


INFORME DE COYUNTURA MENSUAL

24° | Mayo 2018

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía
Fundación Germán Abdala

CLAVES DE LECTURA

La virulencia de la reciente crisis cambiaria y la entrada en escena del FMI cambiaron en pocos días el panorama macroeconómico de la Argentina. Más allá de los disparadores de corto plazo de la crisis, las causas de fondo son las que este Instituto viene remarcando desde hace ya dos años: la desregulación financiera irrestricta y el endeudamiento externo a gran escala.

Esta situación tiene como agravante el carácter errático de la política de administración cambiaria ejecutada por el BCRA, que prácticamente la totalidad del arco ideológico ha criticado. Este es un punto no menor, ya que **fue la actitud dubitativa de la autoridad monetaria la que terminó precipitando el regreso prematuro del FMI a la escena económica local.**

Un aspecto importante de cara al 2019 es que **los dos logros que el gobierno estaba seguro de poder mostrar han entrado en zona de riesgo:** la desaceleración de la inflación (a pesar de que antes de la corrida ya se descontaba el incumplimiento de la meta del 15%) y un crecimiento del PIB que no sea meramente estadístico.

Lo cierto es que **en el mediano plazo la estabilidad cambiaria no está garantizada.** La apuesta del gobierno es clara: la combinación del reaseguro del FMI (cuyos fondos supuestamente cubrirían las necesidades financieras hasta 2019) y el hecho de "atarse las manos" respecto de la reducción del déficit (lo cual queda implícito en la condicionalidad del fondo) es un **intento por sostener en el tiempo el financiamiento del déficit de cuenta corriente del balance de pagos,** que el año pasado rozó el 5% del PIB.

Si el FMI demuestra estar dispuesto a financiar este desequilibrio transitoriamente, el gobierno habrá ganado tiempo. Si no es así, **la sobreexposición de los no residentes a los papeles argentinos llevará a una mayor corrección del tipo de cambio real, y la crisis cambiaria tenderá a recrudecer. En los próximos meses, veremos de qué lado del filo de la navaja queda la economía argentina.**

BLUES DE LA ARTILLERÍA

Una vez más la gestión de la política monetaria ha estado en el centro de la escena. **El esquema de Metas de Inflación (MI) ha mostrado falencias graves en su diseño, instrumentación y ejecución**, implicando un serio cuestionamiento a la credibilidad del BCRA en su capacidad para administrar una corrida cambiaria en particular, y garantizar la estabilidad monetaria y financiera en general.

Primera estrategia: consolidando la desinflación...

La relectura rápida de los Comunicados de Política Monetaria que fue emitiendo el BCRA a lo largo de este año¹ permiten confirmar el punto. **Entre enero y febrero, las autoridades consideraron que el sesgo de la política monetaria era “demasiado” contractivo** en un proceso de desinflación que se postulaba relativamente consolidado y daba espacio a instrumentar dos rebajas de 75 p.b. en la tasa de política monetaria (el 9 y el 23 de enero). Todo en un contexto de depreciación del tipo de cambio nominal que acumulaba un 16,5% entre mediados de diciembre de 2017 y principios de marzo de 2018.

Segunda estrategia: *eppur si muove*

Sin embargo, a partir de ese momento la autoridad monetaria produjo un primer giro en su intervención. Por primera vez desde que comenzó el esquema de MI, en el comunicado del mes de marzo, **el BCRA reconoció una aceleración en los precios que estaba vinculada al incremento observado en el tipo de cambio** (y a los aumentos autorizados en los precios regulados), de forma tal que comenzó a vender divisas con el objetivo de estabilizar su cotización, en el entendimiento de que *“una depreciación mayor a la ya ocurrida no estaría justificada ni por impactos económicos reales ni por el curso planeado de su política monetaria y que, de no evitarse, tendría el potencial de ralentizar el proceso de desinflación”*². Así, hasta la primera semana de abril se acumularon ventas de divisas por

¹ <https://goo.gl/xbdgLE>

² <https://goo.gl/xBTuC2>

un total de USD 2.500 millones, en un contexto de virtual estabilidad del tipo de cambio.

