

A menos de un mes de las elecciones PASO, el FMI concluyó el quinto desembolso del acuerdo Stand By firmado justo un año atrás. Con este nuevo desembolso, la Argentina ya recibió por parte del Fondo U\$S 44.365 millones, casi el 80% de los U\$S 57.000 millones del préstamo.

Junto con el pago, y como es habitual, **el FMI presentó la cuarta revisión del staff report sobre la evolución de la economía argentina** en el marco del acuerdo. Los números presentados esconden mucha información y diversas hipótesis sobre los diferentes escenarios económicos que se pueden dar hacia adelante.

Los **riesgos que plantea el programa**, acertadamente vale decir, los podríamos dividir en dos grandes grupos. Por un lado, tenemos **los factores de riesgo estrictamente económicos**, donde encontramos inflación con resistencia a la baja, debilidad de la recuperación económica, un frente externo más adverso y dificultades para cumplir con el programa fiscal. En el otro plano, **tenemos los factores de riesgo derivados de la política**, los que podrían gatillar una mayor salida de capitales, un aumento en la dolarización de portafolios y de ahorristas, y complicaciones con el cumplimiento de los servicios de la deuda producto de una menor tasa de roll over (refinanciación de capital e intereses).

¿Cómo se conjugan estos riesgos en las proyecciones, en el marco de un proceso de extrema incertidumbre electoral, donde el resultado, en términos de política económica a partir del 10 de diciembre, resulta tan binario? Las recientes revisiones en las variables económicas para el 2019 y el 2020, muy negativas, por cierto, esconden mucha información al respecto y despiertan también grandes interrogantes.

		Proyecciones año 2019							Proyecciones año 2020						
		Revisión SBA - FMI							Revisión SBA - FMI						
		jun-18	oct-18	dic-18	abr-19	jul-19	Var.	jul-19	jun-18	oct-18	dic-18	abr-19	jul-19	Var.	jul-19
		Org.	I	II	III	IV	Proy.	FOCUS	Org.	I	II	III	IV	Proy.	FOCUS
PBI	Var. % i.a.	1,5%	-1,7%	-1,7%	-1,2%	-1,3%	0,1%	-1,4%	2,5%	2,7%	2,7%	2,2%	1,1%	-1,1%	2,1%
Consumo Privado	Var. % i.a.	2,3%	-4,6%	-6,3%	-2,3%	-4,8%	-2,5%	-3,8%	2,5%	3,5%	6,5%	6,6%	1,3%	-5,3%	2,2%
Consumo Público	Var. % i.a.	-2,0%	-1,6%	-3,2%	-6,4%	-2,5%	3,9%	-2,5%	-1,6%	-2,1%	0,6%	1,7%	-1,6%	-3,3%	-0,4%
Inversión	Var. % i.a.	-2,1%	-9,5%	-9,6%	-14,5%	-17,5%	-3,0%	-11,0%	3,0%	18,5%	-0,4%	-6,9%	0,4%	7,3%	6,2%
Exportaciones	Var. % i.a.	6,8%	7,7%	12,7%	9,5%	9,5%	0,0%	8,5%	5,4%	3,3%	5,4%	3,5%	2,5%	-1,0%	4,6%
Importaciones	Var. % i.a.	1,6%	-7,6%	-9,8%	-8,3%	-14,2%	-5,9%	-9,7%	3,1%	14,1%	11,7%	9,3%	1,0%	-8,3%	6,2%
Cuenta Corriente	% PBI	-3,2%	-1,6%	-1,5%	-2,0%	-1,8%	0,2%	-2,0%	-2,7%	-2,4%	-2,4%	-2,5%	-1,6%	0,9%	-2,0%
Base Monetaria	Var. % i.a.	21,3%	13,5%	13,5%	6,8%	3,2%	-3,6%	7,4%	18,0%	23,5%	24,5%	27,2%	14,2%	-13,0%	24,2%
Tasa de interés	fin año	22,5%	32,0%	30,7%	41,0%	55,8%	14,8%	53,3%	15,8%	20,0%	21,4%	30,7%	38,0%	7,3%	34,4%
Inflación	fin año	17,0%	20,2%	20,2%	30,5%	40,2%	9,7%	39,9%	13,0%	13,0%	13,0%	21,2%	32,1%	10,9%	27,0%
Resultado Primario	SPN, % PBI	-1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,3%	0,3%		0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	
Resultado Financiero	SPN, % PBI	-3,7%	-3,9%	-3,2%	-2,5%	-3,2%	0,7%	-3,7%	-3,0%	-2,9%	-2,1%	-1,4%	-2,2%	0,8%	-2,8%
Deuda	SPN, % PBI	60,9%	72,2%	67,9%	75,9%	76,9%	1,0%	83,5%	57,4%	67,0%	64,5%	69,0%	70,1%	1,1%	82,9%

