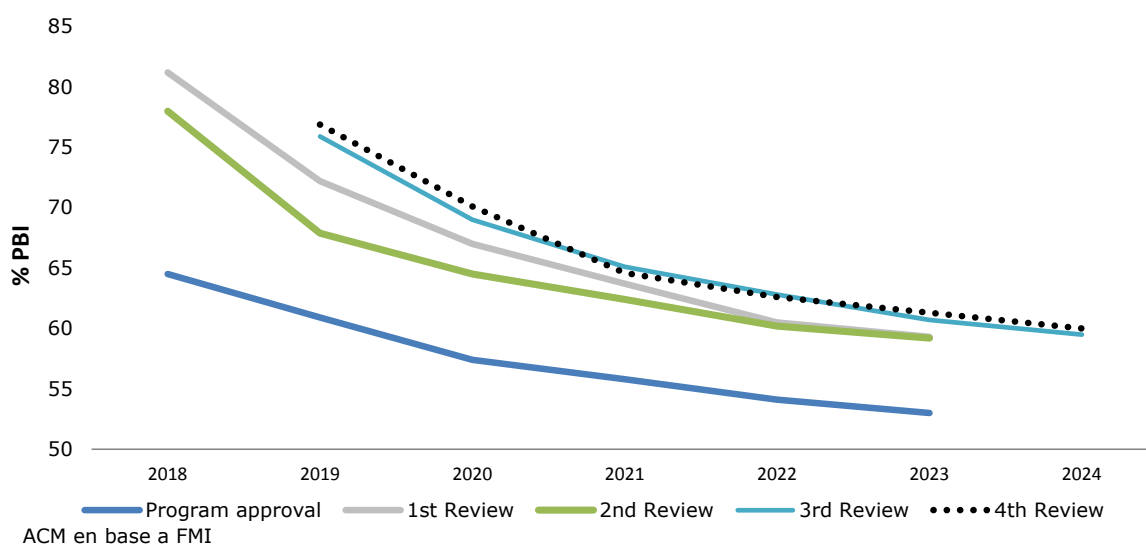
Proyecciones 2019 - 4th review IMF (en bill. de \$)						
	jul-19	ago-19	sep-19	oct-19	nov-19	dic-19
Base monetaria	1,343	1,325	1,310	1,298	1,298	1,380

Proyecciones 2020 - 4th review IMF (en bill. de \$)												
	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20	ago-20	sep-20	oct-20	nov-20	dic-20
Base monetaria	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,394	1,408	1,422	1,436	1,450	1,575

Por el lado de la dinámica de la deuda, se acentuó un poco más la tendencia a un mayor deterioro, aunque en esta última revisión este deterioro no es tan significativo debido a la apreciación real del peso observada en las últimas semanas.

### Deuda pública Argentina, análisis de sostenibilidad de la deuda

Proyecciones de la deuda como porcentaje del PBI



Lo que sí es alarmante, es la evolución de la percepción de los riesgos a los que se expone la estabilidad de la deuda. En sus clásicos “heat maps”<sup>1</sup> es sencillo observar como las fragilidades a la que se expone la deuda fueron *in crescendo*.

#### 1er y 2do review

Debt level <sup>1/</sup>	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability shock
Gross financing needs <sup>2/</sup>	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability Shock
Debt profile <sup>3/</sup>	Market Perception	External Financing Requirements	Change in the Share of Short-Term Debt	Public Debt Held by Non-Residents	Foreign Currency Debt

<sup>1</sup> 1/ The cell is highlighted in green if debt burden benchmark of 70% is not exceeded under the specific shock or baseline, yellow if exceeded under specific shock but not baseline, red if benchmark is exceeded under baseline, white if stress test is not relevant.  
<sup>2</sup> 2/ The cell is highlighted in green if gross financing needs benchmark of 15% is not exceeded under the specific shock or baseline, yellow if exceeded under specific shock but not baseline, red if benchmark is exceeded under baseline, white if stress test is not relevant.

<sup>3</sup> 3/ The cell is highlighted in green if country value is less than the lower risk-assessment benchmark, red if country value exceeds the upper risk-assessment benchmark, yellow if country value is between the lower and upper risk-assessment benchmarks. If data are unavailable or indicator is not relevant, cell is white.

### 3er review

Debt level <sup>1/</sup>	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability shock
Gross financing needs <sup>2/</sup>	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability Shock
Debt profile <sup>3/</sup>	Market Perception	External Financing Requirements	Change in the Share of Short-Term Debt	Public Debt Held by Non-Residents	Foreign Currency Debt

### 4to review

Debt level <sup>1/</sup>	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability shock
Gross financing needs <sup>2/</sup>	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability Shock
Debt profile <sup>3/</sup>	Market Perception	External Financing Requirements	Change in the Share of Short-Term Debt	Public Debt Held by Non-Residents	Foreign Currency Debt

Uno de los argumentos que utilizan desde el Staff para explicar estos peligros es que, las recientes licitaciones de letras a periodos cortos han aumentado las necesidades de financiamiento para 2019 y 2020, advirtiendo que necesario un nivel de *Roll over* del 75% mientras que en el Report anterior (abril 2019) se hablaba de un 65% ó 70% para cerrar el programa financiero.

Sumado a esto, el organismo sostiene que es vital la consolidación fiscal para estabilizar el nivel de deuda dado los problemas de solvencia que podría generar un shock macro-fiscal (podría elevar el nivel de deuda a un 160% del PBI) como también los problemas de liquidez dadas las dificultades que tiene actualmente la Argentina para financiarse en los mercados voluntarios de deuda a tasas razonables (riesgo país en 778). Los sucesos que podrían afectar dicha consolidación fiscal son diversos dada la cantidad de contingencias que tiene actualmente el gobierno nacional.

### Riesgos

Hacia adelante el FMI advierte que el programa enfrenta significativos riesgos. El principal peligro es un desarme de portafolio donde se escape del peso como reflejo a la incertidumbre que generan las elecciones. Este temor puede materializarse en una dolarización de los agentes que presionaría sobre una depreciación, con sus efectos nocivos como el aumento de la inflación, un aumento del ratio deuda sobre PBI y una pérdida de reservas importante. Estos efectos podrían ser combinados con

mayores dificultades para renovar deuda en pesos y en moneda extranjera, comprometiendo la liquidez y posiblemente la solvencia del soberano. En el mediano plazo, la sostenibilidad de la deuda permanece altamente vulnerable a shocks, particularmente a lo que respecta a sorpresas negativas en el crecimiento de la actividad. Más allá de estos riesgos financieros, el FMI advierte, es posible que la inflación permanezca alta o que la recuperación se demore más de lo planeado. Finalizan indicando que de desarrollarse este proceso, empeoraría la situación social, aumentaría la pobreza y erosionaría el apoyo público sobre el programa que está implementando el gobierno.