



ANALISIS DEL ACUERDO DE LA ALIANZA CAMBIEMOS CON EL FMI¹

CIFRA

Centro de Investigación y Formación de la República Argentina

Julio de 2018

¹ Este informe fue realizado por Pablo Manzanelli y María José Castells; quienes agradecen los comentarios de Mariana González y Mariano Barrera a una versión preliminar del mismo.

Análisis del acuerdo de la Alianza Cambiemos con el FMI

1. Presentación: síntesis y principales conclusiones

El pedido de salvataje al FMI es un **manotazo de ahogado** de la Alianza Cambiemos en el marco de la **corrida cambiaria** que irrumpió a mediados de abril de 2018. Se trató de una corrida que se desarrolló sobre la base de factores externos (la esperable suba de la tasa de interés en Estados Unidos) que actuaron por intermedio de factores internos, los cuales se asocian con las características del modelo de valorización financiera que instauró Cambiemos y las inconsistencias de su programa económico.

Es decir, la incubación de una burbuja financiera sobre la base de las altas tasas de interés de las Lebac respecto a la variación del tipo de cambio, garantizaba altos rendimientos en dólares de las colocaciones, máxime en un contexto de liberalización del mercado financiero y de cambios. De allí que el intento del gobierno de reducir la tasa de interés a principios de este año constituyó un punto de inflexión en el modelo de valorización financiera ya que, por primera vez, se redujo la tasa de interés al mismo tiempo que subió el tipo de cambio, lo que tendió a estrangular los rendimientos en dólares de las Lebac, cosa que se agravó dada las circunstancias internacionales.

El gobierno fundamenta que la vuelta al FMI es por el exceso del gasto público que heredó del kirchnerismo, lo cual no sólo desconoce la variable independiente de los problemas económicos domésticos -esto es: la escasez de divisas, agravado durante el gobierno de Cambiemos por la apertura comercial, la desregulación del mercado de cambios y del movimiento de capitales- sino que también omite el hecho de que bajo el gobierno de Macri se incrementó el déficit fiscal como consecuencia de la reducción de impuestos a sectores de altos ingresos (las retenciones a las exportaciones fueron su mayor exponente pero no el único) y el aumento del pago de intereses de la creciente deuda pública.

Bajo estas circunstancias, cabe señalar que **el monto del acuerdo adquiere relevancia en términos históricos**. No solo el primer desembolso efectuado en junio (15.000 millones de dólares) **fue el más importante de la historia entre el FMI y la Argentina**, incluso superior al de la gran crisis de 2001, sino que **el acuerdo total equivale a casi el 80% del total de los préstamos del FMI a la Argentina** en las últimas cuatro décadas. De esta manera, el gobierno de Macri sigue acumulando récords históricos en materia de endeudamiento externo, tal como lo hizo en 2016 y 2017, solo que ahora bajo la tutela del prestamista de "última instancia", el FMI, con sus derivaciones en términos de las condicionalidades de la política económica doméstica.

Tanto las metas establecidas en el acuerdo como el enfoque subyacente ponen en evidencia que **nada cambió en el FMI** pese a los intentos de maquillarlo con las medidas sociales focalizadas a los sectores más vulnerables y a la "igualdad de oportunidades para las mujeres".

En primer lugar, el acuerdo Stand by establece los **parámetros habituales**: fija metas de ajuste fiscal, de activos y reservas del Banco Central, metas de inflación, y las acciones fiscales, monetarias y cambiarias que deberán implementarse para alcanzarlas.

Al respecto, resulta interesante destacar, por un lado, **que para el FMI las metas fiscales establecidas por el gobierno son audaces y ambiciosas** -o, dicho de otra manera, de escasa probabilidad de cumplimiento en 2019-; por el otro, que **el gobierno se comprometió en el acuerdo a descargar el 30% del ajuste en el achicamiento de las transferencias a las provincias y a postergar la reducción de ingresos fiscales**, como es el caso de las **retenciones** a las

exportaciones de soja. También se destacan las probables ventas de activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad, la reducción de la masa salarial del empleo público, el recorte en la inversión en infraestructura, etc. **De concretarse el ajuste en los términos del acuerdo al cabo de dos años casi se extinguirían las transferencias a las provincias (recorte de 75%), se reduciría la tercera parte de los subsidios y del gasto de capital, la masa salarial del empleo público caería en alrededor del 10%, y las compras estatales en el 20%. Se trataría, por consiguiente, de un “mega ajuste” en el gasto público equivalente a casi el 14% del mismo.**

En segundo lugar, **el enfoque subyacente del programa y los pronósticos es el tradicional del FMI**, que parte del supuesto de que los desequilibrios emanan de la sobreexpansión de la demanda por efecto, principalmente, de la elevación del gasto público. Consideran a la devaluación como expansiva por el aumento de la competitividad de las exportaciones, sin considerar las especificidades de las economías subdesarrolladas como la de Argentina, que tienen una escasa o nula capacidad de respuesta de las exportaciones fabriles a la suba del tipo de cambio y que la “inflación cambiaria” erosiona el salario real y, consiguientemente, se produce un sobre ajuste en el consumo (caídas del consumo privado y el del público), lo cual extiende y agrava los períodos recesivos que se derivan de políticas de esta naturaleza.