Para el 2019, donde todavía quedan seis largos meses por recorrer, las mayores correcciones están asociadas en cuanto a cómo se comportan los distintos componentes de la demanda. El crecimiento del PBI se mantiene estable en la zona de -1,3%, muy alineado al consenso de mercado (-1,4%), pero la demanda agregada caerá más de lo esperado en la última revisión. Menos consumo privado (-4,8%) y

menos inversión (-17,5%) son consecuencia del cimbronazo cambiario del primer trimestre del año, lo cuales serán compensados con un menor nivel de importaciones. Lo positivo, el ajuste externo este año será algo mayor, dejando un resultado de cuenta corriente sobre PBI de -1,8%, contra el -2% que se esperaba antes, contra el -5,2% del año 2018.

Las grandes correcciones para el año 2019 se encuentran en el frente monetario. En solo dos revisiones, la proyección de inflación se duplicó, pasando de 20% esperado en diciembre 2018 al 40,2% actual, reflejando los serios inconvenientes para modelar la economía argentina. La desestabilización cambiaria de marzo y abril sacó a la inflación del sendero trazado en el programa, y derivó en los cambios de política monetaria del 29 de abril. Post cimbronazo quedó una economía más inflacionaria, que tuvo que atenderse con mayor contracción monetaria vía menos base monetaria real y mayor tasa de interés.

Salvo algunas diferencias menores de forma, existe bastante consenso entre el Fondo y las consultoras acerca de lo que va a suceder con la economía este año, en plena batalla electoral. Las previsiones de recuperación se mantienen, con mayor contracción de la demanda doméstica y con mayor nominalidad. Las grandes discrepancias surgen respecto a lo que puede suceder hace el 2020. Tanto en lo referido a pronósticos del Fondo versus los de los analistas, así como también respecto a los propios pronósticos anteriores del Fondo.

Llamativamente, **la previsión de crecimiento para el 2020, que siempre estuvo entre 2,2% y 2,7% en cada revisión, bajó considerablemente al 1,1%. Técnicamente es crecimiento estadístico.** Dicha proyección se aleja significativamente del 2,1% que los análisis privados esperan. Esto se da con una significativa corrección del consumo privado donde se esperaba que crezca 6,6% y ahora solo 1,3%. La inversión se da vuelta, se esperaba -6,9% y ahora 0,4%, pero aún continua lejos de la proyección privada (6,2%). Exportaciones crecerán poco (2,5%) y menos que antes (3,5%). Y gran parte de la menor expansión de la demanda doméstica se reflejará en importaciones prácticamente estancadas (1%) cuando antes se esperaba que crezcan 9,3%.

En el frente monetario financiero se espera más inflación (32,1% antes 21,2%) producto de un sendero de desinflación mucho más pesimista, incluso de lo que esperan los privados (27%). Más inflación, requerirá más tasa de interés y, ahora también, mayor contracción monetaria real. Se esperaba que la base monetaria crezca el año que viene entre 25% y 30% en las últimas revisiones con 20% de inflación. Y ahora solo crecerá 14,2% con 32,1% de inflación. ¿Plan Sandleris 3.0 a partir de diciembre?

Mayor apretón monetario probablemente sea la respuesta a un tipo de cambio real más alto. Y esto lo podemos ver en que el ajuste externo será mayor, pasando de esperar un déficit de cuenta corriente sobre PBI de 2,5% a uno de 1,6% (0,9% de variación en la proyección). Y también lo observamos en que el peso de los intereses de la deuda pasa de 2,4% a 3,2% el año que viene.

En definitiva, nos espera tipo de cambio real más elevado, menor crecimiento, mayor ajuste externo y mayor dureza de la política monetaria. El escenario planteado en la última revisión es poco feliz.

Claramente el FMI está siendo muy cauteloso y preparándose para un contexto más adverso.

¿Qué están proyectando? ¿Están promediando escenarios en función de los dos posibles desenlaces de las elecciones? ¿O están proyectando un escenario de continuidad política con mayor ajuste en el primer año de un nuevo mandato, para seguir corrigiendo desequilibrios mientras se avanza en las reformas, para consolidar una fase de crecimiento sostenido?