

Los desafíos macroeconómicos tras el acuerdo con el FMI

Martín Rapetti

En 2018, la economía argentina habrá concluido otra década perdida: el PIB per cápita a fines de este año será muy similar al que teníamos antes de que se iniciara la crisis financiera internacional en septiembre de 2008. La contracción económica en curso se disparó a partir del “frenazo” del ingreso de capitales en mayo de este año. Si bien este respondió principalmente a factores externos, se manifestó con particular intensidad en países con mayor necesidad de financiamiento externo como el nuestro. La retracción del financiamiento se reflejó en una rápida y fuerte suba del tipo de cambio, que llevó al gobierno a negociar un acuerdo stand-by con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para evitar un *overshooting* cambiario y una potencial escalada de la crisis.

A partir del acuerdo con el FMI, el gobierno consiguió un volumen significativo de fondos a cambio de reformular su estrategia de política macroeconómica. Los ejes centrales de la nueva estrategia pasan por: (i) acelerar el ritmo de corrección del déficit fiscal, (ii) fortalecer la hoja de balance del Banco Central y el régimen de metas de inflación, y (iii) dejar flotar al tipo de cambio, aunque reteniendo alguna capacidad de intervención.

Este conjunto de medidas y la disponibilidad de financiamiento a bajo costo no dispararán en el corto plazo el impacto del reciente cimbronazo cambiario. La retracción del financiamiento externo obligará a corregir el elevado déficit de cuenta corriente, que amenazaba con sobrepasar el 5% del PIB en 2018. La corrección involucrará

una caída del gasto agregado público y privado y, en consecuencia, una contracción en la actividad económica. El mecanismo principal será la aceleración de la inflación, la cual contraerá el poder adquisitivo de los ingresos privados, el consumo y la inversión.

La fase recesiva en la que nos sumergimos es una más de un prolongado ciclo de *stop-and-go* en el que se encuentra atrapada la economía argentina desde 2011. Las fases expansivas del ciclo ocurrieron en 2011, 2013, 2015, 2017 —coincidiendo con los años electorales— y las recesivas en 2012, 2014, 2016 y, probablemente, 2018. Esta dinámica de crecimiento interrumpido es el síntoma de un desequilibrio persistente entre, por un lado, un alto nivel de gasto público y consumo privado y, por el otro, una limitada capacidad productiva de los sectores transables de la economía. En esta situación, cada intento por expandir el gasto deriva en un faltante de dólares que conduce a una crisis cambiaria que interrumpe el crecimiento.

Dejar atrás este ciclo y colocar a la economía en un sendero de crecimiento sostenido requiere potenciar a las actividades transables y así aumentar las exportaciones y la producción que compite con importaciones. Esto demandará mantener al tipo de cambio real en valores, al menos, como el actual y diseñar políticas específicas de estímulo a sectores transables primarios, industriales y de servicios. Será necesario también corregir el sobredimensionamiento del gasto público y el déficit fiscal. Para que estas correcciones sean moralmente justas y social y políticamente sostenibles, es indispensable proteger a los sectores más vulnerables de la sociedad.

RESUMEN EJECUTIVO

Cuando cierre 2018, la economía argentina habrá terminado de transitar una década perdida. El PIB per cápita a fines de este año será muy similar al que teníamos antes de que la crisis financiera norteamericana se extendiera a escala global y golpeará nuestra puerta en septiembre de 2008¹. La economía ha ingresado recientemente a una nueva fase recesiva. El brusco “frenazo” de la entrada de capitales propició una fuerte depreciación del peso y llevó a las autoridades a gestionar un acuerdo de asistencia financiera con el Fondo Monetario Internacional (FMI) que fue puesto en marcha hace pocas semanas. La depreciación cambiaria está impactando sobre los precios domésticos. La aceleración de la inflación inducirá una caída en el poder de compra de los ingresos y contraerá el gasto de consumo e inversión. Mayor inflación y menor nivel de actividad convivirán en lo que resta de 2018.

En este nuevo contexto -que tomó por sorpresa a la opinión pública y ha claramente afectado el humor social y el tablero político-, surgen los interrogantes sobre las razones que nos condujeron a este desenlace y sobre el devenir de nuestra economía en el corto y mediano plazo. En línea con un patrón histórico que se observa desde al menos la segunda posguerra mundial, los desequilibrios fiscal y de balanza de pagos ocupan el centro de la escena. El crecimiento sostenido del gasto público y privado desde 2010 ha derivado en una configuración de déficits gemelos —fiscal y de cuenta corriente— que impide a la economía expandirse en forma sostenida sin chocar contra un faltante de divisas. El cimbronazo de mayo de este 2018 no es más que el síntoma de este problema.

Este documento busca aportar elementos analíticos y empíricos para entender si la crisis cambiaria reciente ha sido el episodio completo del frenazo de la entrada de capitales a nuestra economía o sólo un capítulo de él. Para ello, el análisis empieza por identificar los factores que influyeron en la reciente reversión de capitales que afectó a la economía argentina. Luego, detalla los lineamientos principales del acuerdo *standy-by* con el FMI, repasando los objetivos y las acciones de política suscritos por el gobierno. A continuación, analiza los posibles impactos del episodio de reversión de capitales en el corto plazo: aceleración inflacionaria, caída de la demanda interna y contracción de la actividad. La siguiente sección describe las fuentes de desequilibrio detrás de la dinámica de *stop-and-go* que ha caracterizado el comportamiento de la economía desde 2012 hasta la actualidad y analiza la factibilidad de corregirlas. Finalmente, la última sección ofrece un conjunto de recomendaciones

sobre lineamientos de política económica que podrían facilitar la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y devolver la economía a un sendero de crecimiento sostenido.

¿Cómo llegamos al FMI?

El FMI es una institución creada para asistir a los países miembro que enfrentan problemas de balanza de pagos. En esta clase de situaciones existe típicamente un exceso de demanda de moneda extranjera en el mercado cambiario —una falta de dólares— que presiona al tipo de cambio al alza. Cuando la cuenta capital está abierta —es decir, que residentes y no residentes en el país pueden comprar y vender activos financieros locales y extranjeros, así como conseguir financiamiento externo— existe el peligro que la presión a la suba se desborde y derive en una depreciación excesiva de la moneda doméstica. En este caso, conocido como *overshooting* cambiario, el tipo de cambio adquiere un valor muy por encima del valor requerido para que la economía crezca sin que le falten dólares. A ese valor, los economistas lo llaman tipo de cambio de equilibrio.

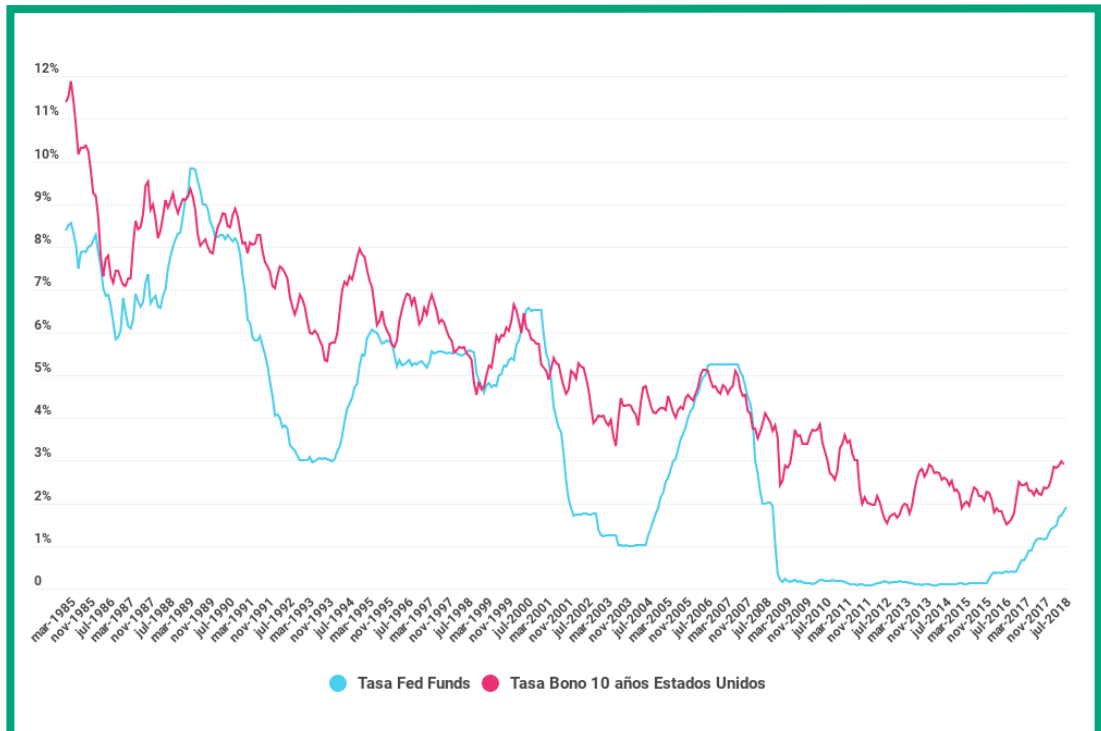
Un *overshooting* cambiario es entonces un caso en que —por problemas de coordinación, incertidumbre o iliquidez— el mercado sobre-reacciona desprendiéndose de activos domésticos para pasarse a dólares y, ante la incapacidad del banco central de proveer las divisas faltantes, el tipo de cambio sobrepasa el valor de equilibrio. Ese resultado es indeseable porque acelera la inflación y contrae el nivel de actividad y empleo, pudiendo incluso tener impactos negativos sobre la capacidad de repago de familias, firmas, bancos y Estados endeudados en moneda extranjera. Para evitar estas sobre-reacciones, los bancos centrales tienden a acumular reservas internacionales (dólares) y, en caso de que éstas no alcancen, acuden a un financiamiento externo que puede ser un *swap* de monedas con otro banco central o directamente un préstamo del FMI.

El gobierno argentino decidió acudir al FMI el 8 mayo de 2018 para evitar un *overshooting* cambiario y sus negativas consecuencias. Las tensas semanas que precedieron la decisión, así como la propia iniciativa del gobierno sorprendieron a la mayoría de los analistas. El desencadenante de los acontecimientos no fue de origen doméstico sino externo. La suba de tasas de interés en los Estados Unidos —desde niveles históricamente muy bajos (**Gráfico 1**)— precipitó un cambio en las carteras de los inversores internacionales en detrimento de los activos de países en desarrollo y emergentes. La evidencia muestra que los principales determinantes de los flujos de capital a economías en desarrollo y emergentes son de origen externo (Calvo et

¹ Empleando las proyecciones de actividad del FMI y las del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del Banco Central de la República Argentina (BCRA), el PIB per cápita del tercer trimestre de 2018 alcanzaría un valor muy similar al de su par de 2008.

Gráfico 1

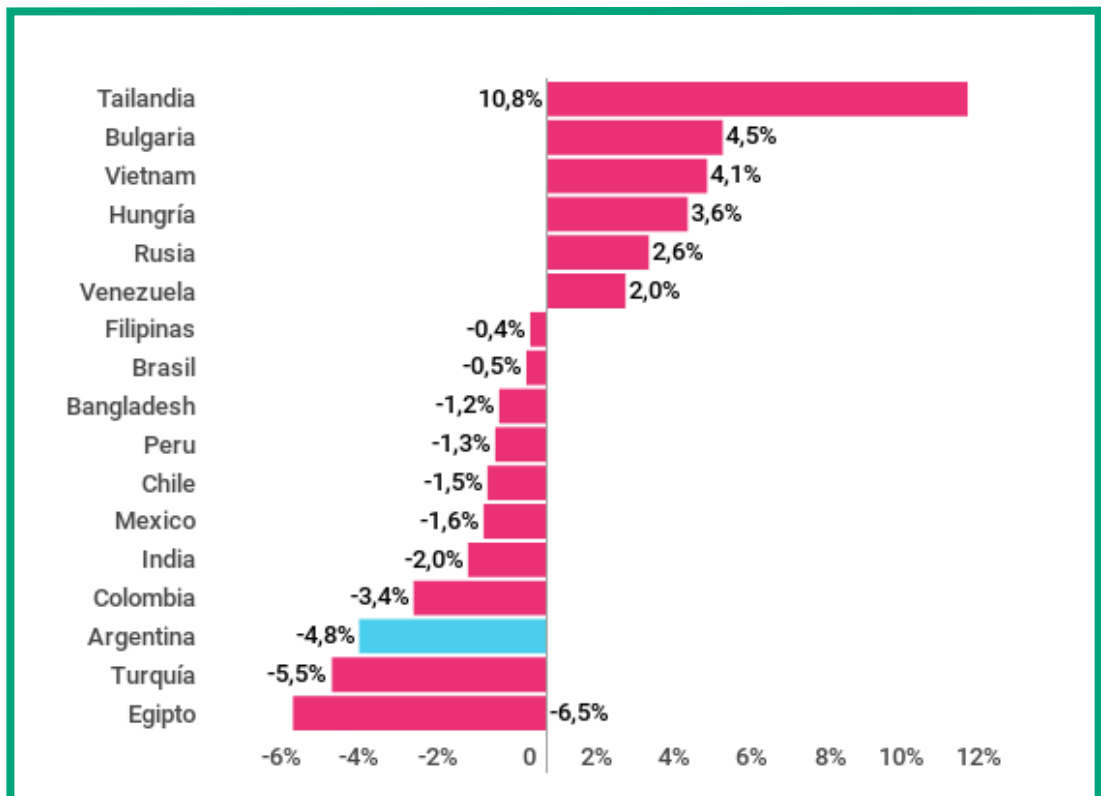
Evolución de las tasas de interés de Estados Unidos. Tasa objetivo de política monetaria (Fed Funds) y rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años (1985-2018)



Fuente: Elaboración propia en base a Federal Reserve Economic Data (FRED).

