



REPORTE ESPECIAL DEL 9 DE ABRIL DE  
2019

# Reporte del Staff del FMI

## 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)

Miguel Ángel Parrilla /  
[maparrilla@acmsa.com.ar](mailto:maparrilla@acmsa.com.ar)

### ACM-Análisis de Coyuntura Macroeconómica

Av. Roque Sáenz Peña 740 6 A - C1035AAP  
Buenos Aires, Argentina.  
Tel: (+54 11) 4328-9056/9086 / Fax: (+54 11)  
4322-9833 / [www.acmsa.com.ar](http://www.acmsa.com.ar)

Desde el punto de vista del desarrollo del programa, el resultado del informe ha sido positivo ya que dio por cumplidas las metas fijadas en el programa, lo cual permitió que el Directorio aprobara el 4to desembolso por un monto de U\$S10.800 mill., acumulando así US\$38.900 mill., equivalentes al 68,4% del apoyo financiero del programa.

Sin embargo, el frente inflacionario, objetivo principal del programa, mostró un deterioro muy considerable luego de dos meses consecutivos de inflación en descenso desde niveles exorbitantes (noviembre y diciembre). Sin embargo, como es público y notorio, esa tendencia fue quebrada por aumentos considerables en enero y febrero, lo cual se repetirá en marzo, y probablemente también en abril.

En dirección de reducir la volatilidad en el mercado cambiario y financiero local, el FMI institucionalizó las medidas adoptadas por el BCRA en el mes de febrero, lo que convierte en un objetivo de monitoreo del programa la consecución de un crecimiento cero de la base monetaria. En su tercera revisión, el Fondo impone los valores mensuales que deberá exhibir la base monetaria.

En cuanto a la sostenibilidad de la deuda argentina, el Organismo describe que, en porcentajes del PBI, la deuda del Gobierno Federal pasó del 58% en 2017 a 86% a finales del 2018. Indicando que más de dos tercios de este crecimiento se explica por la depreciación del peso y la caída del PBI.

Argentina enfrenta riesgos significativos, tales como la cantidad de financiamiento que requeriría en escenarios de stress, la gran cantidad de deuda que tiene en moneda extranjera, el hecho de que la consolidación fiscal necesaria es muy ambiciosa respecto a países en situaciones similares (la consolidación fiscal necesaria se encuentra dentro del top 5 de los programas que se han implementado en distintos países, dejando entrever la dureza del ajuste), y teniendo en cuenta que a todo esto, debe sumársele un proceso en el que debería recapitalizarse al BCRA.

## INDICE

### 2

#### POLÍTICA MONETARIA

Tal como es usual luego de cada misión de monitoreo, el staff del Organismo prepara un informe exhaustivo respecto de la situación macro del país visitado, con el fin de informar al Directorio, quien es el órgano que toma las decisiones finales respecto de la marcha de un programa.

9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

## REPORTE DEL STAFF DEL FMI

Tal como es usual luego de cada misión de monitoreo, el staff del Organismo prepara un informe exhaustivo respecto de la situación macro del país visitado, con el fin de informar al Directorio, quien es el órgano que toma las decisiones finales respecto de la marcha de un programa.

Desde el punto de vista del desarrollo del programa, el resultado del informe ha sido positivo ya que dio por cumplidas las metas fijadas en el programa, lo cual permitió que el Directorio aprobara el 4to desembolso por un monto de U\$S10.800 mill., acumulando así US\$38.900 mill., equivalentes al 68,4% del apoyo financiero del programa. Sin embargo, este hecho positivo ha sido más que compensado por los desvíos de la realidad respecto de lo previsto en las proyecciones anteriores, todas las cuales, con excepción de la de nivel de actividad, han mostrado un deterioro importante. Sobre todo en el frente fiscal, clave en términos de desempeño, e inflacionario, variable principal a la que apunta el programa con un abordaje extremadamente duro tanto desde lo fiscal como lo monetario. También por el lado de la dinámica de la deuda se observó un deterioro relevante, lo que combinado con el sesgo negativo de los riesgos por venir (sobre todo desde la política), ha tenido una repercusión no menor, reflejándose de manera negativa y notoria tanto en el nivel de riesgo país como del costo de seguros contra default. Este deterioro de los indicadores de confianza financiera se suma a los indicadores de sentimiento económico y político por parte de la población, que se movieron en igual sentido y muestran los valores más bajos desde hace mucho tiempo. Pasamos ahora a describir los puntos centrales de dicho reporte.