Dados sus supuestos el **Staff del FMI considera que las consecuencias de la devaluación son transitorias y se revierten rápidamente a pesar del ajuste**. Si bien el FMI se destaca por errar en los pronósticos económicos cabe señalar que en el escenario base plantean un estancamiento de la economía en 2018 y una expansión de apenas el 1,5% en 2019, **pero aclaran que hay “riesgos importantes de sostenibilidad de la deuda”**. Ello, como consecuencia del elevado nivel de deuda externa y de la deuda del Banco Central, el alto déficit externo -todos ellos acumuladas o agravados en apenas dos años y medio de gestión de Cambiemos- y las necesidades de financiamiento del déficit fiscal en el marco de metas que el FMI no sólo considera ambiciosas sino que además pone en tela de juicio “la habilidad del gobierno para construir el apoyo para las posibles medidas que necesitan ser aprobadas por el Congreso”. Por ello elaboran también un “escenario adverso” con tasas de crecimiento más bajas (-1,3% en 2018 y 0% en 2019) y con superiores riesgos para la sostenibilidad de la deuda. **Si algo cambió en el FMI no es el marco teórico ni las políticas que propone sino, apenas, cubrirse de lo evidente.**

Es indiscutible que la resultante de un superior ajuste en el proceso económico no será otra que la de inducir una fase recesiva. De su magnitud y velocidad dependerá la magnitud de la recesión en el segundo semestre y la duración de la crisis económica, pero que seguramente se topará, como ya lo viene haciendo, con la resistencia de los sectores populares. El recurso del FMI es un intento del gobierno de imponer el ajuste como una obligación externa. El interrogante es si lo podrá hacer ante las actuales relaciones de fuerzas que no parecen desplazarse a su favor.

2. El monto del acuerdo en perspectiva histórica

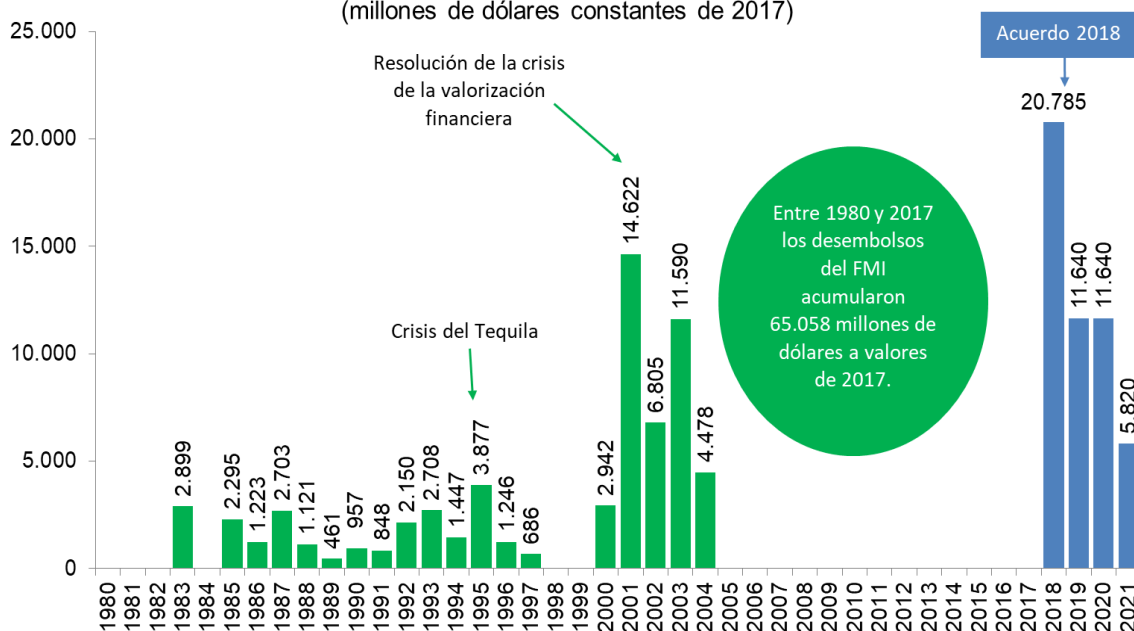
El FMI aprobó el 20 de junio de 2018 un acuerdo Stand by de tres años por 50.000 millones de dólares a favor de Argentina. El primer desembolso alcanzó 14.965 millones de dólares. El monto restante del acuerdo (alrededor de 35.000 millones) se desembolsará a partir de septiembre de este año y hasta mediados de 2021 (en torno a los 2.910 millones de dólares por trimestre) supeditado a exámenes trimestrales a cargo del del FMI.

Se trata de un acuerdo cuya magnitud adquiere relevancia en términos históricos. Para alcanzar una dimensión de tal magnitud cabe realizar una comparación entre los desembolsos efectivos que realizó el FMI desde 1980 y que constan en la Balanza de Pagos que elabora el INDEC valuados a dólares constantes de 2017 (Gráfico 1).

Al respecto, lo primero que cabe señalar es que, de concretarse los desembolsos por 50.000 millones de dólares, **el acuerdo actual equivaldría al 77% del total de los préstamos del FMI a la Argentina en las últimas cuatro décadas**. Esto surge de considerar que el total de los desembolsos efectivos entre 1980 y 2017 totalizaron 65.000 millones de dólares medidos a valores de 2017.

En segundo lugar, vale apuntar que el monto del préstamo previsto para este año (14.965 millones de dólares ya depositados, más los 5.820 millones de los desembolsos trimestrales de septiembre y diciembre) marcarían un **récord histórico en los desembolsos efectuados por el FMI a la Argentina**, incluso superior del que se realizó para resolver la crisis de fin de siglo.

Gráfico 1. Los desembolsos efectuados por el FMI a la Argentina entre 1980 y 2017 y el Acuerdo de la Alianza Cambiemos con el FMI en 2018 (millones de dólares constantes de 2017)



Fuente: Elaboración propia en base a información de la Balanza de Pagos del INDEC, OCDE (IPC USA) y Carta de intención y Memorándum de Políticas Económicas y Financieras del Ministerio de Hacienda y BCRA.