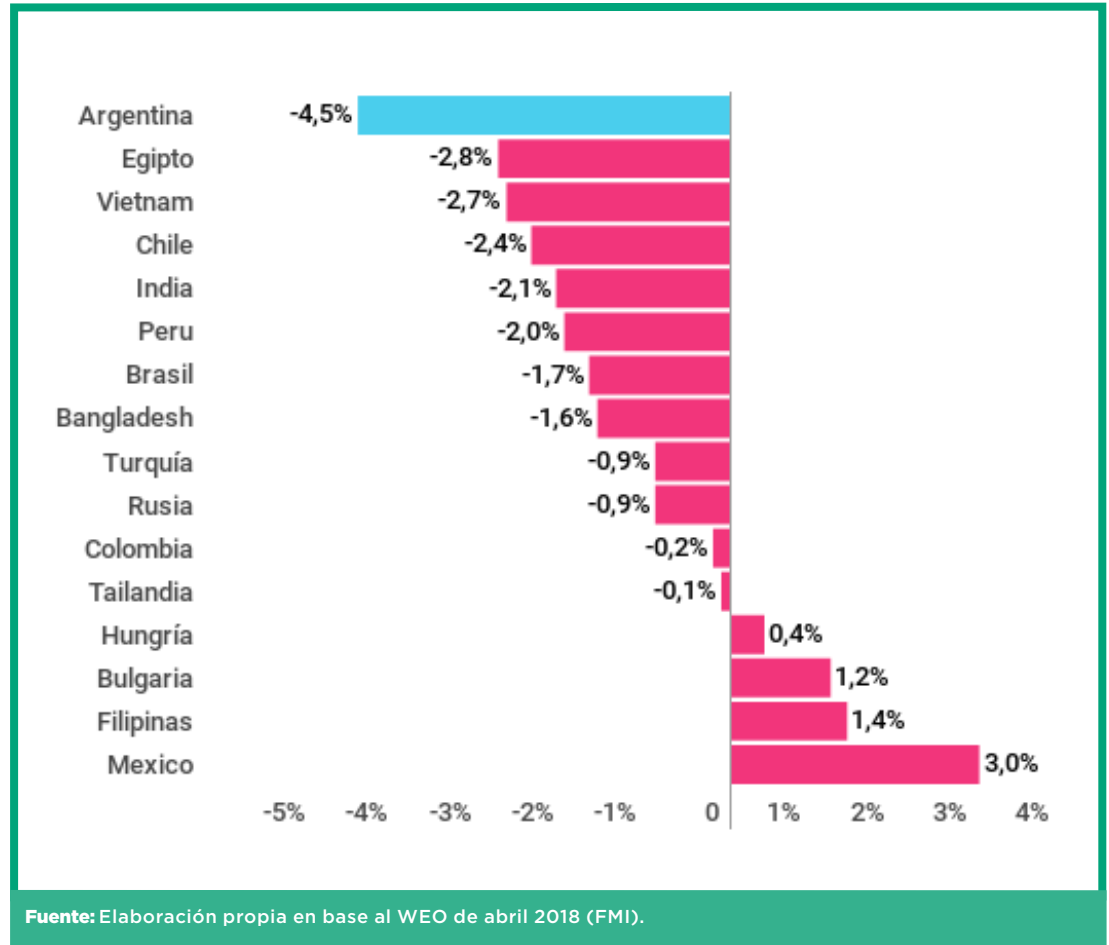
Gráfico 2

Resultado de Cuenta Corriente como porcentaje del PIB (2017)



Fuente: Elaboración propia en base al WEO de abril 2018 (FMI).

Gráfico 3
Resultado Fiscal Primario como porcentaje del PIB (2017)



Factores domésticos

al, 1996; Forbes y Warnock, 2012). Los movimientos en las tasas de interés que pagan los títulos de deuda soberana de los países desarrollados —con Estados Unidos a la cabeza— son típicamente los principales causantes de los cambios en la entrada o salida de capitales a los países en desarrollo y emergentes.

Si bien el estado de liquidez en los países desarrollados es el determinante central y común de los flujos de capital, algunos elementos propios de cada país inciden en que estos movimientos comunes presenten matices relevantes. Los principales factores domésticos que anticipan la probabilidad de una brusca reversión del financiamiento son los déficits de cuenta corriente, un bajo grado de cobertura de los pagos de deuda en moneda extranjera —medido como el ratio de reservas internacionales (RRII) sobre deuda externa de corto plazo—, los déficits fiscales y los tipos de cambio sobrevaluados (Ferretti y Razin, 2000; Kaminsky y Reinhart, 1999).

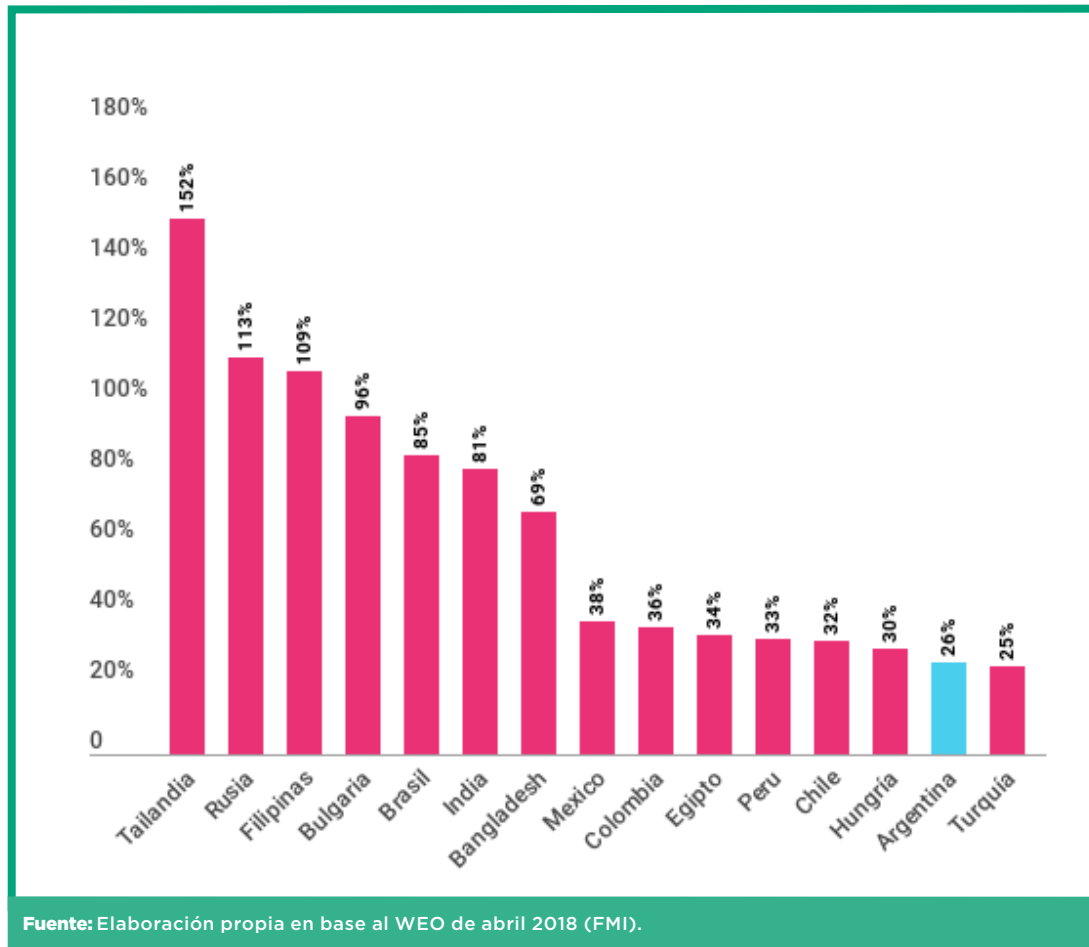
No es difícil explicar por qué estos elementos inciden sobre las decisiones de carteras de los inversores. Los países que tienen mayores necesidades de financiamiento externo —aquellos con altos déficits de cuenta corriente² y déficits fisca-

les, que en muchos casos van de la mano (déficits gemelos)— y que tienen poca cobertura de sus obligaciones externas de corto plazo son los que tienen mayor probabilidad de sufrir depreciaciones bruscas. Como una depreciación reduce el valor en moneda extranjera de una inversión en un activo emergente, los inversores se anticipan a esta eventualidad y reducen su exposición a activos de países con estas características.

Los Gráficos 2, 3 y 4 muestran el saldo de cuenta corriente, el saldo del balance primario y el ratio de RRII sobre pasivos de corto plazo de un conjunto de países en desarrollo, previo a la reversión de capitales de principios de 2018. La evidencia en estos gráficos está en línea con los comportamientos observados en el episodio reciente. Argentina figuraba, al momento del shock, entre los países más propensos a sufrir una reversión abrupta de los flujos de capitales. Turquía y Egipto, también con signos de alta vulnerabilidad externa, estuvieron entre los más afectados.

Los acontecimientos recientes tomaron por sorpresa a la mayoría de los analistas. Se preveía que la suba de las tasas de interés en Estados Unidos iba a reducir el financiamiento a países en desarrollo y que Argentina podría estar entre los más afectados dado su dependencia al financiamiento externo. Lo que no se

²La teoría económica y la evidencia sugieren que los déficits de cuenta corriente tienden a estar asociados a tipos de cambio sobrevaluados (Prasad et al., 2007).



anticipó fue la intensidad con que estos movimientos podrían ocurrir.

Muchos analistas señalaron que el manejo de las autoridades para lidiar con el cambio del escenario global fue desacertado y eso agravó el impacto. Es probable que este factor haya incidido. Pero hubo probablemente también alguna dosis de autocomplacencia generalizada. La experiencia de Argentina y de los países emergentes en la globalización financiera muestra que los movimientos de los flujos de capital pueden tener efectos muy importantes sobre los mercados financieros domésticos, dado sus pequeños tamaños en relación a dichos flujos. Este rasgo hace que las condiciones de liquidez y los precios de los activos domésticos sean muy sensibles a los movimientos de capitales. Una estrategia macroeconómica que tenga entre sus objetivos la estabilidad financiera y del ciclo económico debería tener presente este elemento de cara al futuro.

Principales características del acuerdo con el FMI

El comité ejecutivo del FMI aprobó un acuerdo stand-by con Argentina por USD 50 mil millo-

nes por una duración de tres años, un monto extraordinario en la historia de estos acuerdos³. A pesar de su carácter extraordinario, este tipo de acuerdo constituye el instrumento crediticio típico del FMI.

Diseñado para atender problemas transitorios de balanza de pagos, los *stand-by* se caracterizan por fijar un esquema de desembolsos graduales sujetos al cumplimiento de metas preestablecidas al comienzo del acuerdo. En este caso puntual, el gobierno argentino declaró ante el FMI que hará un uso efectivo solo de una parte del mismo, considerando el resto del financiamiento como precautorio; vale decir, lo utilizará en la medida que las circunstancias lo requieran.

Junto con la aprobación del acuerdo, el gobierno accedió a un primer tramo de financiamiento por USD 15 mil millones. La mitad de esta cantidad (USD 7,5 mil millones) se destinó a financiar el Presupuesto Nacional y el monto restante al Banco Central de la República Argentina (BCRA), quien deberá mantener al menos USD 5,5 mil millones para cumplir con las metas de acumulación de RRII previstas en el propio acuerdo.

³ El monto otorgado es de carácter excepcional. Normalmente, el límite de los acuerdos stand-by permite a un país acceder a recursos equivalentes al 435% de su cuota como accionista del FMI. En este caso, el monto total acordado representa el 1.110% del valor de la cuota.

Tabla 1
Cronograma de revisiones y desembolsos del programa

Disponible a partir	Monto del desembolso		Condiciones
	Millones de USD	% Cuota	
20 de junio 2018	15.000	333%	Aprobación del acuerdo
15 de septiembre 2018	2.917	65%	1era Revisión (metas junio 2018)
15 de diciembre 2018	2.917	65%	2da Revisión (metas septiembre 2018)
15 de marzo 2019	2.917	65%	3era Revisión (metas diciembre 2018)
15 de junio 2019	2.917	65%	4ta Revisión (metas marzo 2019)
15 de septiembre 2019	2.917	65%	5ta Revisión (metas junio 2019)
15 de diciembre 2019	2.917	65%	6ta Revisión (metas septiembre 2019)
15 de marzo 2020	2.917	65%	7ma Revisión (metas diciembre 2019)
15 de junio 2020	2.917	65%	8va Revisión (metas marzo 2020)
15 de septiembre 2020	2.917	65%	9na Revisión (metas junio 2020)
15 de diciembre 2020	2.917	65%	10ma Revisión (metas septiembre 2020)
15 de marzo 2021	2.917	65%	11va Revisión (metas diciembre 2020)
15 de junio 2021	2.917	65%	12va Revisión (metas marzo 2021)
Total	50000	1110%	

Fuente: Memorandum de Entendimiento Técnico Argentina-FMI (junio de 2018).