### ***Acontecimientos recientes***

El informe comienza notando que la economía argentina continúa en recesión aunque los últimos indicadores económicos disponibles comenzaron a reflejar modestas variaciones positivas. Sin embargo, el frente inflacionario, objetivo principal del programa, mostró un deterioro muy considerable luego de dos meses consecutivos de inflación en descenso desde niveles exorbitantes (noviembre y diciembre). Sin embargo, como es público y notorio, esa tendencia fue quebrada por aumentos considerables en enero y febrero, lo cual se repetirá en marzo, y probablemente también en abril. De este modo la inflación interanual continuó mostrando crecimientos mes a mes (5 meses consecutivos, desde una inflación interanual del 47,6% a una de 55,7%<sup>1</sup>). Este deterioro de los índices fue acompañado por un continuo deterioro de las expectativas futuras, como puede observarse en el Relevamiento de expectativas de Mercado llevado a cabo por el BCRA. Como nota al pie debe mencionarse que la primera proyección de inflación del FMI para el año 2019 fue del 17%, dato que fue corregido al alza estimando un valor de 20,2% tanto en el primer como en

<sup>1</sup> Con proyección IPC marzo y abril = 4%

9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

el segundo *Review*, mientras que en el actual informe corrigen esta proyección hacia un 30,2%, meta que continua luciendo optimista.

## Resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

	PIB	INFLACIÓN
		2019
2018 - Octubre	-1,0%	27,8%
2018 - Noviembre	-1,2%	27,5%
2018 - Diciembre	-1,2%	28,7%
2019 - Enero	-1,2%	29,0%
2019 - Febrero	-1,3%	31,9%
2019 - Marzo	-1,2%	36,0%

## Contexto financiero y monetario

En cuanto al mercado financiero local, se señala que durante enero se observó un mayor apetito de activos en pesos que dio pie a una fuerte suba del índice S&P Merval, acompañada por una marcada y sostenida baja en la tasa de interés de referencia a la vez que la moneda local se apreciaba hasta perforar la zona de no intervención, gatillando la subastas de divisas por orden del BCRA. Por su parte, el riesgo país y los contratos de seguros contra default bajaron alrededor de 100 puntos básicos cada uno de ellos, situación que le otorgó mejores perspectivas a la deuda local, y fue aprovechado por el tesoro para renovar su deuda y extender el plazo de la misma. Pero desde entonces, los malos datos inflacionarios, socioeconómicos y de pobreza que publicó el INDEC, han incidido negativamente en la confianza del mercado para con los activos argentinos. Esta situación borró buena parte de las ganancias obtenidas en el mes de enero, y condujo al BCRA a fortalecer, su ya dura, política monetaria.

	31/01/2019	
S&P Merval	36.039	
<i>Spreads Soberanos</i>		
EMBI+ (bp)	683	
5Y CDS (bp)	587	
Ratings	Internacional	Local
Moody's	B2	B2
S&Ps	B	B
Fitch	B	B

Sin embargo, desde enero en adelante el índice accionario revirtió casi la totalidad de la ganancia obtenida, a la vez que la tasa de referencia perdió todo el terreno ganado y más, mientras que el tipo de cambio comenzó a presentar un comportamiento muy volátil. En este sentido el dólar arrojó una variación de 11% en el mes de marzo, al pasar de \$38,99 a \$43,53. A mitad de camino de esta brusca devaluación, el tesoro hizo explícita su intención de vender en el mercado cambiario U\$S 9.600 millones. Esta intención fue plasmada en el Staff Report y del mismo se desprende que desde el 15 de abril, el BCRA comenzará a subastar por orden del Tesoro U\$S 60 millones diarios. Estas subastas continuaran hasta finales de noviembre y han sido preanunciadas y configuradas de manera tal de minimizar el impacto en la evolución del tipo de cambio. Además, establece

9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

que en el caso que el peso se encuentre por debajo de la Zona de No Intervención, los dólares del Tesoro serán vendidos directamente al BCRA al precio de referencia del día, y los pesos obtenidos por esta operación serán depositados directamente en el BCRA hasta que sea necesario su uso para propósitos fiscales.