En el comunicado del 24 de abril, el BCRA todavía sostenía esta visión respecto del tipo de cambio y la correspondiente necesidad de intervenir para sostener la cotización. No obstante, **a pesar de las ventas del BCRA por USD 5.300 millones, entre el 23 de abril y el 3 de mayo el tipo de cambio nominal se devaluó un 7,4%.**

Tercera estrategia: el super tazón

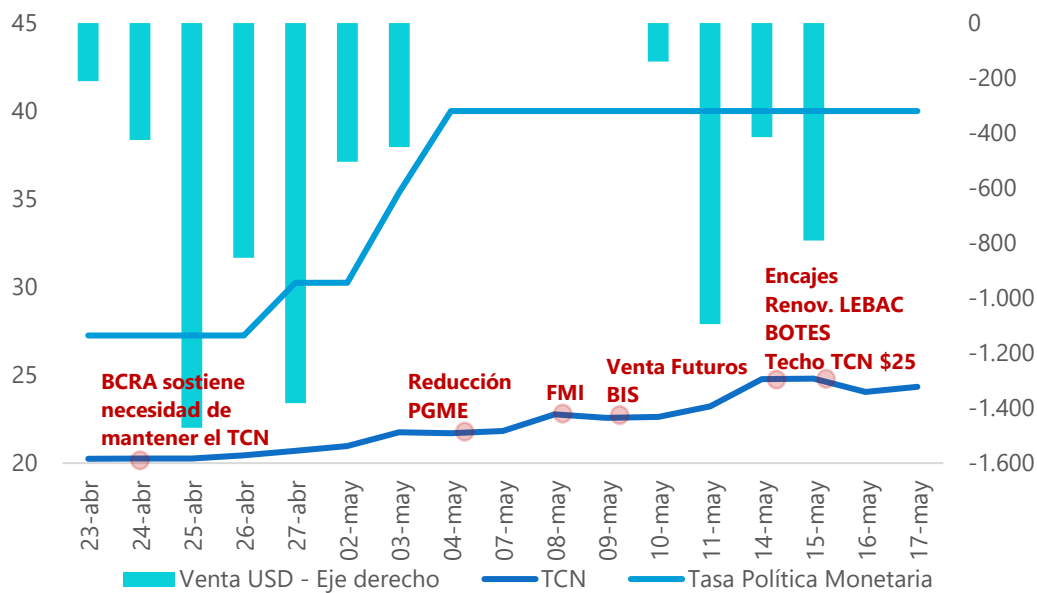
En el medio de este episodio la estrategia mutó nuevamente, y el 27 de abril se decidió un aumento extraordinario en la tasa de política monetaria de 300 p.b., el primer incremento de 2018. Además, el 3 de mayo se instrumentó un nuevo incremento de otros 300 p.b., que sumó otros 675 p.b. el día 4 de mayo, llevando la tasa a 40%, junto con la reducción en el tope de divisas que podría acumular los bancos³. **Luego de estas medidas, la autoridad monetaria dejó de operar en el mercado de cambios, provocando que entre el 4 y el 9 de mayo la divisa trepara otro 3,8%.**

Nótese que, en solo 10 jornadas desde el comunicado del 24 de abril, donde se había postulado que el incremento del tipo de cambio era injustificado y riesgoso, el BCRA vendió USD 5.000 millones, incrementó la tasa en 1.250 p.b. y aun así se observó una depreciación del 11%. Además, en este contexto **el mercado secundario de LEBAC mostró una elevada volatilidad, con rendimientos que llegaron a superar el 100% anual para los plazos más cortos, sin una intervención consistente de la autoridad monetaria.**

³ "Con vigencia a partir del 7 de mayo de 2018 la posición global neta positiva de moneda extranjera de las entidades financieras computada en saldos diarios al tipo de cambio de referencia no podrá superar el 10% de la responsabilidad patrimonial computable o los recursos propios líquidos, ambos del mes anterior al que corresponda, lo que sea menor (Comunicación A6501)" <https://goo.gl/QUpWeN>.