La **Tabla 1** muestra el cronograma previsto para el total de desembolsos del programa y las condiciones que el gobierno debe cumplir para desbloquear cada uno de los tramos de nuevo financiamiento. Considerando el conjunto del programa, se prevén 12 revisiones trimestrales. El gobierno rendirá cuentas ante una misión del FMI sobre el cumplimiento de los objetivos fijados al inicio del programa, en base a una serie de indicadores predeterminados. Estos objetivos pueden dividirse en 2 grandes grupos: (i) los objetivos fiscales y monetarios que deberían guiar la ejecución de la política fiscal y monetaria, y (ii) los objetivos de reforma estructural: las llamadas “condicionalidades estructurales” del programa.

Durante las revisiones trimestrales, se analizará el grado de avance del gobierno hacia los objetivos propuestos y, de existir desvíos o retrasos, se fijarán las acciones correctivas correspondientes. De juzgarse satisfactoria la evolución pasada y esperada del programa, el FMI aprobará un nuevo tramo de financiamiento que el gobierno puede decidir desembolsar de forma efectiva o mantenerlo como un saldo disponible de carácter precautorio.

Objetivos fiscales y monetarios del acuerdo

El acuerdo persigue una serie de objetivos fiscales y monetarios, algunos de los cuales se transforman en las metas cuyo cumplimiento se evalúa en las revisiones trimestrales. Señala también algunas acciones de política que el gobierno argentino se compromete a tomar para

alcanzar resultados en línea con estos objetivos.

En términos de las acciones y objetivos que afectan a las políticas fiscal y monetaria sobresalen los siguientes:

1. Implementar políticas que disminuyan las necesidades de financiamiento del gobierno nacional y pongan a la deuda pública (como porcentaje del PIB) en un sendero sustentable.

Este primer objetivo se traduce en una aceleración del ritmo de reducción del déficit fiscal primario, orientado a alcanzar una situación de equilibrio en 2020. Para 2018, la meta fiscal del gobierno nacional es alcanzar un déficit primario de 2,7% del PIB, que se planea reducir a 1,3% para el año 2019, en un contexto en el que las provincias —que no son parte directa en el acuerdo— mantienen resultados equilibrados.

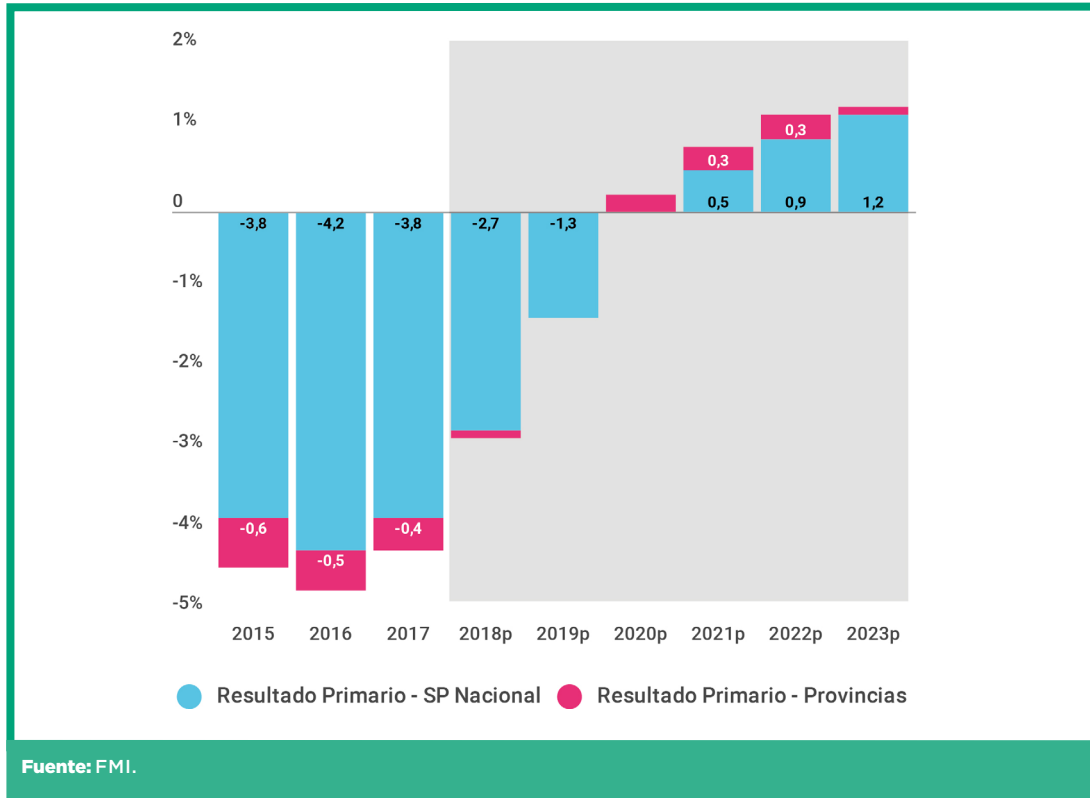
Las medidas de política anunciadas para generar esta reducción del déficit fiscal consisten principalmente en una reducción del gasto público vía

- el recorte de subsidios a la energía y el transporte,
- la cancelación de proyectos de obra pública no esenciales,
- la reducción de las transferencias asociadas al déficit operativo de empresas públicas, y
- la racionalización del empleo público⁴.

De acuerdo con lo publicado por el Ministerio de Hacienda, el cumplimiento de las metas fiscales se basaría en una reducción del gasto primario de 3,7% del PIB durante el período 2018-2020⁵. Esta reducción se lograría a partir de

⁴ Esta racionalización se lograría eliminando posiciones redundantes, congelando nuevas contrataciones, y no renovando los cargos no prioritarios.

⁵ Véase https://www.argentina.gob.ar/sites/default/files/acuerdo_argentina-fmi-final1.pdf



un ajuste de 1,6 puntos del PIB de los gastos de capital, una reducción adicional de subsidios a la energía y el transporte (-1,1 pp), menores gastos en salarios y bienes y servicios (-0,7 pp), y la reducción de transferencias corrientes a las provincias (-0,6 pp). Este ajuste del gasto se distribuiría a lo largo de los 3 años considerados: -1,5 pp del PIB en 2018, -1,0 pp en 2019, y -1,2 pp en 2020⁶.

Con el objetivo de asegurar el cumplimiento efectivo de este sendero fiscal, el FMI establece metas complementarias de acumulación de deuda flotante, y obliga al gobierno a registrar de forma transparente las obligaciones surgidas de asociaciones de participación público-privada (PPP) y el Programa de Inversiones Públicas Prioritarias (PIP)⁷.

2. Fortalecer el régimen de metas de inflación del Banco Central, estableciendo nuevas metas que apunten a bajar la inflación a un dígito.

El gobierno se compromete a reforzar los esfuerzos por lograr una inflación baja y estable. Si bien no constituyen metas para evaluar el cumplimiento del acuerdo, se fijan nuevas metas de inflación que apuntan para 2018 a una inflación anual del 27%, y luego 17%, 13% y 9% para los tres años siguientes. Estas metas se complementan con una banda formada por

una cota externa y otra interna que disparan consultas con el FMI respecto del manejo de la política monetaria⁸.

Para alcanzar estos objetivos el gobierno se compromete a enviar al Congreso un proyecto de ley para modificar la carta orgánica del BCRA, y a fortalecer la hoja de balance de dicha entidad.

La nueva carta orgánica buscará identificar como mandato principal del BCRA a la estabilidad de precios, le brindará al BCRA la potestad de establecer las metas de inflación (en consulta al Ministerio de Hacienda y Finanzas), restringirá los criterios de remoción de miembros de su directorio (fortaleciendo su independencia), y suspenderá la financiación directa o indirecta del BCRA al Tesoro, limitando las transferencias solo a utilidades realizadas sujeto a que el BCRA cumpla con adecuados niveles de capitalización.

En relación a la hoja de balance, el BCRA buscará incrementar sus tenencias de reservas internacionales (RRII) y disminuir los pasivos no monetarios (LEBAC). Para lo primero, se utilizarán parte de los fondos girados en el marco del acuerdo *stand-by* mientras que, para lo segundo, el Tesoro efectuará recompras de las letras intransferibles emitidas al BCRA durante

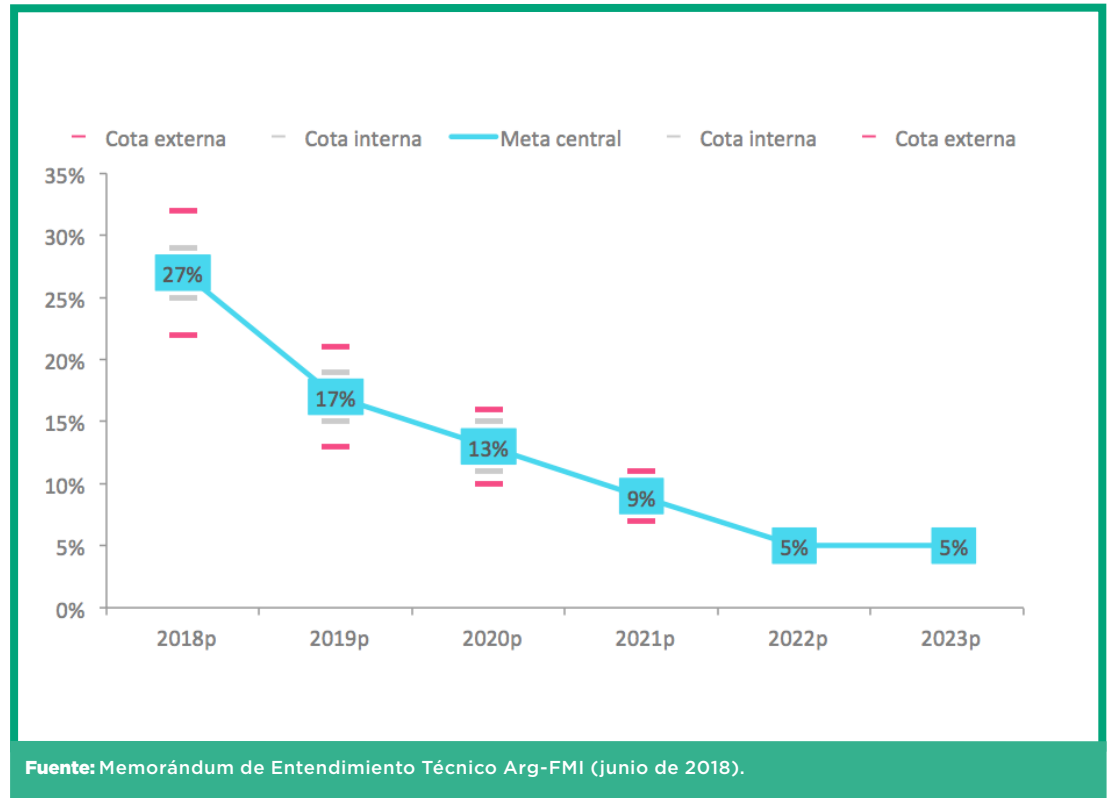
Nueva carta orgánica BCRA

6 Implícitamente se asume que no va a haber pérdida de recursos por reforma fiscal y/o retenciones. No especifica: (a) si esto se compensa con otro ingreso o (b) si estas medidas se prorrogan.
7 Estos requerimientos buscan evitar que el gobierno pueda cumplir con las metas fiscales (base caja) de un año a costa de comprometer el cumplimiento en años siguientes (por exposiciones contingentes como los proyectos PPP), o distorsionando la medición (acumulando deuda flotante o registrando las erogaciones del PIP por “debajo de la línea” como hasta ahora).

8 El BCRA discutirá con el staff del FMI la política monetaria apropiada si la tasa de inflación excediera el límite superior de la banda interior. En caso de que la inflación excediese la banda superior externa, se realizaría una consulta con la Junta Ejecutiva que explique (i) la postura de la política monetaria, (ii) las razones de las desviaciones de la banda especificada, teniendo en cuenta los factores compensadores, y (iii) acciones correctivas propuestas.

Gráfico 6

Meta central de inflación y banda (cota externa e interna) (2018-2023)



2010-2015 que la autoridad monetaria aplicará, a su vez, a la cancelación de LEBAC.

Estas acciones de política se plasman en el acuerdo bajo la forma de metas que fijan un piso en el incremento acumulado de las RRII netas de USD 5,5 mil millones a fines de 2018 y USD 7,5 mil millones a fines de 2019. De forma semejante, se establece una meta para reducir el stock de instrumentos de financiamiento del BCRA al Tesoro. Comparado con el valor a fines de mayo de 2018, el crédito del BCRA al gobierno deberá haberse reducido al menos 312 mil millones de pesos para junio de 2019.

3. Consolidar el régimen de flotación, permitiendo que el tipo de cambio opere como un amortiguador de shocks externos.

El gobierno se compromete a mantener un régimen cambiario completamente flexible y determinado por el mercado. Para ello, el BCRA limitará las ventas de reservas a períodos en que haya “una clara disfunción del mercado”, e introducirá un mecanismo de subasta de divisas para intervenir tanto en el mercado spot como en el mercado de futuros. El Tesoro, a su vez, se compromete a implementar un programa de subastas preanunciadas de divisas para vender en el mercado cambiario los fondos del préstamo *stand-by* destinados al financiamiento del presupuesto nacional.