Se trata de una comparación temporal para nada menor ya que la Argentina ha recurrido en varias ocasiones al prestamista de “última instancia” en el marco de la valorización financiera. Tan es así que estuvo entre los cinco principales países que solicitaron préstamos durante los años ochenta y noventa: tres Stand by en el decenio de 1980, dos en la década de 1990 más dos arreglos en virtud de los Acuerdos de Facilidad Ampliada². Posteriormente, además del Stand by que se anticipó al fin del gobierno de De la Rúa en el marco de la implosión del régimen de convertibilidad, en 2003 se suscribió el último acuerdo Stand by hasta el presente en virtud de la resolución de la mencionada crisis y cuya cancelación constó en 2006.

Ciertamente, a lo largo de la conflictiva relación entre la Argentina y el FMI los acuerdos establecidos no siempre han coincidido, por diversas razones, con los desembolsos efectivos. A simple título ilustrativo cabe mencionar que el acuerdo en virtud del Acuerdo de Facilidad Ampliada de 1998 fue tratado como precautorio y no contó con ningún desembolso. Los acuerdos que se suscribieron en el año 2000 contaron con menos del 60% de los desembolsos dada la interrupción del programa en diciembre de 2001 en el marco de la cesación de pagos. Se trató, en este caso, del fracaso del denominado “blindaje financiero” a fines del año 2000 (si bien el total del blindaje

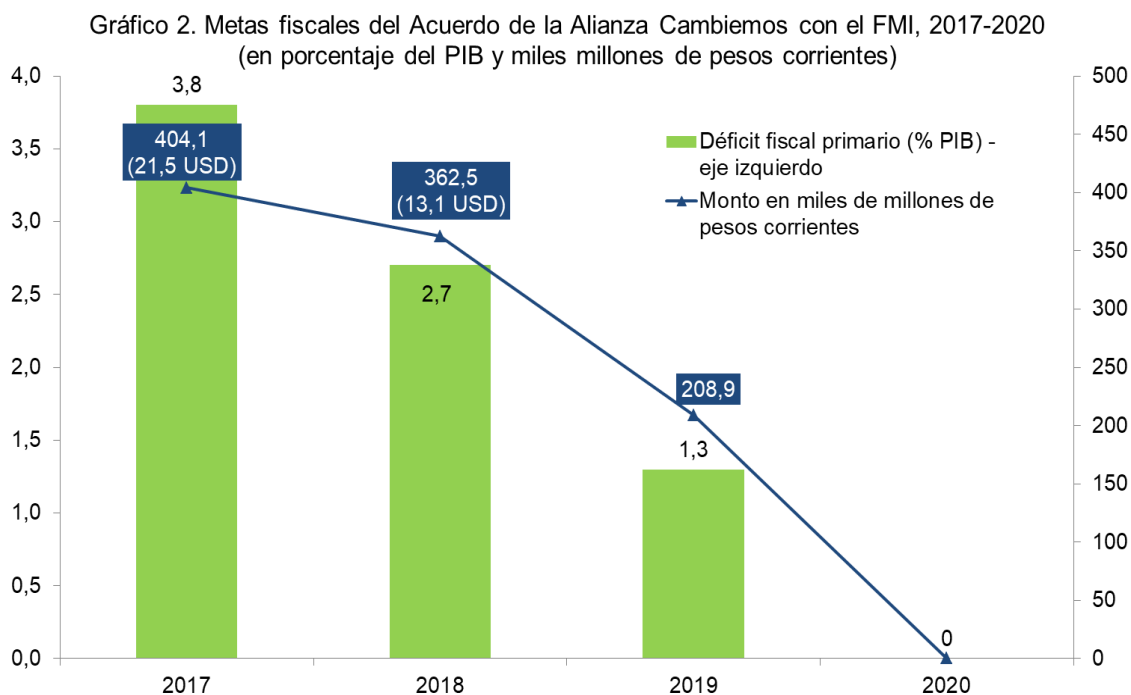
² En el informe del FMI constan los antecedentes de los acuerdos entre el organismo y la Argentina. Ver: FMI, “Request for Stand by arrangement- press release and Staff report”, Country Report No. 18/219, Julio 2018.

trepaba a 39.700 millones de dólares, el FMI aportó 13.700 de los cuales 6.700 era una ayuda comprometida con anterioridad) que derivó en el “megacanje” a mediados de 2001.

3. Las características del ajuste fiscal

Tanto en la “Carta de intención y Memorándum de Políticas Económicas y Financieras” (en adelante, la Carta de Intención) que envió el Ministerio de Hacienda y el Banco Central al FMI el 12 de junio de 2018 como -y con mayor detalle- en el recientemente difundido informe que elaboró el Staff del FMI en julio de 2018 (Country Report No. 18/219, en adelante el informe del FMI) sobre el acuerdo Stand by se pueden observar las principales características que tenderá a asumir el superior ajuste en el proceso económico que pondrá en marcha la Alianza Cambiemos. En primer lugar, cabe prestar atención a los objetivos fiscales del acuerdo.

Tal como se observa en el Gráfico 2, el acuerdo plantea una **reducción del déficit fiscal primario** del sector público nacional no financiero del 3,8% del PIB en 2017 a una meta de déficit cero en 2020, pasando por el 2,7% en 2018 y el 1,3% del PIB en 2019. Según el FMI “esto representa un compromiso audaz y ambicioso”.