En dirección de reducir la volatilidad en el mercado cambiario y financiero local, el FMI institucionalizó las medidas adoptadas por el BCRA en el mes de febrero, lo que convierte en un **objetivo de monitoreo del programa** la consecución de un crecimiento cero de la base monetaria. En su tercera revisión, el Fondo impone los valores mensuales que deberá exhibir la base monetaria. En este sentido, indica los siguientes valores

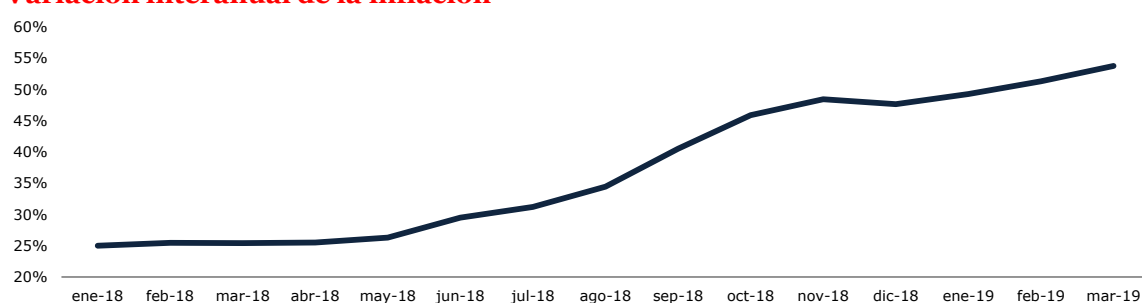
Operations of the Central Bank (monthly 2019) - IMF 3rd Review  
2019 - ARS billions

	Jan.	Feb.	Mar.	Apr.	May.	Jun.	Jul.	Aug.	Sep.	Oct.	Nov.	Dec.
Monetary base	1.353	1.403	1.308	1.341	1.323	1.351	1.316	1.331	1.327	1.312	1.321	1.474

A su vez, el BCRA decidió incrementar tanto el piso como el techo de las bandas de no intervención a un ritmo menor al que lo venía haciendo, pasando de variaciones mensuales del 2% a variaciones de 1,75% para el mes de marzo y abril.

La dureza en la política monetaria del BCRA es avalada por el FMI y coinciden en que reducir la inflación va a ser un proceso prolongado, en el que se requerirá tanto de una política monetaria como fiscal muy fuerte hasta que se logren anclar las expectativas inflacionarias.

## Variación interanual de la inflación



Dentro de las metas que el FMI le impuso al gobierno, la modificación de la carta orgánica del BCRA es seguida con detenimiento, de manera tal, que éste quede imposibilitado de financiar al tesoro de forma directa.

## Política Fiscal

Las expectativas del Staff Report para el 2019 fueron revisadas a la baja luego de conocerse los desalentadores datos de la recaudación del primer trimestre del año, tornando optimista las estimaciones previas. Esta baja fue del 1,7% del PBI, lo que representa unos \$118.700 millones menos que

9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

lo esperado a fin del año pasado. Asimismo, creen que esta merma sería compensada por una combinación de una mayor inflación, mayor crecimiento y reducciones discretionales en el gasto. Por un lado, una mayor proyección de la inflación significaría una licuación de una parte de los gastos previstos en jubilaciones, pensiones y subsidios sociales como porcentajes del PBI (0,75%). La merma en la recaudación tendrá como consecuencia un menor porcentaje de transferencias a provincias por coparticipación (0,3%). Un monto similar se estima se reducirán los subsidios económicos, sobre todo los que se pagan a los productores de gas por la modificación establecida en el mecanismo de pricing de compras de gas para generación eléctrica (subastas por parte de Cammesa), más aumentos planeados en las tarifas. Por último, quedaría por reducir un 0,4% del producto en otros gastos, especialmente en gastos de capital para llegar a cumplir con la meta de déficit cero.