Las marchas y contramarchas del BCRA

En millones de \$, en \$/USD y en TNA



Fuente: elaboración propia en base a BCRA

Cuarta estrategia: FMI, BIS y volver al futuro

Para peor, el episodio todavía distaba de estar finalizado. **El 8 de mayo el presidente Macri anunció que pediría financiamiento al FMI, buscando estabilizar la corrida contra el peso.** Al día siguiente, el BCRA tomó un financiamiento por USD 2.000 millones del BIS y volvió a operar en el mercado de futuros, luego de que Cambiemos había judicializado la herramienta a fines de 2015. A pesar de las medidas, entre el anuncio de la vuelta del FMI y el 15 de mayo la autoridad monetaria tuvo que vender otros USD 2.400 millones, sin lograr controlar el tipo de cambio, que se incrementó otro 10% adicional.

10.000 millones de dólares después...

Recién en esa jornada, la renovación del 100% de los vencimientos de LEBAC⁴, junto con la noticia de un ingreso de dólares por unos USD

⁴ A fin de garantizar la renovación plena de los vencimientos, en un contexto de profunda inestabilidad en el mercado secundario de LEBAC, el BCRA decidió una reducción en los encajes del sistema financiero, liberando liquidez a los bancos que luego estos canalizaron en LEBAC. De este modo, los bancos cambiaron un activo no remunerado por uno que paga interés, a costa del balance del BCRA.

2.500 millones por parte de fondos de inversión de los Estados Unidos, parecieron otorgar un respiro, poniendo un freno a la venta de reservas y al incremento en la cotización de la divisa estadounidense.

Además de estas medidas, el BCRA puso un tope de \$/USD 25 para el dólar en el mercado mayorista y estabilizó el mercado secundario de LEBAC, al tiempo que reforzó su intervención con una curva de dólar futuro acorde al nuevo sendero de tasas que había definido para el peso.

Resulta evidente que los factores estructurales que dieron lugar a la corrida distan de estar resueltos (apertura, endeudamiento, desequilibrio externo). Además, **las consecuencias macroeconómicas (y sociales) del episodio comenzarán a develarse en los próximos meses.**

Pero, en cualquier caso, llama poderosamente la atención que luego de anunciar una política de estabilización del peso, **en menos de 15 jornadas hábiles, el BCRA haya tenido que vender reservas por más de USD 10.000 millones, subir la tasa de política a 40%, intervenir en futuros, modificar la regulación sobre posición de dólares de los bancos y sobre los encajes en pesos, tomar financiamiento del BIS, todo eso sin poder evitar una devaluación superior al 25%.**

La incapacidad de las autoridades para implementar un plan de acción consistente con los propios objetivos públicos que postuló el BCRA implica un daño adicional para el esquema de MI, cuyas consecuencias de mediano plazo distan de ser alentadoras.

INFLACIÓN: EN EL CORTO PLAZO, A UN SEGUNDO PLANO

Antes de la crisis cambiaria, la reducción de déficit fiscal y la desaceleración de la inflación en un contexto de corrección “controlada” del tipo de cambio real, parecían ser los objetivos prioritarios de las autoridades económicas. En aras de corregir muy lentamente los desequilibrios macro, y en un año sin elecciones, el gobierno pareció conformarse con mostrar dos años seguidos de

crecimiento del PIB, objetivo que hasta hace pocas semanas parecía garantizado gracias al arrastre estadístico de 2017.

La corrección al alza del tipo de cambio que tuvo lugar en los primeros meses del año, junto con los ajustes en los precios regulados, ya habían dado por tierra con la flamante meta de inflación de 15% (ver [acá](#)). Sin embargo, **el control inflacionario tenía un papel secundario, aunque importante, en los objetivos del gobierno para 2018**. Esto se vio reflejado en la propia retórica de la autoridad monetaria (ver sección anterior).

Los recientes acontecimientos parecen haber sacado del listado de prioridades de corto plazo a la inflación. **En su intento de estabilizar la corrida cambiaria, y como mostramos más arriba, el BCRA convalidó corrimientos escalonados del tipo de cambio, que prometen tener un impacto no menor en el nivel de precios**, contradiciendo la hipótesis inicial del gobierno de “dar por muerto” el traslado a precios de la devaluación (*pass through*).