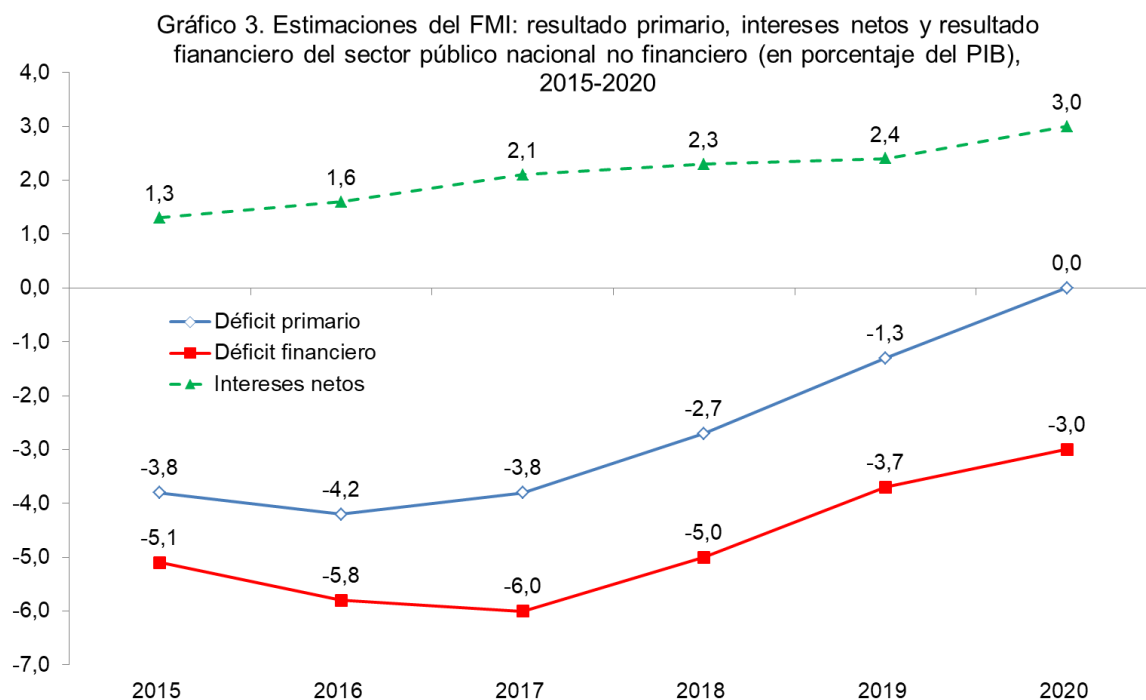


*La conversión a dólares se realizó al tipo de cambio del 29 de diciembre para 2017 (18,8) y al 18 de julio para 2018 (27,6).
Fuente: Elaboración propia en base a información del Ministerio de Hacienda y BCRA (Carta de intención y Memorándum de Políticas Económicas y Financieras) y del FMI (Country Report No. 18/219)

La Carta de Intención estipula que el déficit fiscal primario alcance a 362 mil millones de pesos en 2018, alrededor de 13.100 millones de dólares al tipo de cambio actual. Esto implicaría reducir el déficit en términos nominales en 41.600 millones de pesos en 2018. En términos reales podría alcanzar a 130.000 millones de pesos si la inflación se ubicara en 32% (meta límite superior de la inflación que consta en el acuerdo) y en dólares representa 8.400 millones. Para 2019 se prevé que la reducción del déficit trepe a 195.300 millones de pesos en términos nominales. Es decir, se espera que la reducción del déficit sea considerablemente superior en el año electoral.

De todos modos cabe remarcar que, como se indica en las proyecciones del FMI, alcanzar la meta de “déficit cero” no obsta a mantener altos niveles de déficit financiero por el constante incremento de los intereses de la deuda.

En el Gráfico 3 se muestra, según las estimaciones del Staff del organismo multilateral, la evolución del déficit primario, el financiero (que incluye los intereses de la deuda) y los intereses netos de la deuda pública y ANSES como porcentaje del PIB. Siguiendo a las mismas, el primer año del próximo gobierno tendrá que realizar un importante ajuste fiscal para cumplir con la meta de déficit primario cero, pero la “bola de nieve” de los intereses a pagar van a trepar al 3% del PIB, cuando en 2017 se habían ubicado en 2,1% y en 2015 en 1,3%. De allí que el déficit financiero estará en el orden del 3% del PIB y, por consiguiente, las necesidades de financiamiento externo para sustentarlo.



Fuente: Elaboración propia en base a información del FMI (Country Report No. 18/219)

El ajuste fiscal en el bienio 2018-2019 se sustentará en medidas que ya fueron puestas en marcha durante la administración de la Alianza Cambiemos y el compromiso de implementar nuevas medidas en el marco del contexto presupuestario de 2019. Cabe señalar que en el informe del FMI se plantea que son compromisos asumidos y no sugerencias del organismo.

Según las estimaciones del Fondo la cuantificación del aporte a la reducción del déficit fiscal por parte de las medidas comprometidas es superior a las metas fiscales propuestas por el gobierno. De hecho, la meta de reducción del déficit primario en 1,1 puntos porcentuales del PIB en 2018 (del 3,8% al 2,7% del PIB) y del 1,4 puntos en 2019 (del 2,7% al 1,3%) son inferiores a la adición del ahorro implícito en las medidas fiscales acordadas que alcanzan 1,7 puntos porcentuales en 2018 y 2,5 puntos en 2019 (ver Cuadro 1), aunque en este último caso se le suma el efecto de retrasar la implementación de reformas fiscales lo cual no incide en la reducción del déficit fiscal respecto a 2017 sino respecto al potencial de acuerdo a los compromisos asumidos por el gobierno, por ejemplo en lo que atañe a la reducción de las retenciones a las exportaciones.

En 2018 se estipula que la contracción del déficit esté **concentrada en la reducción del gasto público**. El 88,2% del monto involucrado en las medidas fiscales acordadas está basado en el recorte del gasto, siendo el 11,8% referido a la **venta de activos del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS)**.