Pensando a futuro, el FMI propone algunas medidas alternativas para acercarse a esta meta fiscal. Entre las más importantes está reducir aún más los subsidios y eliminar las exenciones tributarias, como aumentar las alícuotas diferenciales de IVA de algunos bienes que se les aplica el 10,5% en vez del 21%. Por otro lado, plantea emprender un estudio para

identificar a aquellos contribuyentes que están registrados de manera incorrecta como monotributistas.

Alternativas poco viables a priori, teniendo en cuenta que nos encontramos en un año electoral y que algunas de estas iniciativas ya han sido propuestas y rechazadas en el congreso en años previos.

Balance del gobierno (% PBI)				
	2018		2019	
	Actual	Presupuesto	2da revisión	Última revisión
<b>Recaudación total</b>	<b>25.3</b>	<b>28.3</b>	<b>28.1</b>	<b>26.4</b>
<b>Impuestos</b>	<b>17.2</b>	<b>19.7</b>	<b>19.8</b>	<b>18.2</b>
IVA (neto de devoluciones)	7.3	7.8	7.6	7.4
Derechos de expo	0.8	2.4	2.5	1.7
Derechos de impo	0.7	1.0	0.8	0.7
Seguridad social	6.2	6.6	6.3	6.0
<b>Ingresos No tributarios</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>
<b>Gasto primario</b>	<b>27.9</b>	<b>28.3</b>	<b>28.1</b>	<b>26.4</b>
Federal	19.4	19.5	19.4	18.0
Salarios	3.4	3.6	3.6	3.3
Bienes y servicios	1.0	0.9	0.8	0.8
Pensiones	8.9	9.7	9.6	9.2
Gastos sociales	1.3	1.3	1.3	1.4
Otras asist. Sociales	1.3	1.3	1.3	0.8
Subsidios	1.9	1.6	0.9	0.8
Capital	0.4	0.3	0.3	0.2
Other	0.4	0.3	0.3	0.2
<b>Transferencias a provincias</b>	<b>8.5</b>	<b>8.8</b>	<b>8.8</b>	<b>8.4</b>
Automatic	7.4	8.1	8.1	7.8
Discrecionales	1.1	0.7	0.7	0.6
PBI (en miles de mill.)	14.567	18.415	18532	20.175

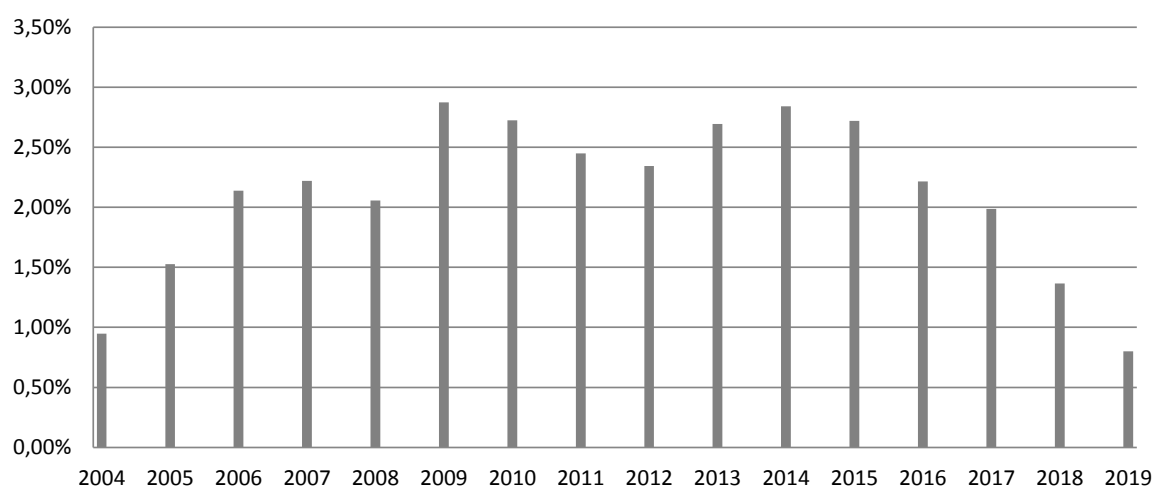
En esta línea, las expectativas del mercado sobre el cumplimiento del equilibrio fiscal para este año se vienen deteriorando. Según el último relevamiento del BCRA el déficit fiscal esperado para fin de año es de \$80.000 millones frente a los \$5.600 millones de principio de año.