Estos objetivos se reflejan indirectamente en las metas monetarias del acuerdo que establecen que el BCRA debe acumular al menos USD 5,5 mil millones de RRII en el corto plazo (para fines de junio de 2018) y limitan la acumu-

lación de stocks en posiciones de dólar futuro.

4. Proteger a los sectores más vulnerables de los efectos de la “recalibración” de la política económica asociada al cumplimiento de los objetivos anteriores y fomentar la integración de las mujeres en el mercado laboral.

Finalmente, el gobierno se compromete a proteger a los sectores más vulnerables de la sociedad durante el desarrollo del programa, a los efectos de continuar con la reducción de la pobreza aun en un contexto de menor crecimiento o de recesión. El nivel de gasto social estará protegido por el programa estableciéndose un piso de 1,3% del PIB destinado a financiar los siguientes programas: (i) Asignación Universal para Protección Social⁹ y (ii) las asignaciones familiares. De ser necesario, se podrá además disponer de recursos adicionales de 0,2pp del PIB para financiar estos programas sin afectar el cumplimiento de las metas fiscales discutidas en el marco del objetivo 1.

En lo que resulta una innovación muy destacada en el marco de un programa del FMI, el gobierno propone implementar un conjunto de acciones para fomentar la equidad de género¹⁰. Dado que las mujeres están más expuestas a trabajar en la economía informal y sufren de

9 Que incluye la Asignación Universal por Hijo (AUH), la Asignación Universal por Embarazo (AUE), y la Ayuda Escolar Anual (AEA).

10 Entre otras acciones en el apoyo a la equidad de género, del acuerdo se destacan las siguientes: (i) reformar el sistema tributario reduciendo los desincentivos para que las mujeres participen del mercado laboral, (ii) continuar proveyendo infraestructura para el cuidado de niños y la educación en la primera infancia, (iii) continuar implementando los proyectos e iniciativas para promover igual paga y un sistema más equitativo de licencias de maternidad y paternidad.

peores condiciones de trabajo que los varones, este conjunto de acciones tiende a contribuir en la protección de los sectores más desaventajados de nuestra sociedad.

Condicionalidades estructurales del programa

Junto con los objetivos en materia de política fiscal y monetaria, los acuerdos stand-by suelen exigir una serie de condicionalidades estructurales, que se refieren a reformas destinadas a mejorar la eficiencia de los mercados y del Estado. Se incluyen con el fin de ajustar los desbalances estructurales que, bajo el diagnóstico del FMI, precipitaron a un país a recurrir a un programa con el FMI en primer lugar.

Las condicionalidades estructurales establecidas en el acuerdo reciente se enfocan en reformas necesarias para avanzar en los objetivos en el plano fiscal y monetario, y se le agregan algunas exigencias en materia de fortalecimiento de instituciones como el Presupuesto Nacional, la Oficina Nacional de Presupuesto del Congreso, y el BCRA. En orden cronológico, el gobierno debería avanzar en los ejes que se detallan a continuación. Entre paréntesis se indica la fecha de referencia en la que esta condicionalidad debería haberse cumplido.

1. Publicar una regulación para introducir suastas de moneda extranjera para la intervención del BCRA en los mercados al contado y a término (junio 2018).
2. Establecer un comité coordinador de la gestión de la deuda a nivel superior entre Hacienda, Finanzas, y el BCRA (septiembre 2018).
3. Presentar un presupuesto para 2019 al Congreso con objetivos transparentes a mediano plazo para el resultado fiscal primario consistentes con los parámetros del programa. Este deberá derogar el artículo 27 de la ley 11.672 que permite registrar las inversiones del PIP “debajo de la línea” (octubre 2018).
4. Dotar de recursos suficientes a la Oficina de Presupuesto del Congreso, recientemente creada para que pueda cumplir con sus funciones: evaluar pronósticos macroeconómicos y fiscales, estimar nuevas políticas, evaluar los presupuestos del gobierno nacional, y realizar el seguimiento de sus finanzas. (diciembre 2018).
5. Presentar al Congreso una nueva carta orgánica para el BCRA que garantice su autonomía operativa, fortalezca el mandato de política monetaria, mejore las estructuras de toma de decisiones y refuerce la transparencia y rendición de cuentas (marzo 2019).
6. Acotar al sistema financiero doméstico las contrapartes del BCRA para la venta de LEBAC, operaciones de mercado abierto y operaciones de repo (septiembre 2019).
7. Recapitalizar al Banco Central para garantizar que tenga el nivel adecuado de capital como porcentaje de la base monetaria más las existen-

cias en circulación de LEBAC (diciembre 2019).

8. Diseñar un plan de mejora del cumplimiento y estrategias de mitigación de riesgos en torno a los segmentos de contribuyentes, las obligaciones de los contribuyentes y los impuestos básicos (junio 2019).

Impactos del “frenazo” en el corto plazo

La brusca detención del ingreso de capitales que sufrió la economía argentina en el reciente episodio forzó una corrección del déficit de cuenta corriente, el cual amenazaba a sobrepasar el 5% del PIB. Un déficit de cuenta corriente es un exceso de gasto nacional (privado más público) sobre el ingreso nacional. Una forma más sencilla de expresarlo es que la absorción doméstica —la suma del consumo privado, la inversión privada y el gasto público— es superior a la producción agregada o PIB. En teoría un ajuste de cuenta corriente admite tres posibilidades: i) que aumente el PIB más de lo que aumenta la absorción doméstica, ii) que aumente el PIB y caiga la absorción, o iii) que se reduzca la absorción más de lo que se contrae el PIB. Es un hecho estilizado de la historia económica argentina —y de otras economías también— que el ajuste de cuenta corriente transita sistemáticamente la tercera vía.

El **Gráfico 7** muestra este patrón estilizado empleando evidencia de las últimas cuatro recesiones: 2009, 2012, 2014 y 2016. La figura se construyó con la evolución promedio de la absorción doméstica y del PIB utilizando datos trimestrales desestacionalizados. El momento t es cuando se produce el impacto de la depreciación real del peso. Para facilitar la descripción estilizada, el gráfico muestra ambas series normalizadas en el valor 1 al momento del shock cambiario.

Durante los dos trimestres posteriores al shock, el gasto agregado (línea roja) se contrae con mayor intensidad que la producción (línea azul). En el piso de la contracción, la absorción alcanza un valor cerca de 6% inferior que el que mostraba al momento del shock, mientras que el PIB se reduce en torno al 3,5%. A partir del tercer trimestre, ambas series inician una recuperación, siendo la de la absorción más acelerada. La utilidad del gráfico no está en los valores cuantitativos —que dependen siempre de los casos particulares— sino en la descripción estilizada de la dinámica de un ajuste de cuenta corriente.

Otro elemento de interés es el mecanismo por el cual se produce este tipo de ajuste. La contracción del financiamiento externo genera una depreciación del peso —una suba del dólar— que acelera la tasa de inflación. Aunque los salarios típicamente reaccionan ante la aceleración inflacionaria, lo hacen con un rezago y mayor lentitud, provocando una caída de su poder adquisitivo en el corto plazo. La caída del salario real resiente el

Gráfico 7
Dinámica estilizada del PIB y la Absorción en las últimas 4 recesiones



consumo privado, que constituye cerca del 70% del gasto o absorción doméstica.

El **Gráfico 8** muestra las tasas de variación interanual de precios, salarios y tipo de cambio desde principios de 2013. Se observa con claridad la dinámica descrita durante los episodios de depreciación de la moneda de principios de 2014 y 2016, y deja entrever su repetición para el episodio en curso: lanza en punta la depreciación del peso, le sigue la aceleración inflacionaria y más lentamente reaccionan los salarios.

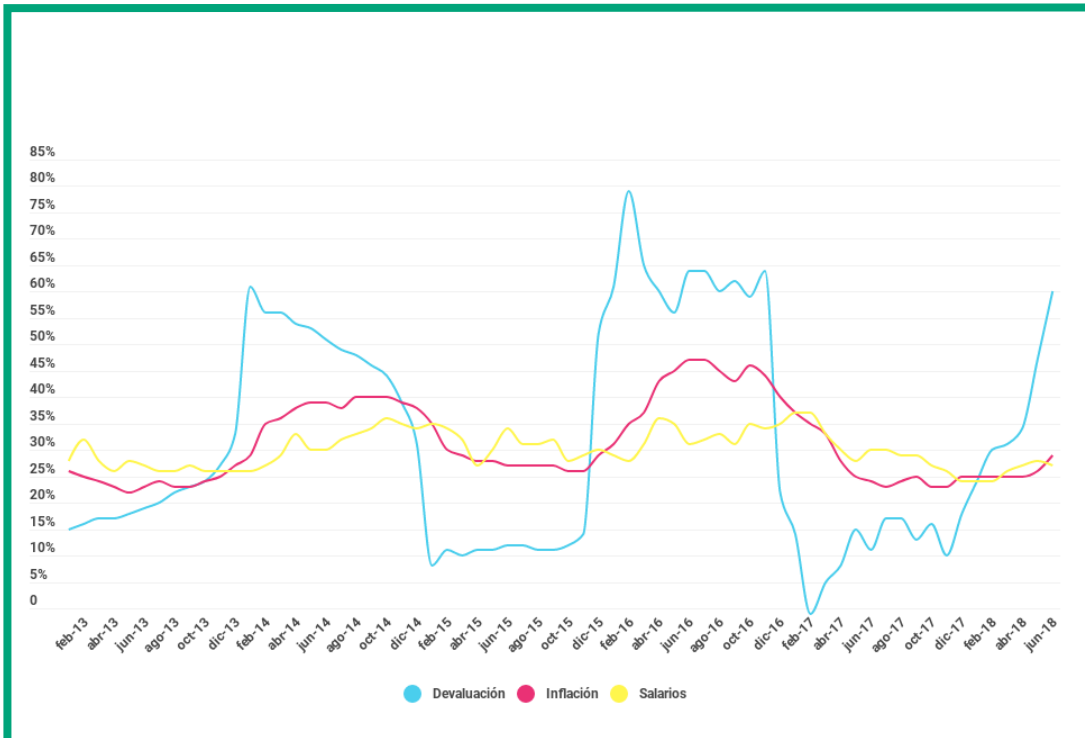
El impacto sobre la inversión privada es todavía más fuerte. El frenazo de los flujos de capital tiende a elevar las tasas de interés domésticas y las del crédito internacional, y reduce también el volumen de fondos disponibles para el crédito a empresas y familias. Como el grueso de las transacciones inmobiliarias se realiza en moneda extranjera, la depreciación paraliza también estas operaciones en el corto plazo. La caída de las ventas provocadas por el menor consumo y nivel de actividad, las tasas de interés más altas, la menor disponibilidad de crédito y la dificultad para realizar transacciones inmobiliarias operan en forma conjunta para retraer bruscamente la inversión en este tipo de episodios.

Juntas, las caídas del consumo y la inversión explican la contracción de la absorción doméstica durante los episodios de ajuste de cuenta corriente. Tomando como base las últimas cuatro recesiones, el principal determinante de la retracción de la absorción es la caída del consumo, que explica algo menos del 60% de la disminución total; la inversión da cuenta de un poco más del 40%.

La contracción del gasto de consumo e inversión empuja a la baja al nivel de actividad. Este, sin embargo, se contrae menos que la absorción doméstica por dos motivos. La depreciación de la moneda encarece el valor de las importaciones. Este efecto, junto con el desplome del consumo y la inversión explica que sean las importaciones las que más se resienten en el ajuste de cuenta corriente. Una parte de la caída de la demanda doméstica de bienes y servicios importados es sustituida por bienes y servicios producidos domésticamente, como ocurre, por ejemplo, con el turismo. Esta sustitución de importaciones opera de modo expansivo y compensa –parcialmente– los otros efectos contractivos sobre el PIB.

El segundo elemento que amortigua parcialmente la contracción del PIB es el comportamiento de las exportaciones. La suba del tipo de cambio estimula las exportaciones. Si bien en el corto plazo, la reacción a este estímulo es baja, con el correr del tiempo la ventaja cambiaria lleva a un repunte de las exportaciones.

El análisis desarrollado arriba nos permite anticipar que el reciente frenazo de los flujos de capital desencadenará una corrección de la cuenta corriente, una aceleración inflacionaria y una contracción del gasto de consumo e inversión y de la actividad. Aumentará también el desempleo y se reducirán los ingresos reales de las familias. Esta predicción está en línea con la evidencia que brindan episodios similares recientes y se basa en fundamentos de teoría económica que, como vimos, explican los comportamientos estilizados observados en este tipo de episodios.



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, BCRA, y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.
 Nota: para el período de Octubre-2007 a Abril-2016, se utilizan los datos de precios recopilados por la consultora Ecolatina.

Es más conjetural, en cambio, anticipar la magnitud y extensión del proceso recesivo en el que se está sumergiendo la economía argentina.