Esta reducción del gasto se basa, principalmente, en el achicamiento de las transferencias tanto corrientes como discrecionales a las provincias (estimado en 0,5 puntos del PIB, cuando en 2017 el

total de las transferencias corrientes y de capital alcanzaron 1,6% del PIB), una superior reducción a los subsidios en energía y transporte y en el gasto de capital (cada uno proyectado en 0,3 puntos del PIB cuando en 2017 estas erogaciones representaban alrededor del 2% del PIB).

También es relevante la intención de reducir la masa salarial de los empleados públicos tanto por la vía de la caída del salario real como del achicamiento de la planta: se evalúa reducir este gasto en 0,2 puntos del PIB, lo cual no es desdeñable si se considera que su peso había alcanzado el 3,2% del PIB en 2017³. Por último, se plantea el descenso en las compras estatales y la eliminación de las transferencias orientadas a cubrir el déficit de las empresas públicas.

Durante 2019 se mantiene la preeminencia del ajuste en el gasto público como vía de reducción del déficit primario (64% del monto involucrado en ese año), aunque adquiere importancia también la **postergación de la reducción de ingresos fiscales** que estaban previstos por la reforma fiscal y la reducción de impuestos a sectores de altos ingresos que impulsó recientemente el propio gobierno de Cambiemos. Estos representarían el 20% del monto involucrado para 2019, aunque debe destacarse que ellos no reducen el déficit primario de 2017 sino que lo hacen respecto al déficit potencial tras los compromisos asumidos de reducción de impuestos. Es decir, no aumentan los recursos del gobierno sino que evitan empeorarlos.

Al respecto, está comprometido retrasar caídas de ingresos vinculados a la reforma tributaria (aportes patronales, deducción del impuesto a las transacciones financieras del impuesto a las ganancias, etc.) por 0,3 puntos del PIB, a la reducción de los derechos de exportación de soja por 0,1 puntos del PIB cuando en 2017 se recaudó por esta vía el 0,6% del PIB, y a gastos impositivos vinculados al impuesto a las ganancias (es decir, reducir deducciones y exenciones) por 0,1 puntos.

En cuanto al compromiso de la contracción del gasto público vale decir que si bien tiene una menor gravitación sobre la contribución a la reducción del déficit en 2019, el volumen de recursos que se va a reducir es prácticamente el mismo que en 2018 (0,1 puntos porcentuales superior). Se aumenta el descenso en las transferencias a provincias y subsidios, se mantiene la misma reducción en los gastos de capital (la cual se espera que se compense con los proyectos de asociación público-privados) y se reduce el ajuste salarial en el empleo público.

El otro componente del ajuste que incrementa su participación relativa para reducir el déficit fiscal es el que guarda relación con la liquidación del Fondo de Garantía y Sustentabilidad (FGS) de la ANSES (0,4 puntos del PIB en 2019, que equivale al 16% de los recursos involucrados en reducir el déficit primario). En dos años los fondos del FGS podrían caer en 5,3%.

En efecto, al cabo de dos años bajaría notablemente las transferencias corrientes y de capital a las provincias (75%), se reduciría la tercera parte de los subsidios y del gasto de capital, la masa salarial del empleo público caería 9,4%, y las compras estatales en el 20%. Se trata, por consiguiente, de un “mega ajuste” del gasto público, equivalente al 13,6% (Cuadro 1).

³ Tal como plantea el acuerdo y fue implementado por el gobierno, la reducción del empleo público se llevará a cabo en “áreas no prioritarias” y se congelan las contrataciones en la administración federal (excluidas las Universidades) en 2019 y 2020. Por otro lado, el gobierno se comprometió a limitar el crecimiento nominal de los salarios del sector público (incluidos los beneficios no salariales y otros pagos) a un promedio de 8% durante junio de 2018 y junio de 2019. Es de destacar que en el informe del FMI se advierte que “ya se ha firmado un acuerdo con el sindicato para este efecto”.

Cuadro 1. Aporte de las medidas fiscales comprometidas a la reducción del déficit fiscal según el Acuerdo de la Alianza Cambiemos con el FMI, 2018-2019
(en porcentajes)

Medidas fiscales	Situación 2017	Aportes a la reducción del déficit (FMI)				Situación hipotética post ajuste 2018-19	
		2018		2019		% PIB (4=1-2-3)	Var. %
	% PIB (1)	% PIB (2)	Distribución %	% PIB (3)	Distribución %		
Retraso reducción de ingresos fiscales (I)		0,0	0,0	0,5	20,0	.	.
Reforma tributaria	.	0,0	0,0	0,3	12,0	.	.
Derechos de exportación de productos de soja	0,6	0,0	0,0	0,1	4,0	0,5	-16,7
Gastos impositivos vinculados al impuesto a las ganancias de las sociedades	.	0,0	0,0	0,1	4,0	.	.
Reducción gasto público (II)	22,8	1,5	88,2	1,6	64,0	19,7	-13,6
Transferencias corrientes y discrecionales a las provincias	1,6*	0,5	29,4	0,7	28,0	0,4	-75,0
Subsidios de energía y transporte	2,1	0,3	17,6	0,4	16,0	1,4	-33,3
Gasto de capital	2,0	0,3	17,6	0,3	12,0	1,4	-30,0
Salario real y empleo públicos	3,2	0,2	11,8	0,1	4,0	2,9	-9,4
Gasto de bienes y servicios	1,0	0,1	5,9	0,1	4,0	0,8	-20,0
Transferencias a empresas estatales	0,1	0,1	5,9	0	0,0	0	-100,0
Ventas de activos (III)		0,2	11,8	0,4	16,0	.	.
Venta de tierras y amortización de activos de fondos de pensiones	11,4**	0,2	11,8	0,4	16,0	10,8	-5,3
Total (I+II+III)		1,7	100,0	2,5	100,0	.	.