A nuestro juicio, nos llama la atención algunas de las variaciones que se incluyeron en esta revisión, sobre todo por el lado del gasto. En primer lugar, y en línea con nuestras NdO anteriores, la recaudación de derechos

9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

de exportaciones tuvo una caída muy importante en esta última revisión, bajando de 2,5% a 1,7% del PBI (en el presupuesto se estima un 2,4%), reconociendo que las estimaciones previas eran demasiado optimistas. En segunda instancia, vemos una inconsistencia en los derechos de importación, ya que la hoja de balance arroja una baja de 0,1%, al mismo tiempo que prevén un mayor crecimiento en lo que queda del año, lo cual debería redundar en un incremento de las importaciones, y por ende en una suba en la recaudación de los derechos, máxime en función de la evolución del tipo de cambio real. En cuanto a la baja del gasto de capital (de 0,9% a 0,8%), ya se encuentra en el nivel más bajo de los últimos 15 años, y a ello debería agregársele los recortes adicionales que deberían hacerse para alcanzar la meta de déficit cero.

### Gastos de capital (% del PBI)



En términos cualitativos, el staff del FMI señala que los poderes discrecionales del ejecutivo para modificar el presupuesto (los DNU) terminan socavando su credibilidad como herramienta de política fiscal. Al mismo tiempo que indica, las autoridades deberían adoptar un procedimiento formal y legal que requiera de la aprobación del congreso en caso de requerimientos de gastos adicionales. Esto ayudaría además, según la opinión de los técnicos del Organismo, a introducir una reserva contingente explícita en el presupuesto para absorber el impacto inesperado de shocks macroeconómicos externos. Esta recomendación sería deseable de implementar, pero no en un momento de tanta restricción fiscal, ya que ello tendría un impacto adicional en el nivel de actividad, lo cual podría a su turno, deteriorar la situación fiscal.

Por último en materia fiscal, el fondo hace una crítica de la reforma impositiva, señalando que "hay una sobre confianza en impuestos distorsivos (incluyendo las transacciones financieras y de exportación hasta al menos el 2020) y una necesidad de reducir en el futuro los impuestos laborales y de inversión". Y que, "dada la situación fiscal, la reforma debería, al menos, ser neutral a los ingresos con reducciones en los

9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

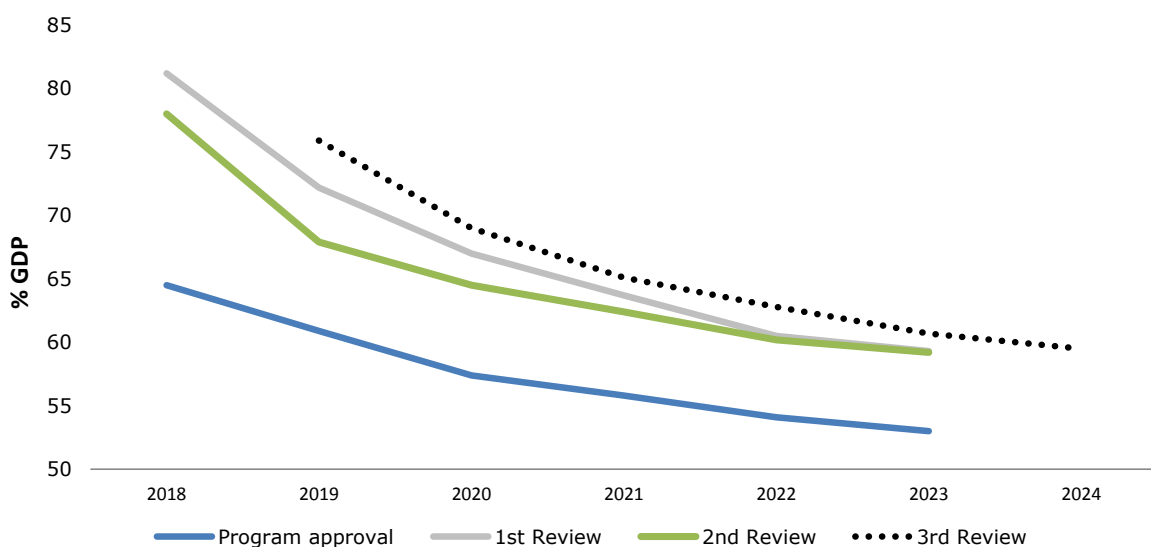
impuestos compensadas por una cobertura más amplia del impuesto a la renta personal (actualmente pagada por el decil más alto de los asalariados contribuyentes)".