Las proyecciones del FMI estipulan una tasa de crecimiento de 0,4% en 2018.¹¹ Dado el arrastre estadístico positivo de 2017 y el crecimiento observado durante el primer trimestre de 2018, este valor implica una caída importante del PIB durante lo que resta de 2018, que podría calcularse en torno al 4%. Para 2019, se prevé una recuperación de 1,5% y de allí en adelante una aceleración gradual hasta alcanzar en 2021 una tasa de crecimiento tendencial de 3,1/3,2% (Gráfico 9). En una presentación reciente, el gobierno ofreció proyecciones algo más optimistas para el corto plazo: un crecimiento de 1% para 2018 y 2% para 2019. La mirada de los analistas privados, al menos de lo que surge del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA de junio de 2018, es muy similar a la del FMI: la economía crece 0,5% en 2018, 1,6% para 2019 y 2,5% en 2020.

Aunque con matices, estas proyecciones indicarían que, tras el ajuste cambiario reciente y la firma del acuerdo con el FMI, la economía habría ingresado en una trayectoria de crecimiento sostenido, en la cual —tras una breve recesión

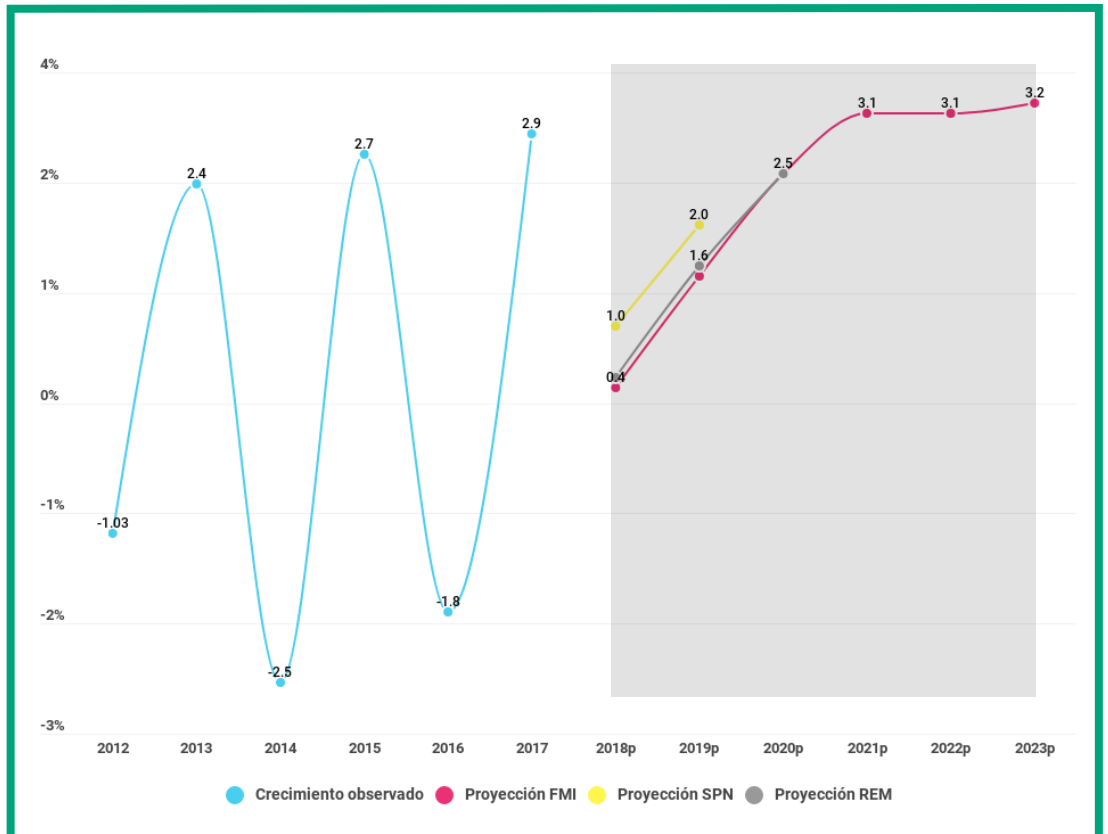
durante los próximos trimestres— se desembarcaría gradualmente a un ritmo de crecimiento tendencial en torno al 3% anual. Un elemento clave para que una trayectoria de este tipo se concrete —y que las proyecciones del Gráfico 9 se materialicen— es que los inversores perciban que el sendero que transita la economía es sostenible. Si, en cambio, subsisten interrogantes sobre la sostenibilidad de la trayectoria o se la considera muy vulnerable a cambios en el contexto internacional, no puede descartarse otro incidente como el reciente (o incluso más intenso) en un futuro no muy lejano. **¿Ha sido el reciente cimbronazo cambiario que condujo al acuerdo con el FMI y sus coletazos posteriores el episodio completo del frenazo de la entrada de capitales a nuestra economía o solo un capítulo de él?** Para ensayar una respuesta, es útil entender cómo ha funcionado la economía en los últimos años.

¿El fin de la economía del “día de la marmota”?

Desde 2011, la actividad económica está esencialmente estancada, atrapada en un ciclo de stop-and-go (expansión-recesión). En los años impares —coincidentes con los ejercicios electorales— la economía se expande y en los pares, se contrae. La primera parte del Gráfico 9 muestra este ciclo con elocuencia. Apelando a la clásica

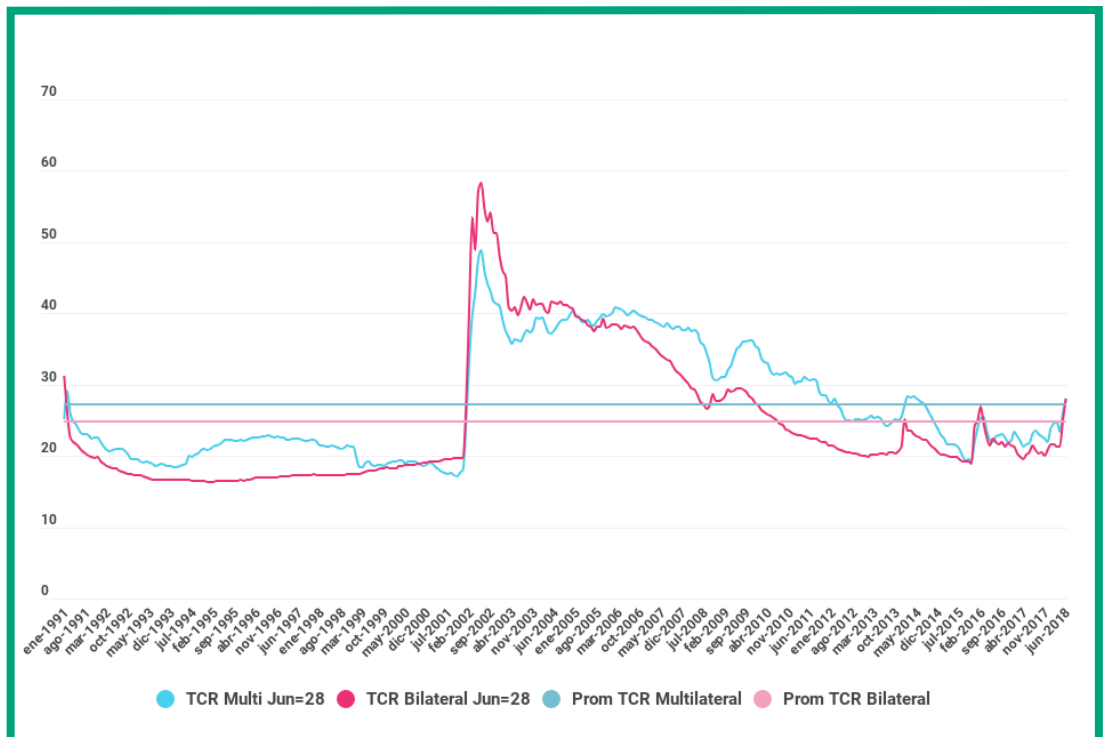
¹¹ El arrastre estadístico en el crecimiento es un efecto que responde al hecho que el producto anual se calcula como promedio de los trimestres del año. Cuando el PBI en los últimos trimestres del año es mayor al promedio esto genera un “arrastre” positivo de crecimiento para el año siguiente. Para el caso de 2018, el arrastre estadístico se ubica en torno al 1,3%. Vale decir, si en 2018 la economía no creciera, el PIB anual promedio de 2018 sería 1,3% mayor al de 2017. Por su parte, en el primer trimestre de 2018 se registró un incremento de la actividad de 3.6% interanual.

Gráfico 9
Crecimiento anual del PBI (2012 a 2023 proyectado)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC, FMI, Ministerio de Hacienda y Finanzas, y REM (BCRA)

Gráfico 10
Evolución del tipo de cambio real mensual (1991-2018)



Fuente: elaboración propia en base a COMTRADE, FMI, INDEC, ECOLATINA, y BCRA.
Nota: el valor en junio 2018 ronda el valor de 28 \$/USD. Para el período de Octubre-2007 a Abril-2016, se utilizan los datos de precios recopilados por la consultora Ecolatina.

película protagonizada por Bill Murray en la que el personaje se despertaba todas las mañanas en el mismo día, podríamos decir que Argentina vive desde 2011 en la economía del “día de la marmota” (Rapetti, 2016).

La dinámica de la economía del “día de la marmota” ha estado íntimamente vinculada a la evolución de la balanza de pagos. Como muestra el **Gráfico 8**, durante los años impares se observa que el ritmo de crecimiento de los salarios es superior al de los precios, el cual resulta, a su vez, mayor al de la depreciación del tipo de cambio. La mejora del poder adquisitivo de los salarios empuja el gasto y expande la economía. Esto deriva, sin embargo, en un atraso cambiario que, junto con la expansión del gasto, deteriora el balance comercial y la cuenta corriente del balance de pagos, propiciando finalmente una corrección cambiaria. Se inicia así la fase recesiva del ciclo. La depreciación del peso acelera la inflación y retrae el valor real de los salarios, lo cual resulta en una contracción del gasto privado y el nivel de actividad, reduciendo la demanda de dólares y el cuello de botella cambiario.

Las fases expansivas del ciclo ocurrieron durante 2011, 2013, 2015, 2017 y las recesivas durante 2012, 2014, 2016 y, seguramente, 2018. La recesión de 2012 se inscribe dentro de esta lógica, con la particularidad de que el racionamiento de la demanda de dólares en vez de haberse logrado vía una suba del tipo de cambio, se hizo a través de la implementación de controles cambiarios y comerciales (el “cepo”), que de cualquier forma redundaron en una contracción del nivel de actividad y del déficit de cuenta corriente.

La dinámica de crecimiento interrumpido y su impacto sobre el balance de pagos que caracteriza a la economía del día de la marmota son el síntoma observable de un desequilibrio persistente entre, por un lado, un alto nivel de gasto público y consumo privado y, por el otro, una limitada capacidad productiva de los sectores transables de la economía¹². Es un desequilibrio entre las aspiraciones de gasto de la sociedad y las posibilidades productivas de la economía (Gerchunoff y Rapetti, 2016). En esta situación, cada intento por expandir el gasto deriva en un faltante de dólares que conduce a una crisis cambiaria.

Una explicación detallada de cómo la economía ingresó al ciclo del día de la marmota excede el alcance de este documento, pero merecen identificarse al menos tres elementos relevantes. En primer lugar, se destaca la persistente tendencia a la apreciación real del peso que se experimentó desde comienzos de 2010. Tras la crisis de la convertibilidad, se adoptó una estrategia monetaria-cambiaria que procuró mantener el valor del tipo de cambio real estable en valores competitivos (altos). Esta estrategia se abandonó a partir de comienzos

de 2010 por otra que condujo a una sostenida y acentuada apreciación real con la que se buscó aumentar el poder adquisitivo de los salarios privados por encima del crecimiento de la productividad laboral.

En otras palabras, el tipo de cambio fue utilizado como ancla sobre los precios y para estimular el ingreso y consumo privado. Esta estrategia impulsó fuertemente a la economía en el bienio 2010-11 pero desembocó en una corrida cambiaria y una significativa caída de las RRII del BCRA, que culminó en noviembre de 2011 en la imposición del “cepo”. Como muestra el **Gráfico 10**, los tipos de cambio real multilateral y bilateral con Estados Unidos —que miden el grado de competitividad cambiaria con relación al conjunto de los socios comerciales del país y con Estados Unidos, respectivamente— se mantuvieron en valores bajos (poco competitivos) desde la implementación del cepo, aún pese a las correcciones cambiarias de 2014 y 2016 que sólo tuvieron efectos transitorios.

Un segundo elemento que merece destacarse es el persistente incremento del gasto público. El **Gráfico 11** muestra la trayectoria del gasto público consolidado del Sector Público Argentino¹³ (SPA) medido en relación al PIB desde 1980. Se advierte una sostenida alza entre 2004 y 2016.

No es sencillo establecer el nivel óptimo del gasto público, pero es evidente que, al menos durante el período 2010-16, su nivel se expandió muy por encima de los máximos históricos¹⁴. En 2010, cuando el gasto estaba en un nivel levemente inferior a los picos previos, el resultado fiscal financiero era deficitario sólo en 0,6% del PIB. En 2016, el gasto alcanzó un nivel récord de 42,5% del PIB y el déficit fiscal ascendía a 6,8% del PIB. Debe, por otra parte, considerarse que entre 2012 y 2016 el consumo público fue el componente de la absorción doméstica que más creció y el único que se expandió de forma ininterrumpida.