*Transferencias corrientes y de capital a las provincias. **Valor total del FGS a diciembre de 2017

Fuente: Elaboración propia en base al FMI (Country Report No. 18/219) y el Ministerio de Hacienda.

La consecución de tales objetivos no solo resulta dificultosa en términos políticos sino también desde el punto de vista de la **reconfiguración de acuerdos preestablecidos** por el propio gobierno.

En este sentido, a la postergación de la reforma tributaria se le adiciona la reducción de los derechos de exportación de soja, que está estipulada en 0,5% mensual de la alícuota a partir de enero de 2018 y hasta diciembre de 2019. Aparentemente no está contemplado en el acuerdo que se postergue la reducción de la alícuota en lo que resta de 2018, aunque sí que se anule esa reducción en 2019, lo cual debería constar en el presupuesto. En el informe del FMI se plantea que se acordó el mantenimiento del promedio de la tasa de exportación de los productos de soja al 25,5%.

Un capítulo especial surge de la intención de acelerar la reducción de subsidios en energía y transporte. La devaluación reduce el precio interno en dólares del gas y los combustibles a menos que se aumenten todavía más las tarifas de servicios públicos. De no ocurrir esto último, aumenta la brecha entre el precio internacional y el local, lo cual debe ser subsidiado en el caso de la importación de gas y compensado en los combustibles para cumplir con los compromisos de precios

asumidos con la industria. No se trata de un aspecto menor en términos de los recursos involucrados.

En lo concerniente a la venta de activos del FGS vale decir que incluye pero no restringe su utilización a los pagos provenientes de la Ley de Reparación Histórica. Según la ANSES no hay fondos comprometidos del FGS para la “Reparación Histórica” hasta 2019 ya que el ingreso por el “Sinceramiento Fiscal” (blanqueo de capitales) cubriría los montos proyectados, razón por la cual se podrían desprender recursos para financiar la reducción del déficit. En 2019, en cambio, los pagos del FGS por Reparación Histórica alcanzarían a 6.767 millones de dólares⁴, lo cual supera el 0,4% del PIB que está estipulado en el acuerdo.

Dos últimos aspectos resultan interesantes para examinar los objetivos fiscales del gobierno en el marco del acuerdo. Por un lado, se establece un piso para el gasto de asistencia social de 1,3% del PIB, el mismo nivel que en 2017, pero dado que -como se explicita en el acuerdo- los ingresos reales tenderán a reducirse por la nueva fórmula de movilidad, contempla un aumento de la cantidad de beneficios. Además, este porcentaje podría crecer un 0,2% del PIB por año en programas altamente focalizados, tal como es habitual en las políticas neoliberales.

Por el otro, se establecen medidas de contingencia en el orden del 0,2% del PIB, que se asocian con reducciones en el gasto de capital y se utilizarían en caso de que el crecimiento del PIB fuera más débil de lo esperado o algún otro evento pusiera en riesgo el logro de la meta fiscal en 2018. Por otro lado, si los resultados económicos y fiscales evolucionan en una dirección más positiva que la esperada, el gobierno propone llevar a cabo una eliminación más anticipada de los impuestos a los sectores de altos ingresos.

4. Metas de inflación, política cambiaria y monetaria y el Banco Central

Uno de los puntos centrales del acuerdo tiene que ver con cumplir las metas de inflación, aspecto en la que el gobierno actual no se ha destacado. Las metas contemplan lo que en el programa se denomina el centro, es decir, la inflación promedio esperada, y dos bandas probables tanto de superación de la inflación centro (el límite superior de la meta) o de establecimiento de un nivel de precios inferior al del centro (límite inferior de la meta). Está claro que la atención se centra en el límite superior de las metas de inflación.

La inflación prevista para 2018 se ubica lejos del 15% establecido en el presupuesto, ya que la inflación objetivo se encuentra en el 27% (centro) pero puede alcanzar el 29% (banda interior del límite superior) o el 32% (banda exterior del límite superior). Si bien se trata de una meta más realista que la del presupuesto, lo cierto es que de acuerdo a los acontecimientos recientes puede ser superada incluso en su límite superior. Si ello ocurriera se establecen instancias de consulta con el FMI que pueden forzar cambios en las políticas.

Al respecto, cabe señalar que está previsto en el acuerdo que si la tasa de inflación interanual supera la banda de inflación interna (establecida en un máximo de 29% para 2018 y 19% para 2019), el gobierno debe realizar una consulta con el Staff del FMI sobre la política apropiada para estabilizar los precios. Si la tasa se excediera de la franja exterior (32% en 2018 y 21% en 2019), la Argentina deberá consultar al Directorio sobre las políticas que debería abordar en materia inflacionaria.

En lo que concierne a la **política cambiaria**, el Banco Central se compromete a mantener un tipo de cambio flotante, salvo que “disfunciones del mercado” remitan a la necesidad de realizar ventas en

⁴ ANSES, Informe “Presentaciones ante la Comisión Bicameral del Congreso y al Consejo del FGS”, abril de 2017.

moneda extranjera. En el informe del Fondo se sostiene que “se permitirá que la tasa de cambio se ajuste completamente a las condiciones reinantes en el mercado”.

El programa incluye, a su vez, un piso sobre el cambio en **las reservas internacionales netas** del Banco Central (que se miden en relación con el stock vigente al 4 de junio, que fue de 23.100 millones) de 5.500 millones de dólares en junio y que luego permanezcan en ese nivel hasta marzo de 2019. Como es sabido, de los casi 15.000 millones de dólares del primer desembolso la mitad se utilizaron para incrementar las reservas y la otra mitad como “apoyo presupuestario directo del FMI” o para vender al mercado a través de subastas preanunciadas que no hacen más que engrosar los balances de los bancos que participan en ellas. El piso de aumento de las reservas internacionales netas -siempre en comparación con el stock de junio de 2018- deberá aumentar a más de 7.500 millones de dólares en junio de 2019 y a más de 28.000 millones en junio de 2021. Lo cual restringe el margen de acción del gobierno considerablemente y obliga a reducir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y la fuga de capitales al exterior.