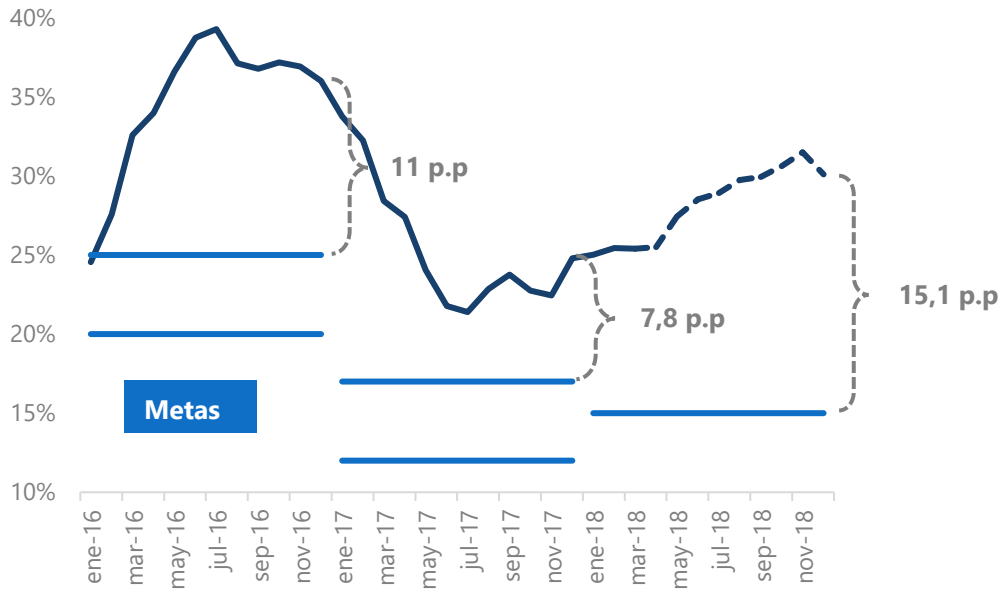
Previo a la corrida cambiaria y a la devaluación del peso, nuestro escenario base de inflación (ver [acá](#)) era de un promedio anual de 25,2%. Sin embargo, consumada la crisis cambiaria, es de suponer que la inflación aumente respecto de las anteriores proyecciones. **De acuerdo a lo estimado (ver [acá](#)), a corto plazo la depreciación del tipo de cambio incrementa la tasa de inflación en un 17%. Así, adicionando 18 p.p. al incremento anual del dólar, se sumarían 3 p.p. de inflación en el año.**

Vale la pena hacer algunas salvedades respecto de estas estimaciones. En primer término, el contexto de crecimiento que viene experimentando la economía argentina en los últimos trimestres es susceptible de incrementar el traslado a precios de la devaluación, lo cual necesariamente empeoraría las perspectivas inflacionarias. No obstante, también es cierto que una economía más abierta y con una menor resistencia salarial respecto del pasado (ver siguiente sección) puede funcionar como *buffer* y contener el *pass through*⁵.

⁵ Adicionalmente, el presidente del BCRA Federico Sturzenegger sostiene que mantener la tasa de interés en niveles elevados ayudará a contener el traslado de la devaluación al resto de los precios de la economía, aunque no aclara a través de qué canal ocurriría este efecto (ver [acá](#)).

Metas de inflación rezagadas

Variación % anual⁶



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a INDEC y BCRA

La aritmética de la inflación, sin embargo, va a jugar en contra de la estabilización de precios. Esto se debe a la baja base de comparación dada por los valores observados durante el segundo semestre del año pasado (ver gráfico superior). Según nuestras estimaciones preliminares, sin nuevas noticias en el ámbito cambiario la inflación podría cerrar el año en torno al 30% anual, 15 p.p. por encima de la meta del BCRA, cerrando un ciclo de tres años consecutivos de incumplimiento de los objetivos inflacionarios.