El tercer factor ha sido la fuerte retracción de las exportaciones. En 2011, las exportaciones argentinas de bienes y servicios habían alcanzado un valor récord de USD 98 mil millones; en 2017 se habían reducido a alrededor de USD 73 mil millones. La pérdida de USD 25 mil millones explica el total del deterioro de cuenta corriente experimentado entre 2011 y 2017, que pasó de un déficit de USD 5 mil millones a otro de poco más de USD 30 mil millones.

El colapso de las exportaciones ha estado influenciado por elementos externos, como la caída de los precios internacionales de las commodities y la recesión de Brasil, principal destino de las exportaciones industriales argentinas. Sin embargo, varias decisiones domésticas de política económica —la mayoría tomadas entre

Apreciación real del peso

Incremento del gasto público

Retracción de las exportaciones

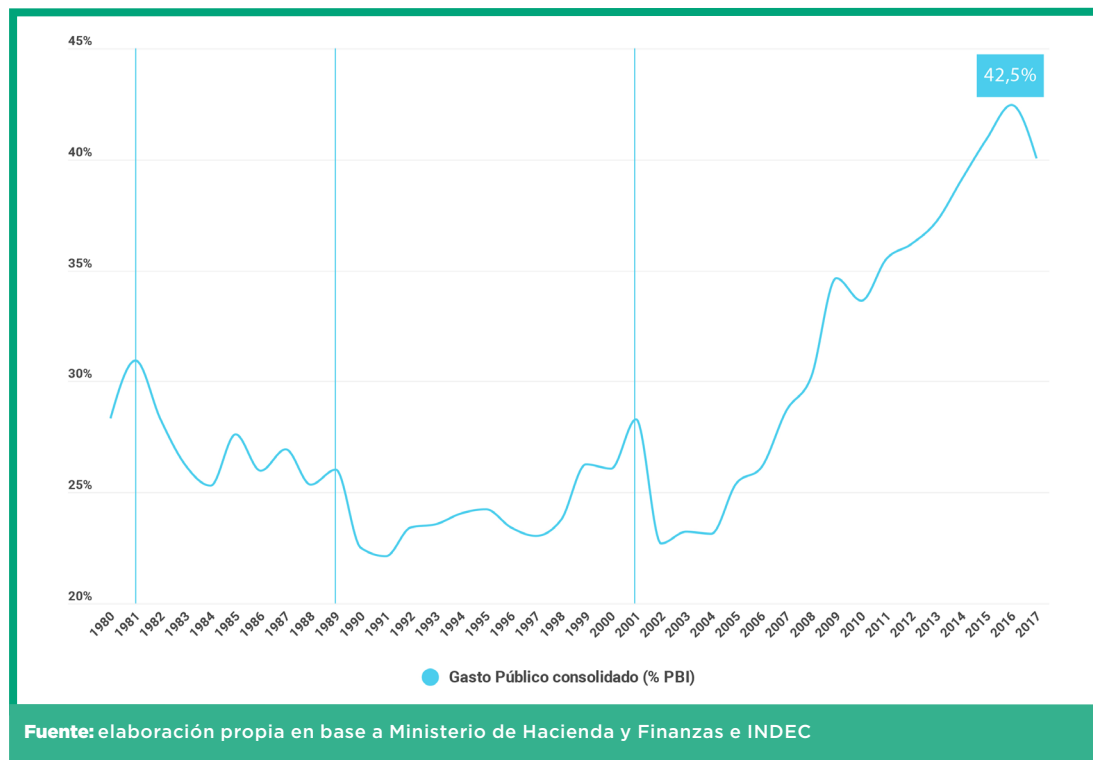
12 Se llama transable a aquellos bienes y servicios que pueden exportarse o compiten con importaciones.

13 El SPA considera el Sector Público Nacional y los gobiernos provinciales

14 El importante aumento de la serie en 2009 corresponde en su mayoría a la nacionalización del sistema de jubilaciones privadas llevado a cabo en noviembre de 2008. Esa suba del gasto público vino acompañada de mayores ingresos previsionales y fue neutra desde el punto de vista del gasto agregado porque ya se realizaba (pero a través de las AFJP).

Gráfico 11

Gasto público consolidado del Sector Público Argentino como porcentaje del PIB (1980-2017)



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Hacienda y Finanzas e INDEC

finés de 2011 y finés de 2015— han sido relevantes también. La apreciación del tipo de cambio redujo la rentabilidad de varias actividades transables, muchas de ellas exportadoras de servicios. La restricción al giro de utilidades se convirtió en un obstáculo para la atracción de la inversión extranjera en muchos sectores exportadores, como por ejemplo la minería.

Las restricciones al comercio, por su parte, impactaron negativamente sobre la performance exportadora por dos vías. Una fue directa a través de los controles o cupos a la exportación, como ocurrió con el trigo y la carne, que derivaron en pérdida de mercados y posiciones frente a competidores regionales que expandieron sus volúmenes exportados. La otra, más indirecta, fue mediante los controles sobre la importación que dificultaron la operatoria de industrias dependientes de insumos importados de difícil o costosa sustitución doméstica. A estos elementos más cercanos en el tiempo, podríamos sumar otro más estructural: la política energética aplicada desde la salida de la convertibilidad redujo de manera significativa la capacidad de oferta exportadora de energía y combustibles.

La combinación de estos tres elementos— la política de apreciar y luego mantener el tipo de cambio real bajo, la persistente expansión del gasto público y el colapso de las exportaciones— derivó en un progresivo deterioro de las cuentas fiscales y externas. El Gráfico 12 muestra la evolución del resultado financiero del SPA y el de la cuenta corriente del balance de pagos: se pasa de una configuración macroeconómica de superávits gemelos durante 2003-08

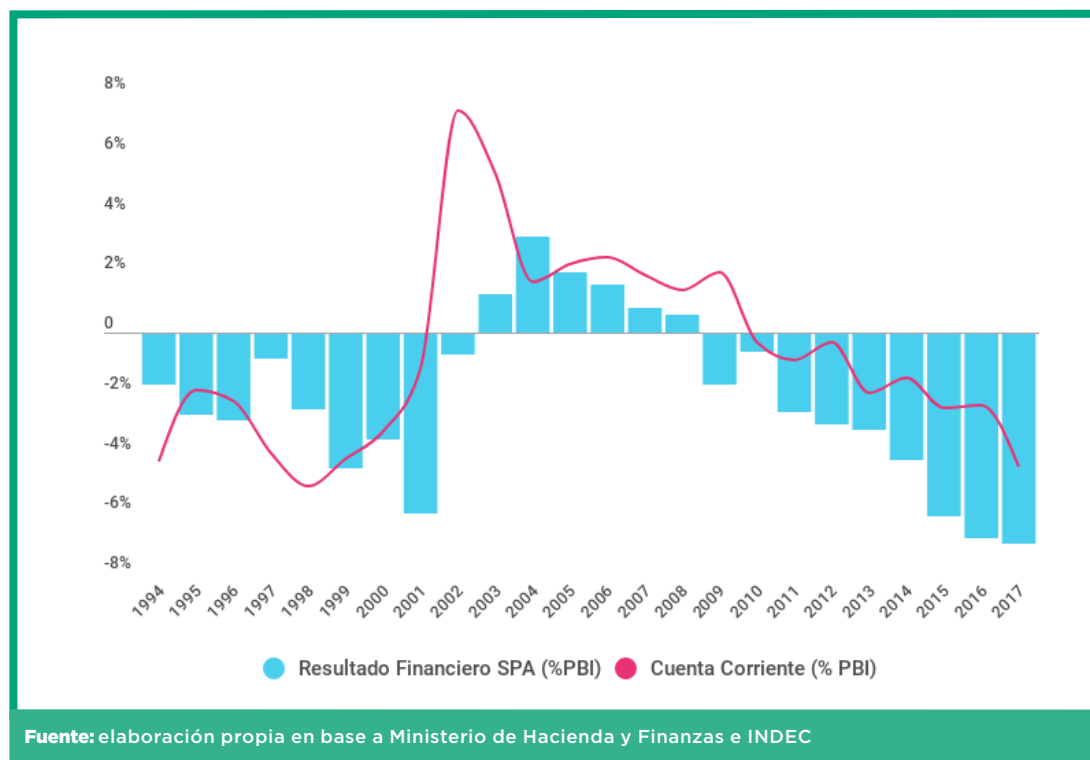
a otra de crecientes déficits gemelos en 2010-17. La trayectoria “ondulada” de la cuenta corriente durante este período es el reflejo de la dinámica de la economía del día de la marmota: el déficit se expande en los años expansivos (impares) y se reduce en los recesivos (pares).

El Gráfico 12 permite también comparar la configuración actual de déficits gemelos con otra similar como la del final del régimen de convertibilidad. Es interesante notar dos aspectos. El primero es que la magnitud del déficit cuenta corriente de 1998 —último año expansivo durante la convertibilidad— es levemente mayor al de 2017 y similar al que se pronosticaba para 2018 previo a la corrección cambiaria. La segunda es que el tamaño del déficit fiscal actual es superior—6% del PIB en 2001 contra 6,8% en 2016 y 7,0% en 2017— y cuenta con un agravante. A diferencia del actual, el alto déficit fiscal de 2001 resultó no tanto de la expansión del gasto sino de la intensa recesión que experimentó la economía entre 1998 y 2001, la cual redujo los ingresos tributarios y también el tamaño del PIB con el que se compara el déficit (Damill et al., 2005).

Los elementos discutidos en esta sección pueden ayudarnos a ensayar una respuesta a la pregunta con la que cerramos la anterior. ¿Ha sido el ajuste cambiario reciente y la aceleración de la corrección fiscal acordada con el FMI suficientes para corregir los desequilibrios que caracterizaban a la economía del día de la marmota? ¿Alcanzan estos cambios para escapar de la dinámica de la economía del día de la marmota e ingresar a un sendero de crecimiento sostenido

Gráfico 12

Resultado financiero del Sistema Público Argentino y de la Cuenta Corriente como porcentaje del PIB (1994-2017)



como el que se proyecta en el **Gráfico 9**?

El **Gráfico 10** muestra que el valor actual del tipo de cambio —en torno a los \$28— se sitúa en un nivel levemente por encima del promedio del tipo de cambio real del período 1991-2018, el cual puede considerarse como una aproximación al valor equilibrio. El tipo de cambio actual es 12% superior al promedio del bilateral con Estados Unidos (\$24,8) y 3% mayor al promedio del multilateral. Dado que estamos lidiando con aproximaciones, podríamos decir que el tipo de cambio actual se encuentra dentro del entorno del equilibrio¹⁵.

Esta evidencia podría inclinarnos a pensar que no es necesario ningún ajuste cambiario adicional para poner a las cuentas externas en una trayectoria sostenible. Complementan este argumento la perspectiva de que en 2019 habría una mejora sustantiva de las exportaciones primarias luego de la sequía de 2018 y que el gradual pero sostenido crecimiento de la producción doméstica de energía tendería a reducir el déficit comercial energético. Sin embargo, el hecho de que: i) los precios exportación se encuentren deprimidos, ii) el principal mercado de exportación de bienes industriales (Brasil) no muestra todavía signos claros de dejar atrás la peor recesión de su historia y un cuadro de incertidumbre política excepcional,

iii) el escenario de comercio internacional presenta una serie de importantes amenazas, y iv) la propia historia reciente de nuestra economía que no logra crecer de forma sostenida y que ha perdido capacidad exportadora y destinos de exportación. Todo esto podría hacernos pensar que una corrección sostenida del déficit de cuenta corriente por la vía de un crecimiento de las exportaciones requiera un nivel de tipo de cambio real superior al actual.

La corrección del gasto público también presenta sus fuentes de incertidumbre. El **Gráfico 11** muestra que la trayectoria del gasto ha comenzado desde el año pasado un sendero de reducción. De acuerdo a trascendidos recientes, se ha dado a conocer que el gobierno nacional planea llevar a cabo un ajuste de gastos de unos \$ 300 mil millones (aprox. 2% del PIB) en 2019. La recuperación del crecimiento, por otro lado, contribuiría a licuar el peso del gasto público en relación al PIB en los años siguientes.

Si bien el gobierno nacional se muestra comprometido con la estrategia de reducción del gasto, resta por ver cómo será el reparto del costo del ajuste entre la Nación y las provincias. Es un interrogante también cuál será la reacción de los sectores sociales que más sientan la caída del gasto público. La historia muestra que la resistencia política y social ha típicamente conducido a que los ajustes fiscales se logren no por la acción del gobierno sino más bien a instancias de crisis económicas.

El **Gráfico 11** indica con líneas verticales que las tres mayores correcciones del gasto público de los últimos 40 años se dieron a raíz de las crisis

¹⁵ El tipo de cambio real de equilibrio es aquel que permite que la cuenta corriente tome un valor que pueda ser fácilmente financiable en condiciones financieras internacionales normales —ni muy líquidas, ni muy ilíquidas— cuando la economía crece a su ritmo tendencial. Cuando la serie del tipo de cambio real es estable en el tiempo, el valor promedio histórico de un período “largo” es aproximada a la del valor de equilibrio (Klein y Marion, 1997). Aromí y Dal Bianco (2014) indican que esta regla se cumple para el caso argentino. Si se toma una serie histórica de 1935 a 2018, el valor promedio del tipo de cambio real resulta un poco por encima del actual.

de la deuda de 1981-82, la hiperinflación de 1989-90 y de la convertibilidad de 2001-02. En todos estos episodios, la aceleración inflacionaria jugó un papel clave en la licuación del gasto público. Al respecto, conviene tener presente que una porción relevante del gasto primario está en la actualidad indexado a la inflación, como las jubilaciones y las transferencias sociales. Esto indica que se necesitaría hoy más aceleración inflacionaria que en los episodios anteriores por cada punto de gasto primario que se requiera licuar.