De esta manera las reservas internacionales netas alcanzarían a 29.700 millones de dólares en 2018, ascenderían a 33.400 millones en 2019 y finalizarían el programa con 54.600 millones de dólares de reservas netas en 2021.

El acuerdo incluye además la reducción en el stock de futuros no entregables de tipo de cambio (“dólar futuro”): desde 2.300 millones de dólares el 4 de junio de 2018 a 1.000 millones a fines de junio de 2019.

Cuadro 2. Metas de inflación e indicadores monetarios del Acuerdo de la Alianza Cambiemos con el FMI, 2017-2021
(en porcentajes y millones de dólares)

	2017	2018	2019	2020	2021
Metas de inflación (% interanual a diciembre de cada año)					
Banda exterior - Límite superior	.	32,0	21,0	16,0	11,0
Banda interior - Límite superior	.	29,0	19,0	15,0	10,0
Centro	.	27,0	17,0	13,0	9,0
Banda interior - Límite inferior	.	25,0	15,0	11,0	8,0
Banda exterior - Límite inferior	.	22,0	13,0	10,0	7,0
Indicadores monetarios					
Base monetaria (% interanual promedio)	21,8	25,9	21,3	18,0	14,5
Tasas de interés real (% interanual)	9,7	17,2	8,4	6,2	5,7
Stock LEBAC (% del PIB a diciembre)	8,9	5,5	3,4	.	.
Reservas internacionales brutas (mill. USD)	55.100	65.400	69.000	79.700	88.400
Reservas internacionales netas (mill. USD)	27.900	29.700	33.400	44.000	54.600

Fuente: Elaboración propia en base al FMI (Country Report No. 18/219)

Otro aspecto clave del programa consiste en la intención de **disminuir el stock de LEBAC** del 8,9% del PIB de 2017 (o, como dice el acuerdo, del 10% actual) hasta el 3,5% en mayo de 2021. Según consta en los ítems del programa debería alcanzar el 5,5% del PIB en diciembre de 2018 y el 3,4% del PIB en el mismo mes de 2019.

El Banco Central tenderá a disminuir su dependencia de la emisión de las LEBAC para disminuir la liquidez de los pesos debido a que el gobierno se compromete a pagar la deuda del Tesoro Nacional con el Banco Central -que contiene créditos a corto plazo y bonos del Tesoro no transferibles- por al menos 10.000 millones de dólares a fines de marzo de 2019 y por 25.000 millones a fines de mayo de 2021. Esta operación se financiará, según consta en el informe del FMI, mediante la emisión de valores denominados en pesos en el mercado local.

Además el Banco Central se compromete para fines de septiembre de 2019 -previo a las elecciones presidenciales- a limitar sus contrapartes para la venta de LEBAC, operaciones de mercado abierto y repos a bancos locales “para alentar la reintermediación a través del sistema bancario y mejorar el control del Banco Central sobre la liquidez en pesos”.

Un último aspecto que no debe soslayarse en esta síntesis del acuerdo es el compromiso de implementar una **Reforma de la Carta Orgánica del Banco Central**, cuyo Proyecto debería enviarse al Parlamento a fines de marzo de 2019. El gobierno se comprometió a que ese proyecto incluya los siguientes aspectos sobresalientes:

- Estabilidad de precios como el objetivo clave del Banco Central de la República Argentina.
- Prohibir el financiamiento del Banco Central por parte del gobierno.
- La formulación de la política monetaria es responsabilidad del Banco Central, incluida la facultad de establecer, en consulta con el Ministerio de Finanzas, los objetivos de inflación.
- Fortalecer las vías de rendición de cuentas del Banco Central al Congreso.
- Bases y procedimientos para la destitución de puestos ejecutivos.
- Restablecimiento de las normas internacionales de contabilidad.
- Aclarar el estado legal de las reservas de divisas oficiales del Banco Central, que sirven para implementar políticas cambiarias y monetarias.
- Establecer el nivel de capital adecuado y el proceso para la recapitalización automática.
- Fortalecer la autonomía del Banco Central.

5. Proyecciones y perspectivas económicas

La resultante de un superior ajuste en el proceso económico no será otra que la de inducir una fase recesiva. Esto no quiere decir que en los dos primeros años de la gestión de la Alianza Cambiemos no se haya producido un ajuste -que en los términos del propio gobierno fue de tipo “gradualista”- sino que éste no solo fue de menor grado al que deberán imponer en la actualidad para cumplir con el acuerdo sino que tendrá un alcance superior: de poner el énfasis del ajuste en lo monetario -y en menor medida en la esfera cambiaria y fiscal- ahora pasará a constituirse en un ajuste de carácter integral (con énfasis tanto en lo fiscal como en lo monetario y cambiario).

Es un interrogante, incluso para el Staff del FMI, si el gobierno carece (o no) de la capacidad política para implementar estas medidas. De su magnitud y velocidad dependerá la magnitud de la recesión en el segundo semestre y la duración de la crisis económica. Tanto el actual gobierno como el FMI se han destacado por errar sistemáticamente en los pronósticos económicos. Si bien en la actualidad parecen entusiasmarse con una recesión de corto plazo, lo cierto es que el FMI no solo es escéptico con “la habilidad del gobierno para construir el apoyo para las posibles medidas que

necesitan ser aprobadas por el Congreso" sino que, a su vez, se ha mostrado cauto en términos de las perspectivas económicas, e incluso ha puesto en duda la sostenibilidad del proceso⁵.