Es claro que el escenario de una inflación de un dígito para el año que viene queda, en estas circunstancias, totalmente descartado. En el mejor de los casos, al gobierno no le quedará otra alternativa que tomar el camino de la desinflación “lenta” que han transitado la mayoría de los países que adoptaron metas de inflación. Sin embargo, también puede darse que, a instancias del FMI, se opte por dejar de lado las MI para adoptar un esquema de administración de los agregados monetarios, lo que convertiría a nuestro país en uno de los pioneros en el mundo en abandonar las metas de inflación.

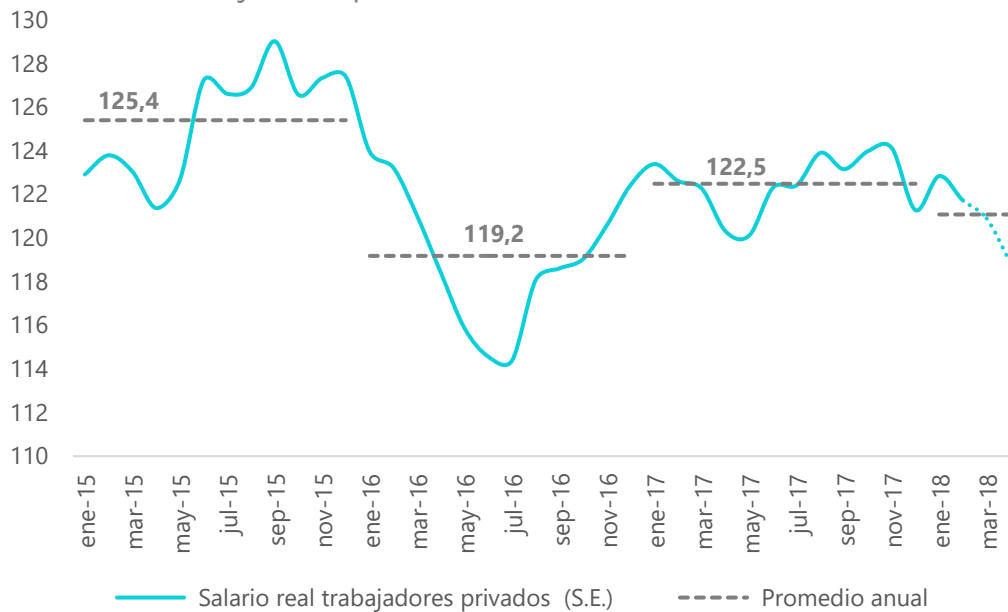
⁶ La serie de inflación se construyó empalmado el IRP desde ene-15 hasta mar-16 con el IPC-GBA desde abr-16 hasta nov-16, y utilizando a partir de dic-16 el IPC-Nacional.

LAS PARITARIAS DESPUÉS DE LAS TURBULENCIAS

Desde la asunción de Cambiemos, el salario real ha evidenciado un proceso de deterioro que, si bien ha tenido fluctuaciones, en la práctica ha significado un retroceso respecto a 2015.

El deterioro del salario real en la era Cambiemos

Salario real trabajadores privados, base enero 2009 = 100



Fuente: Instituto de Trabajo y Economía en base a MTEySS e INDEC

La reciente corrida cambiaria tuvo lugar en un contexto en el cual ya habían cerrado los acuerdos salariales de los sectores más importantes en cantidad de puestos de trabajo, y que sirven como referencia para el resto de las negociaciones paritarias.

A pesar de que, aun con la reformulación de fines del año pasado, la credibilidad de la meta de inflación de 2018 estaba seriamente comprometida luego de los incumplimientos de 2016 y 2017, el gobierno obtuvo un triunfo "simbólico" al encausar los principales acuerdos en una pauta informada en torno al 15%.

El carácter simbólico de dicha victoria residió en el hecho de que, **si bien se logró instalar que las paritarias estaban cerrando en el 15%, en la práctica los aumentos fueron sensiblemente mayores**. En efecto, si se analizan las principales paritarias cerradas, como ser comercio y

construcción, se observa que el incremento efectivo para la vigencia del acuerdo se encuentra cerca del 20%, mientras que si la comparación se realiza de manera interanual los salarios de 2018 serán un 21% más altos que el año anterior.