Los dilemas de la política económica

El desafío de mediano plazo de la política económica consiste en corregir los déficits gemelos y lograr un crecimiento económico sostenido. En busca de esa trayectoria, en el corto plazo, sabemos que la corrección en curso implicará una aceleración de la inflación y una caída de los ingresos reales, del gasto público, el consumo privado, la inversión y los niveles de actividad y empleo.

Para maximizar las chances de que la transición sea exitosa y la economía ingrese en la trayectoria deseada, la estrategia de política económica debería concentrarse en tres grandes líneas de acción:

- estimular las actividades transables para aumentar las exportaciones y la producción que compite con importaciones,
- mejorar las cuentas fiscales, y
- proteger a los sectores sociales más vulnerables de los efectos de la recesión.

Si bien el acuerdo *stand-by* firmado con el FMI persigue estos lineamientos, valen la pena algunas observaciones. En primer lugar, debe considerarse prioritario evitar una nueva fase de apreciación cambiaria. Mantener el tipo de cambio real alrededor del nivel actual, como mínimo, es clave para poder estimular la producción de bienes y servicios transables. En el corto plazo, sabemos, el principal factor de mejora de las cuentas externas será la contracción del gasto. Sin embargo, a medida que pasen los trimestres, el impacto de un tipo de cambio real más alto debería provocar una respuesta de la producción transable, logrando así mantener el ajuste externo mientras la economía se recupera.

El acuerdo con el FMI estipula un piso de acumulación de reservas internacionales que, en principio, limitaría la posibilidad de una apreciación marcada. De todos modos, la estrategia de política económica debería priorizar el mantenimiento del tipo de cambio real, como mínimo, en los actuales niveles de competitividad. Si la estabilización del mercado cambiario es exitosa, la tentación a dejar estable el tipo de cambio nominal y que vaya por debajo de la inflación y los salarios —tal como muestran los años impares del **Gráfico 8**— será muy grande, más aún a medida que nos aproxi-

mos a la contienda electoral de 2019.

La estrategia sugerida abre un interrogante respecto al impacto inflacionario. Es claro que si, en el corto plazo, el BCRA tiene al nivel del tipo de cambio real entre sus objetivos, debe ofrecer un ancla nominal alternativa para su estrategia desinflacionaria. En este sentido, conviene tener presente la experiencia reciente de la política monetaria y su limitada capacidad para desinflar. En un contexto de poca intermediación financiera como el actual —el ratio de crédito bancario sobre PIB es sólo de 16% en Argentina— el rol de la tasa de interés como instrumento para afectar la dinámica inflacionaria es más bien limitado. Otros elementos que influyen sobre la inflación, como la inercia y las subas de las tarifas de servicios públicos, hacen todavía más débil su potencial desinflacionario. En ese sentido, la decisión de la nueva conducción del BCRA de sumar a los agregados monetarios como ancla además de la tasa de interés de política es saludable.

De cualquier modo, sería prudente en este contexto tener una mayor dosis de agnosticismo teórico y agregar otros instrumentos que jueguen el papel de ancla. Algunas iniciativas oficiales van en esta dirección, como la extensión del programa de precios cuidados o el congelamiento del precio de las naftas.

Una actitud oficial más contundente para incidir sobre los actores que deciden y negocian precios y salarios es necesaria. En este sentido, debe cobrar centralidad la noción de que no se está actuando sobre un contexto de normalidad como presupone la teoría monetaria convencional. Por lo tanto, la tarea desinflacionaria no puede recaer exclusivamente sobre el BCRA —que no tiene suficientes instrumentos para la lucha inflacionaria, más aún si se le anula la posibilidad de usar al tipo de cambio como ancla nominal— sino también sobre otras áreas del gobierno como los Ministerios de Hacienda, Producción, Trabajo y Energía. **La acción coordinada de políticas será crucial en los meses que siguen para que la reciente corrección cambiaria logre maximizar la suba del tipo de cambio real, minimizando al mismo tiempo el traslado a precios domésticos.**

Es importante tener en cuenta que, aún con una aceptada coordinación de la política económica, la decisión de no dejar apreciar el tipo de cambio real puede dar lugar a una dinámica desinflacionaria menos exitosa que lo proyectado en el acuerdo con el FMI. Esto de ningún modo debería llevar a desistir del objetivo de tipo de cambio. Dejar apreciar en términos reales en el corto plazo puede significar menos inflación hoy a cambio de mayor inflación mañana. Con el agravante de que la aceleración inflacionaria postergada podría darse en un contexto de crisis cambiaria más intensa que la que vimos recientemente, y con peores consecuencias para la actividad, el empleo y las condiciones de vida.

El mantenimiento del tipo de cambio real en,

al menos, niveles como el actual será clave para incentivar la producción transable. Este, sin embargo, no debería ser el único instrumento de estímulo. El gobierno debería evaluar otras políticas que eleven la rentabilidad de los sectores transables; sobre todo de aquellos que son grandes empleadores de mano de obra como la industria y los servicios. El Ministerio de Producción ha anunciado algunas medidas de estímulo a las pyme. Esta orientación es saludable pero convendría priorizar la asignación de los estímulos a actividades mayormente transables.

Mejorar las cuentas externas en el corto plazo depende también del comportamiento del gasto doméstico. La actual tendencia contractiva del gasto agregado es el mecanismo de reducción del déficit de cuenta corriente en el corto plazo. Pero, como vimos, se logra a costa de una recesión. Para maximizar la mejora de la cuenta corriente y minimizar al mismo tiempo el impacto recesivo, lo ideal sería que el grueso de la caída del gasto recaiga sobre bienes y servicios transables, para cuya demanda se requieren divisas.

El caso, tal vez, más representativo y significativo al respecto es el turismo. La sustitución de turismo internacional por turismo doméstico no sólo mejora las cuentas externas sino que también tiende a expandir la actividad y el empleo. La suba del tipo de cambio real favorece esta sustitución pero afecta negativamente la demanda de otros bienes y servicios a raíz de la caída del ingreso real. Por ello, una política que desincentive la demanda de turismo internacional puede facilitar una mejora de la cuenta corriente con una menor suba del tipo de cambio real y, así, resultar menos contractiva. Existen una variedad de instrumentos que cumplen esa función; el más conocido —pero controversial— es el impuesto a la compra de pasajes al exterior. Es probable que el gobierno considere que adoptar un impuesto sea costoso en términos políticos por su semejanza con la estrategia de la administración anterior, pero cuanto menos debería evaluar otras iniciativas, como dejar de financiar la compra de viajes y paquetes turísticos al exterior a través de bancos públicos.

Reducir la magnitud del gasto público es imprescindible para mejorar las cuentas fiscales —el segundo gran lineamiento de la orientación de la política económica— y depositar a la economía en una trayectoria sostenible de mediano

plazo. Pero, al mismo tiempo, **la sustentabilidad económica, política y social de esa trayectoria requiere que se brinde mayor asistencia social a los grupos vulnerables afectados —el tercer gran lineamiento.**

La necesidad de, por un lado, expandir y, por el otro, contraer el gasto es ciertamente una ecuación de difícil solución. Es por eso que luce imprescindible asegurar todo elemento que permita mejorar la cuenta fiscal sin afectar el gasto destinado a proteger a los más necesitados. La estrategia de consolidación fiscal debería considerar, entonces, no sólo la reducción de gasto sino también la mejora de los ingresos. En este sentido, la sugerencia del personal técnico del FMI de postergar transitoriamente la instrumentación de la reforma impositiva y la baja a las retenciones en la soja —que podrían aportar alrededor de 0,5% del PIB de recursos fiscales para 2019— cobra relevancia.

Por último, la coyuntura no debería hacer nos perder la mirada estratégica. Argentina es un caso de deterioro económico y social excepcional a nivel internacional. En su etapa moderna —desde la segunda pos-guerra mundial en adelante— el crecimiento económico ha sido muy bajo en relación a casi cualquier país desarrollado o en vías de desarrollo. Un rasgo que sobresale es que el crecimiento económico se ha visto interrumpido reiteradamente. Entre 1945 y 2018, la economía experimentó 16 episodios de recesión (incluyendo el actual), con 25 años de tasas de crecimiento negativas, lo que equivale a un tercio del período. Cómo se muestra en el apéndice de este trabajo, todos los episodios recesivos —a excepción del de 1978— fueron provocados por problemas de balanza de pagos.

La actual economía del “día de la marmota” no es un caso excepcional sino uno particular de un patrón más general. La configuración de déficits gemelos —el exceso de gasto sobre ingresos a nivel del sector público y a nivel del país— ha sido un rasgo permanente de nuestra economía. Esta afirmación no es contenciosa: es evidencia lisa y llana. Corregir este patrón histórico no es fácil. Requiere como primer paso comprender que no es posible crecer de forma sostenida sin que lo hagan las exportaciones. **Hay que exportar para crecer.** Aspirar a un proyecto de país inclusivo y con crecimiento requiere una estrategia de desarrollo exportador.

Perspectiva
estratégica

- Aromí, D., & Dal Bianco, M. (2014). Un análisis de los desequilibrios del tipo de cambio real argentino bajo cambios de régimen. *Ensayos Economicos*, (71).
- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of economic perspectives*, 10(2), 123-139.
- Damill, M., Frenkel, R., & Rapetti, M. (2005). La deuda argentina: historia, default y reestructuración. *Desarrollo económico*, 187-233.
- Ferretti, G. M. M., & Razin, A. (2000). Current account reversals and currency crises: empirical regularities. In *Currency crises*(pp. 285-323). University of Chicago Press.
- Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88(2), 235-251.
- Gerchunoff, P., & Rapetti, M. (2016). La economía argentina y su conflicto distributivo estructural (1930-2015). *El trimestre económico*, 83(330), 225-272.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Klein, M. W., & Marion, N. P. (1997). Explaining the duration of exchange-rate pegs. *Journal of Development Economics*, 54(2), 387-404.
- Prasad, E. S., Rajan, R. G., & Subramanian, A. (2007). Foreign capital and economic growth (No. w13619). National Bureau of Economic Research.
- Rapetti, M. (2016). La economía del día de la marmota. *Clarín* (27 de noviembre) Disponible en: https://www.clarin.com/economia/economia-dia-marmota_o_SkJGBE8Ml.html

Episodios recesivos de Argentina (1945-2017)