El modelo subyacente a las proyecciones del FMI sostiene que la devaluación tiende a corregir el déficit de la cuenta corriente y tiene efectos expansivos por el aumento de la competitividad de las exportaciones. El ajuste fiscal disminuye el "exceso" de demanda agregada, pero sus consecuencias son transitorias y se revierten rápidamente, principalmente por el aumento de las exportaciones⁶. A esto se suman, siempre desde la visión del FMI, la recuperación del sector agrícola luego de la sequía y la restauración esperada de la confianza del mercado. Esperan también que el traslado a precios de la devaluación se desacelere por la recesión.

Este modelo desconoce la experiencia acumulada de economías como la de Argentina donde los efectos recesivos e inflacionarios de políticas de esta naturaleza perduran por un mayor lapso temporal ya que la respuesta de las exportaciones industriales a la suba del tipo de cambio es escasa o nula. A su vez, la caída en el consumo privado -producto de la contracción del salario real- en un escenario de ajuste en el gasto público determina una caída en el conjunto de los componentes de la demanda agregada⁷. La inversión acota sus límites en este contexto. Ciertamente es posible que se reduzca el déficit externo pero no por efectos expansivos sino por la caída de la demanda agregada y el nivel de actividad que reducen la demanda de importaciones.

De allí que, tal como consta en el Cuadro 3, el escenario de base del programa elaborado por el Staff del FMI estipula prácticamente un estancamiento de la actividad en 2018 (0,4%, que es el peor escenario establecido en la Carta de Intención) y una leve expansión en 2019 (1,5%, que es menor a la que consta en la Carta de Intención, que es del 2%), con una reducción moderada del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

Esperan que la deuda llegue a su máximo en 2018 (64,5% del PIB) y disminuya a partir de entonces. En sus palabras: "el ajuste fiscal, la recuperación económica y las tasas de interés reales más bajas (a medida que se establece la credibilidad del Banco Central) funcionarán para ubicar la relación deuda pública/PIB en una trayectoria descendente desde 2019 en adelante". Sin embargo, luego alertan que hay "riesgos importantes para la sostenibilidad de la deuda" por efecto del elevado nivel de deuda externa y del Banco Central y el alto déficit externo -todas ellas acumuladas en apenas dos años y medio de gestión de Cambiemos- y las necesidades de financiamiento fiscal en el marco de metas fiscales que el Staff del FMI considera "ambiciosas". Por ello concluyen que "según la línea de base del programa, la deuda federal es sostenible, pero no con una alta probabilidad"⁸.

⁵ No está de más mencionar que en el informe de diciembre en el marco del Artículo IV el FMI sostuvo: "La economía está rebotando. El gobierno ha desarmado muchas distorsiones y ha hecho importantes progresos en restaurar la integridad y la transparencia en las operaciones del sector público. Esos cambios de política han puesto a la economía en un andar más sólido y han corregido varios de los desequilibrios macroeconómicos más urgentes. El país está experimentando una sólida recuperación, y aún cuando va a seguir el camino de la consolidación fiscal y de los esfuerzos por bajar la inflación, esperamos que el crecimiento aumente en los próximos años". En ese informe, hace pocos meses, el FMI pronosticaba un crecimiento de 2,5% para 2018 y 2,8% para 2019.

⁶ De hecho, esperan que las ventas externas aumenten 5,6% en 2018 pese a la sequía (lo que llevaría a las exportaciones desde los 58.400 millones de dólares en 2017 a 66.400 millones en 2018), y se expandan al 6,8% en 2019 (hasta los 71.600 millones de dólares equivalente al promedio de 2009-2014).

⁷ el FMI subestima la contracción del consumo privado en 2018, -0,6%, y sobreestima la reactivación del mismo en 2019, 2,3%

⁸ FMI, "Request for Stand by arrangement- press release and Staff report", Country Report No. 18/219, Julio 2018, págs. 21 y 25.

Cuadro 3. Proyecciones macroeconómicas del Staff del FMI: línea de base y escenarios adversos, 2017-2019
(en porcentaje)

	2017	2018	2019
Línea base del Programa			
PIB (variación i.a.)	2,9	0,4	1,5
Déficit de cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-3,6	-3,2
Déficit fiscal primario (% PIB)	-3,8	-2,7	-1,3
Deuda pública total (% PIB)	57,1	64,5	60,9
Escenario adverso			
PIB (variación i.a.)	2,9	-1,3	0,0
Déficit de cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-3,0	-1,2
Déficit fiscal primario (% PIB)	-3,8	-2,0	-0,9
Deuda pública total (% PIB)	56,8	68,6	65,4

Fuente: Elaboración propia en base al FMI (Country Report No. 18/219)

Es en base a estos riesgos inherentes del programa que el Staff del FMI elaboró un “escenario adverso” fundamentado en un menor ritmo de restablecimiento de la confianza del mercado, especialmente por el hecho de probables restricciones para el acceso al financiamiento en el marco del endurecimiento de las condiciones financieras mundiales. En este caso, es un interrogante explícito en el acuerdo que los “mercados” pueden utilizar el programa del Fondo como una oportunidad para desprenderse de los activos argentinos (es decir, el salvataje solo va a financiar la fuga de capitales al exterior), lo cual inevitablemente desembocaría en una devaluación significativa, tasas de interés reales mucho más altas y tasas de crecimiento más bajas (-1,3% en 2018 y 0% en 2019, con una corrección superior del déficit de cuenta corriente). Este escenario, insisten, aumentaría los riesgos para la sostenibilidad de la deuda. Si algo cambió en el FMI no es el marco teórico ni las políticas que propone sino, apenas, cubrirse de lo evidente.