Esto se debe a que, **durante el 2018, el gobierno propició la realización de acuerdos que implicaron la reapertura de la paritaria del año pasado, a cambio de un menor aumento para el acuerdo salarial de este año.**

Por ejemplo, a principios de 2018 los empleados de **comercio** reabrieron la paritaria 2017 (que tenía vigencia hasta abril 2018) y se otorgó un 5% de aumento (1,7% en enero, 1,6% en febrero y 1,6% en marzo). Sobre esa nueva base se pactó un aumento de 15% (correspondiente a la paritaria 2018), de forma tal que, acumulando todos los aumentos, el salario de comercio crecería un 21,4% en 2018 respecto al promedio del año anterior.

Lo mismo sucedió con los trabajadores de la **construcción**, que en febrero y marzo de 2018 recibieron un aumento adicional del 3% (correspondiente al acuerdo 2017) antes de que se negociaran los aumentos del 15% de la paritaria 2018, con vigencia a partir del mes de abril. Una modalidad similar se observó también en otros acuerdos, como los de **SUTERH**, trabajadores de **obras sanitarias** y trabajadores **municipales** de CABA, por citar algunos.

Ahora bien, ¿Qué puede ocurrir con el salario en 2018? Como hemos mencionado, los acuerdos salariales de los principales gremios están pensados de manera tal que, aunque se informe 15% de pauta salarial, el aumento efectivo durante 2018 sea del orden del 21%. **No obstante, los aumentos paritarios no son el único factor que interviene en la dinámica salarial, ya que los salarios se modifican por cambios de categoría, aumentos por antigüedad y aumentos por fuera de la escala, entre otros.**

Frente a ello, y no de mediar cambios sustanciales, **es esperable que los salarios nominales del sector privado registrado se incrementen en promedio en el orden del 22%/23% anual.** De esta forma, la variación interanual de los salarios nominales se empezaría a desacelerar y pasaría del 24% observado en el primer trimestre de 2018, a un 21% en el último trimestre.

En el escenario base que construimos antes de la corrida, esperábamos que la caída del salario real se ubique entre -1,8% y -2,6% para este año, pero tomando en cuenta la reciente devaluación y nuestras estimaciones de *pass through* (ver sección anterior), **proyectamos un deterioro del salario real del orden del -5%. Es decir, de no mediar cambios en la dinámica paritaria, el salario real se encamina a un retroceso equiparable al de 2016.**

Que un sindicato importante como la **UOM** haya cerrado un acuerdo de apenas 18% en el medio de la corrida no resulta promisorio. No obstante, esta situación podría alterarse significativamente, ya que **los acuerdos de 2018 han incorporado cláusulas de revisión**. Si bien en general estas cláusulas no son de aplicación automática, en los últimos años se ha generado una dinámica de reapertura de paritarias o celebración de acuerdos complementarios, y por lo tanto se trata de mecanismos relativamente aceptados.

Por otro lado, todavía quedan paritarias sin cerrar, algunas de sectores significativos en términos de cantidad de trabajadores y relevancia política, como ser las de **camioneros, alimentación y gastronómicos**, entre otras.

Si las pautas salariales acordadas en el segundo semestre se salen del rango estipulado por el gobierno, ello implicará un nuevo impulso para la reapertura de las paritarias, y el escenario de disputa salarial se podría recrudecer.

Por otra parte, no puede dejar de señalarse el hecho de que el retorno del FMI a la escena política local, con sus recomendaciones de política y su agenda de reformas (donde los cambios en el entorno laboral suelen ocupar un espacio central), sumará complejidad a un escenario ya de por sí difícil para los trabajadores.