## **Sustentabilidad de la deuda.**

En cuanto al análisis que realiza el FMI sobre la sostenibilidad de la deuda argentina, el Organismo describe que, en porcentajes del PBI, la deuda del Gobierno Federal pasó del 58% en 2017 a 86% a finales del 2018. Indicando que más de dos tercios de este crecimiento se explica por la depreciación del peso (al pasar de \$18,8 a \$37,8) y la caída del PBI. En cuanto a la composición de la deuda en moneda extranjera, la misma pasó de representar un 68% a un 78% a finales del 2018, explicada por la colocación de U\$S 9.000 mill. en bonos a comienzos de ese año y por los U\$S 28.000 millones que desembolsó el FMI. Respecto al *maturity* de la deuda pública, se mantuvo en 9.0 años; mientras que si se observa únicamente la deuda en manos privadas, la *maturity* es mayor, 12.9 años.

Teniendo en cuenta los datos mencionados en el párrafo anterior, el Fondo indica en su *Baseline Scenario* que la deuda debería disminuir hasta alrededor del 76% del PBI en el 2019, como resultado de una apreciación cambiaria y un crecimiento un tanto menos negativo al que se esperaba en el segundo *Staff Report*. Sin perjuicio de esto, debe notarse que la dinámica de la deuda muestra un deterioro respecto los ejercicios realizados con anterioridad, en particular, respecto a cuando se acordó el programa.

### **Argentina Public Sector Debt Sustainability Analysis** **Debt Projections in percent of GDP**



Los supuestos que se utilizaron para este escenario son una caída de 1.2% del PBI (vs -1.7% del 2nd Review), y una inflación del 30,9% (vs 20,2% del

9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

*2nd Review*). Un déficit primario cero. Una apreciación real del tipo de cambio de 5.8 puntos porcentuales. Un continuo *rollover* de financiamiento intra-sector público, tanto del capital como de los intereses y no emisión de deuda en mercados financieros internacionales hasta el 2020. Si se considera que hasta el momento el tipo de cambio, lejos de apreciarse en términos reales se depreció alrededor de 5%, y que los riesgos mencionados, en caso de concretarse profundizarían esa tendencia, podemos afirmar que la proyección es optimista. Lo mismo pensamos en términos de la evolución del nivel de actividad. Al mismo tiempo, el rollover de la deuda doméstica hace menos necesaria la venta de divisas para cubrir gastos en pesos, ya que estos estarían más financiados por la mayor colocación de deuda doméstica en pesos.

Yendo específicamente al ejercicio, y partiendo del *Baseline Scenario*, el FMI realiza un ejercicio estándar en el que se prueba que pasaría si la economía argentina se enfrentara a algún shock o alguna situación de stress financiero. En este sentido el estudio resuelve que unas de las mayores vulnerabilidades de solvencia a las que se enfrentaría Argentina, dado el alto nivel de endeudamiento en moneda extranjera, sería un shock en el tipo de cambio. La deuda también es vulnerable a un crecimiento menor al proyectado y la consolidación es crítica para estabilizar el nivel de deuda. Mientras que un shock Macro-Fiscal combinado podría llegar a causar un crecimiento de la deuda hasta alcanzar el 150% del PBI, e indica que de suceder ese escenario, podría no ser posible conseguir financiamiento en el mercado financiero internacional, al menos en términos favorables.