Año	Resumen del episodio
1945	Con la finalización de la Segunda Guerra Mundial se cerraron mercados donde habían penetrado los productos argentinos (manufacturas en particular). Sumado a esta reconfiguración del comercio global, se agrega un shock negativo en los términos de intercambio. Estos elementos explican la recesión de 1945. Estos shocks afectaron el consumo privado y las exportaciones. En 1945 el resultado fiscal era deficitario en 6,3% del PIB y la cuenta corriente era superavitaria 6,1% del PIB.
1949	Los años de crecimiento posteriores a la recesión del '45, motorizan un crecimiento sostenido del gasto doméstico. La apreciación cambiaria, el incremento en la inflación, sumado a las intervenciones en el comercio exterior (IAP), desincentivaron la producción de bienes primarios que constituían la fuente de divisas para financiar las transferencias intersectoriales del gobierno justicialista. El resultado de este mix de políticas fue el deterioro constante del saldo de cuenta corriente. Como contrapartida de este proceso se aprecia una continua caída en las reservas internacionales desde 1947. Con este trasfondo, una nueva caída en los términos de intercambio en 1949 sumada a la sequía de dicho año desencadena un episodio de estrangulamiento externo. Como respuesta, el gobierno articula una corrección en el tipo de cambio oficial e intensifica los controles cuantitativos como mecanismo para contraer la demanda de importaciones y restablecer el equilibrio de cuenta corriente. El resultado es una contracción del PBI de 1.3%. La cuenta corriente pasa de un déficit de 1.2% del PIB en 1949 a un superávit de 1.5% en 1950. Desde la crisis externa de 1949, el ritmo de crecimiento aminora. Sumado a este estancamiento, una mala cosecha en 1951/52 y la escasez de energía implican un creciente déficit de cuenta corriente que alcanza su pico en 1952. Hasta ese momento este déficit se financiaba con RRII ante la ausencia de financiamiento internacional.
1952	Aprovechando el margen electoral posterior a la reelección del '52, el gobierno pone en marcha un plan de estabilización cuyo objetivo era reducir la inflación y morigerar el problema externo. El núcleo de la estrategia era comprimir el consumo interno mediante un mix de ajuste fiscal y política monetaria contractiva. Este mix de política impactó negativamente sobre la demanda agregada y, por esta vía, incrementó el saldo exportable mediante la reducción en el consumo de bienes primarios. Con una caída de 4,6% del producto, la merma en la demanda agregada operó para reducción de la inflación de 38,8% en 1952, a 4% en 1953. La cuenta corriente producto del plan de estabilización pasa de un déficit de 5% del PBI en 1952 a un superávit de 3% en 1953.
1959	Luego de 3 años con déficit de cuenta corriente, reaparecen las tensiones en el frente externo. En el año 1959 se inicia un nuevo plan de estabilización para resolver el desequilibrio externo y estabilizar la inflación – que había pasado de 3,8% en 1955 a 123% en 1959-. Al igual que en los casos anteriores, la contracara del problema externo es la pérdida de reservas durante el período 55-59. La unificación del mercado de cambios significó un fuerte incremento en el tipo de cambio real para el comercio exterior (22% de aumento para el tipo de cambio de importación y 28% al de exportación entre 58-59). El encarecimiento de los bienes de consumo, transables y no transables, impacto sobre el poder de compra de los salarios. Al mismo tiempo, un endurecimiento de la política monetaria y algunos esfuerzos fiscales lograron contraer la absorción doméstica y llegar al equilibrio de cuenta corriente. La cuenta corriente pasa de un déficit de 2.7% en 1958 a un superávit de 0.1% en 1959. Por su parte, el déficit fiscal se reduce a 5,5% del PIB de un déficit de 8.1% en 1958.
1962	El proceso de apreciación cambiaria y expansión de la absorción doméstica incrementa la demanda por importaciones y frente a la insuficiencia de la oferta exportable, implica una pérdida continua de RRII. De nuevo, el estrangulamiento externo desata un proceso de ajuste centrado en incrementar el tipo de cambio real. Por los efectos contractivos de la devaluación, sumados a los de la contracción monetaria para morigerar los efectos inflacionarios de la corrección cambiaria, se recupera el equilibrio externo. En este caso, la recesión resultó más moderada (-1,6%) que episodios anteriores. Sin embargo, vale destacar que la caída de la actividad se prolonga por dos años para finalmente revertirse el saldo de cuenta corriente en 1963. El resultado de cuenta corriente se revierte pasando de un déficit de 3.5% en 1961 a un superávit de 1.5% en 1963. A contramano de esto, el déficit fiscal se profundiza pasando de 3.5% a 5.6% del PIB en igual período.
1975	Tras un período extenso de crecimiento ininterrumpido (1963-1974), reaparecen los problemas en el frente externo. En el marco de un shock negativo sobre los términos de intercambio y un agudo déficit fiscal, el gobierno lanza el plan de estabilización del '75 comúnmente conocido como "El Rodrigazo". El plan consistió en eliminar la mayoría de los controles de precio, liberalizar el precio de las tarifas públicas y una fuerte devaluación. Los efectos de este ajuste fueron una significativa caída de la actividad durante dos años consecutivos, una fuerte aceleración de la inflación y una contracción del gasto agregado que significó una corrección de la cuenta corriente de casi 5% del PBI: pasa de un resultado de -3% del PIB en 1975 a un superávit de 2.1% en 1977. En igual período el déficit fiscal se reduce en 8 pp del producto (de 12% a 3,8%).
1978	En este caso la recesión tiene un fuerte componente doméstico. La reforma financiera del 77 en conjunto con un mix de liberalización del mercado de crédito para captar más depósitos y una política monetaria contractiva para combatir la inflación, generaron un aumento sustancial de la tasa de interés real. Este "apretón monetario" terminó generando una breve pero profunda recesión. Esta es la primer (y única) recesión que no está relacionada con desequilibrios en el balance de pagos. Incluso con una fuerte apreciación real entre 77-78, la cuenta corriente permaneció superavitaria.
1981	Luego de la recesión de 1978, ante una inflación que no cedía, el gobierno toma nuevo enfoque de política antinflacionaria e impone un régimen de crawling-peg activo (<i>la tablita</i>). Como resultado se produce una continua apreciación cambiaria que, junto a dos años de expansión consecutivos, determinó un grave deterioro de las cuentas externas, que alcanzarían un déficit de cuenta corriente de 4,2% del PBI en 1981. La gran acumulación de deuda pública y privada, la crisis bancaria de 1980, y el elevado déficit fiscal condujeron a una crisis cambiaria y el abandono de la tablita en 1982. La ruptura del régimen implicó fuertes depreciaciones de la moneda, más del 100% en el mercado libre de cambios y un incremento de 81% y 91% para los tipos de cambio de exportación e importación respectivamente. A pesar del ajuste cambiario y la contracción del gasto doméstico, en el bienio 81-82, el déficit de cuenta corriente no se revirtió aunque implicó una reducción sustancial del mismo entre los años 1981-1985 (pasa de 4,2% a 1,2%). En igual período el déficit fiscal se reduce de 11,3% a 5% del producto.

Año	Resumen del episodio
1985	<p>El sistemático déficit fiscal y la creciente carga de intereses que debía honrar el Estado argentino se materializaban en un agudo déficit de cuenta corriente. En esta situación, el gobierno firmó un acuerdo con el FMI en 1984 que implicó una combinación de devaluación, ajuste fiscal con incremento de tarifas públicas incluido y contracción monetaria. Como resultado el programa logró la contracción de las importaciones (vía caída de la actividad) necesaria para mejorar la situación externa: de un déficit de 2.4% en 1984 se alcanza un déficit de 1.2%.</p> <p>A pesar de la recesión, la inflación no cedió. En este contexto, el cambio de gabinete económico lanza el programa de estabilización conocido como "Plan Austral", cuya finalidad era sacar a la economía del régimen de alta inflación. La estrategia desinflacionaria consistía en conjugar un ajuste inicial de precios relativos (tipo de cambio y tarifas públicas), seguido por el cambio de signo monetario, congelamiento de precios y salarios, el compromiso del Banco Central de no financiar el déficit fiscal del Tesoro, y un incremento de impuestos para reducir el déficit fiscal.</p>
1988-1990	<p>Luego del éxito inicial del plan austral, las complicaciones para sostener el congelamiento de precios sembraron dudas sobre la posibilidad de sostener la estabilización lograda. A su vez, con el incremento de la actividad y un shock negativo en los términos de intercambio, se agudizaban los problemas de cuenta corriente, lo cual, planteaba la necesidad de un nuevo ajuste en el tipo de cambio (con sus consecuencias inflacionarias).</p> <p>La flexibilización del congelamiento disparó incrementos de precios que llevaron a dolarizaciones de cartera, fuertes devaluaciones de la moneda, y violentas aceleraciones inflacionarias. Durante este período se producen dos episodios hiperinflacionarios que tuvieron consecuencias negativas sobre el nivel de actividad -el PBI cayó 11%- . La caída del consumo interno y la inversión durante la crisis permitieron revertir el déficit de cuenta corriente, que cerró en 1990 con un superávit de 3.7% del PBI, siendo que en 1987 se había alcanzado un déficit de 4.8%. La reducción en el déficit fiscal es más modesta, completándose recién en 1991 (licuación del gasto mediante) el ajuste fiscal. Entre 1987 y 1990 el déficit fiscal pasa de 7% a 4,7% del PBI, y en 1991 se alcanza un déficit de 1.4%.</p>
1995	<p>Bajo el régimen de convertibilidad cualquier salida de capitales implicaba una contracción automática de la oferta monetaria. La "crisis del tequila" iniciada en México se contagia y produce una salida de capitales en toda la región. En consecuencia, en el '95 se produce una fuerte contracción monetaria que se tradujo en una caída de 3% del PBI, y una reducción de más de 2pp del PBI en el déficit de cuenta corriente (pasa a de -4.2% a -1.9%).</p>
1999-2002	<p>El efecto Tequila fue relativamente breve y a los pocos trimestres la economía volvía a crecer.</p> <p>La sucesión de shocks externos desde 1998, sumado a los ajustes sucesivos en la política fiscal iniciaron un proceso de larga recesión hasta la salida del régimen de convertibilidad. En 1998 el déficit de cuenta corriente alcanzó el 5.1% del PBI. A partir de allí, la retracción del financiamiento se fue profundizando hasta el momento en que el sector público perdió la capacidad de acceder a nuevo financiamiento -vía FMI o vía los mercados voluntarios de deuda-. Ante esta situación, la imposibilidad de sostener el régimen cambiario culmina en una crisis financiera que fuerza la devaluación de comienzos de 2002.</p> <p>El régimen finalizó tras tres años de recesión y deflación. La salida confluyó en la ocurrencia de una crisis triple: cambiaria, financiera y de deuda pública. El proceso acumuló una caída del PBI cercana al 20%. El fuerte incremento en el TCR, junto a la menor absorción interna producto de los efectos contractivos de la devaluación y el largo período de recesión, posibilitaron una reversión dramática de la cuenta corriente, que en 2002 cerraba con un superávit del 9%. De manera semejante el déficit fiscal pasa de 6% del PBI a 0.7% en 2002, y un superávit de 1.3% en 2003.</p>
2009	<p>La crisis financiera internacional de 2008 tuvo un impacto negativo sobre la economía Argentina, principalmente mediante el canal comercial. Los efectos no fueron prolongados, esencialmente por el fuerte estímulo interno al gasto doméstico, aprovechando el espacio fiscal que se había generado en los años anteriores. En 2009 el PBI se retrajo un 6%, por lo cual a pesar de la fuerte caída en la demanda y los precios internacionales, el saldo de cuenta corriente no se vio afectado.</p>
2012	<p>Luego de las elecciones de 2011 y frente a una persistente salida de capitales, el gobierno introduce un régimen de control de cambios ("el cepo") afectó negativamente a la actividad económica, en particular a la construcción y la actividad inmobiliaria. A esto se sumó un efecto negativo por la pérdida de competitividad del sector externo. Se verifica una caída del PBI de 1%.</p>
2014	<p>La intensa pérdida de reservas durante el segundo semestre de 2013 -a pesar de los controles cambiarios- culminó en una devaluación a principios de 2014. La devaluación fue contractiva pero no sirvió para morigerar el problema externo de forma duradera. El traslado a precios y la decisión de no seguir deslizando el tipo de cambio impidió la mejora permanente en el TCR. El saldo negativo de la cuenta corriente corrigió levemente (de -2% a -1.5%), y se observó una pérdida de RRil del 20% durante el año.</p>
2016	<p>En diciembre de 2015 el nuevo gobierno electo tomó la decisión de eliminar los controles cambiarios y adoptar un régimen de flotación. La salida del "cepo" implicó una devaluación del 58% en el tipo de cambio nominal. Al igual que en 2014, la respuesta al movimiento en el tipo de cambio nominal generó un impulso inflacionario y una recesión económica de magnitud similar a la de 2014. De igual forma, el fuerte incremento de los precios internos impidió una mejora sustancial del TCR, que continuó muy por debajo del nivel histórico y resultó sólo un 14% superior al del año anterior. Por su parte, el déficit de cuenta corriente no logró reducirse, y se mantuvo en torno al 2.5% del PBI.</p>

Martín Rapetti: director del programa de Desarrollo Económico. Licenciado en Economía (UBA) y doctor en Economía (Universidad de Massachusetts, Amherst). Profesor adjunto de Macroeconomía II y director de la Maestría en Economía en la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Buenos Aires.

Se agradecen los valiosos comentarios de **Gerardo della Paolera**, la colaboración de **Pablo Carreras Mayer**, coordinador del Programa de Desarrollo Económico y la asistencia de **Alejo Sorrentino** y **Patricio Larroulet**, analistas del Programa de Desarrollo Económico.

Las publicaciones de CIPPEC son gratuitas y se pueden descargar en www.cippec.org. CIPPEC alienta el uso y la divulgación de sus producciones sin fines comerciales.

Si desea citar este documento: Rapetti, M. (julio de 2018) Los desafíos macroeconómicos tras el acuerdo con el FMI. **Documento de Políticas Públicas/Análisis N°208**. Buenos Aires: CIPPEC.

Para uso online agradecemos usar el hipervínculo al documento original en la web de CIPPEC.



@CIPPEC



/cippec.org



/fcippec



www.cippec.org

Con los **Documentos de Análisis de Políticas Públicas**, **CIPPEC** acerca a funcionarios, legisladores, periodistas, miembros de organizaciones de la sociedad civil y a la ciudadanía en general un análisis que sintetiza los principales diagnósticos y tomas de posición pública sobre un problema o una situación que afecta al país, y presenta recomendaciones propias.

Estos documentos buscan mejorar el proceso de toma de decisiones en aquellos temas que ya forman parte de la agenda pública o bien lograr que problemas hasta el momento dejados de lado sean visibilizados y considerados por los tomadores de decisiones.

Por medio de sus publicaciones, **CIPPEC** aspira a enriquecer el debate público en la Argentina con el objetivo de mejorar el diseño, la implementación y el impacto de las políticas públicas, promover el diálogo democrático y fortalecer las instituciones.

CIPPEC (Centro de Implementación de Políticas Públicas para la Equidad y el Crecimiento) es una organización independiente, apartidaria y sin fines de lucro que trabaja por un Estado justo, democrático y eficiente que mejore la vida de las personas. Para ello concentra sus esfuerzos en analizar y promover políticas públicas que fomenten la equidad y el crecimiento en la Argentina. Su desafío es traducir en acciones concretas las mejores ideas que surjan en las áreas de Desarrollo Social, Desarrollo Económico, y Estado y Gobierno, a través de los programas de Educación, Protección Social, Instituciones Políticas, Gestión Pública, Monitoreo y Evaluación, Desarrollo Económico y Ciudades.