Para resumir, el Staff del FMI dice que la deuda es sostenible, *pero no con alta probabilidad* y todavía menos probabilidad que en las revisiones anteriores. Argentina enfrenta riesgos significativos, tales como la cantidad de financiamiento que requeriría en escenarios de *stress*, la gran cantidad de deuda que tiene en moneda extranjera, el hecho de que la consolidación fiscal necesaria es muy ambiciosa respecto a países en situaciones similares (la consolidación fiscal necesaria se encuentra dentro del top 5 de los programas que se han implementado en distintos países, dejando entrever la dureza del ajuste), y teniendo en cuenta que a todo esto, debe sumársele un proceso en el que debería recapitalizarse al BCRA.

Estos riesgos se han incrementado con el correr de los meses, y así lo deja ver el FMI en sus gráficos de riesgo de la deuda<sup>2</sup>

2

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.

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.

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.



9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

1er y 2do *Staff Report* exhibían el siguiente cuadro

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

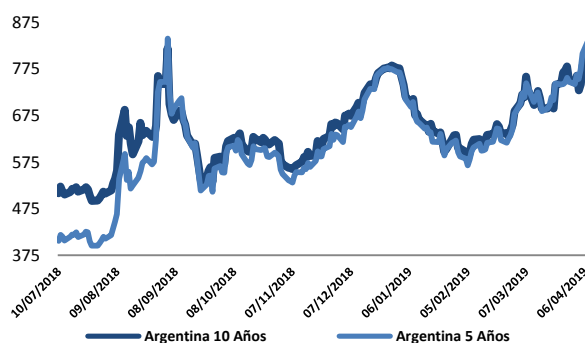
En la fila Nivel de deuda, el color rojo indica que ante un shock en alguna de esas variables, el nivel de la deuda superaría el 70% del PBI, mientras que el color amarillo en la fila Necesidades Brutas de Financiamiento indica que ante algún shock específico la proporción de financiamiento necesaria supera el 15% como porcentaje del PBI. Por último, la fila Perfil de la Deuda es resaltada en roja, en caso de que se superen los valores máximos de referencia de una serie de indicadores, tales como Riesgo País, Deuda en manos de No Residentes y Deuda en moneda extranjera.

Todos estos indicadores fueron revisados en el reciente informe del FMI y se verifica un deterioro en 4 ítems y únicamente una mejora en el cambio de la composición de la deuda de corto plazo. Mejora que evidencia la contradicción entre la venta de dólares del Tesoro y la necesidad actual de pesos para afrontar pagos en moneda nacional.

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

Por último, desde que el FMI redactó el informe hasta el día de hoy las condiciones del mercado financiero local han desmejorado, como pudo observarse en la evolución reciente de los indicadores de riesgo más conocidos, lo que complejiza las posibilidades de financiamiento del sector privado en el corto plazo.

**Argentina Credit Default Swaps index**



**EMBI+ Argentina**



9 de Abril de 2019. **Reporte del Staff del FMI.**

En síntesis, a pesar del gran esfuerzo en términos de financiamiento, e incluso el adelantamiento de los desembolsos, el programa del FMI está fallando en dos elementos centrales, como es en la convergencia inflacionaria a niveles más normales y en pavimentar el camino para recuperar el acceso a los mercados voluntarios de deuda. Por otra parte, el sello fondomonetarista del programa, que ha sido profundizado sobre todo por el BCRA implica un riesgo de mayor deterioro del nivel de actividad, incrementando al mismo tiempo el riesgo político que menciona el FMI, que sin nombrarlo, se refiere a un crecimiento de las chances de CFK en la etapa preelectoral que se avecina. Al mismo tiempo, la dureza fiscal que se redobla para poder cumplir con la meta de déficit fiscal primario cero, quita margen de maniobra al gobierno para introducir medidas tendientes a fomentar el consumo doméstico. La tendencia de un deterioro continuo revisión tras revisión se asemeja lamentablemente a otras experiencias de programas financiados por el FMI.