EL “NUEVO” PROGRAMA FISCAL DEL FMI

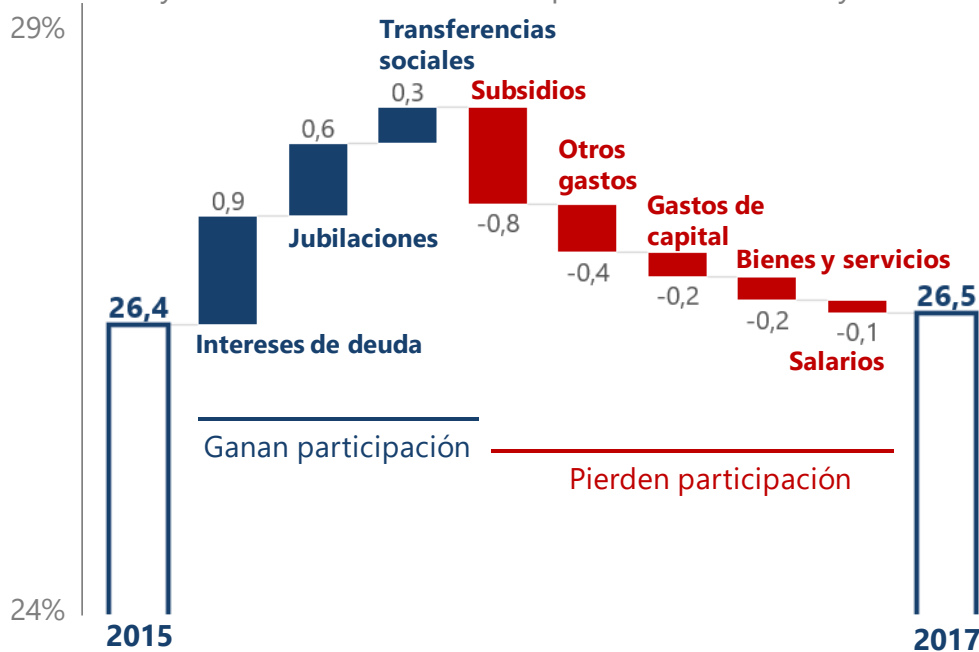
El “gradualismo fiscal” pareciera haber llegado a su fin. En la vorágine de la corrida cambiaria hubo un mensaje que fue repetido una y otra vez: “El mercado” le bajo el pulgar a las benevolentes metas fiscales del gobierno.

En los hechos, el gobierno ya había comenzado a aplicar varias de las recetas del FMI. Ajuste en jubilaciones, Ley de Responsabilidad Fiscal, recorte en subsidios son algunas de las recomendaciones del organismo, que han sido implementadas por parte del gobierno nacional en los últimos meses.

El diagnóstico del que parte el FMI es que el gasto público en Argentina, aún en caso de lograr las metas fiscales 2018-2019, es insostenible y limita la inversión, la competitividad, la creación de empleo y el crecimiento. De acuerdo con la “nueva” mirada del organismo hay que disminuir aún más el gasto y reducir su concentración en salarios de empleados públicos, jubilaciones y transferencias sociales para adecuarlo a la realidad regional.

El mismo nivel de gasto, con menos subsidios y más intereses de deuda

En % del PIB y contribución de cada componente entre 2015 y 2017



Fuente: elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda

Lo que el gobierno viene haciendo desde 2016 es, sin embargo, una reconfiguración del gasto público. Se reducen los subsidios, y el “ahorro” generado termina usándose para el pago de intereses de la deuda. De hecho, si se analiza el gasto público total en términos del PIB, su relevancia se mantuvo constante entre 2015 y 2017.

Resta esperar cómo quedará esta situación al finalizar el 2018. Para ese momento se observará la plena vigencia del ajuste en la actualización de las jubilaciones, un mayor recorte en subsidios y un incremento adicional en la carga de intereses de la deuda.

Yo veo al futuro repetir el pasado

En estas semanas, **las autoridades sostuvieron en reiteradas oportunidades que el FMI no impondrá ningún programa de reformas como condicionalidad de su “línea de ayuda preventiva”.** También se planteó que un préstamo del organismo es la única manera de mantener el camino del gradualismo, ya que permite un financiamiento a una tasa más baja. El relato del oficialismo plantea que el “nuevo” FMI evitará un ajuste aún mayor.

Ahora bien, si repasamos las recomendaciones que el organismo hizo a fines de [2017](#) en la revisión del artículo IV, parece evidente que **existirán condicionalidades, y que estas se traducirán en un programa clásico de ajuste fiscal:**

1. **Reducir el empleo público:** reemplazando solo a la mitad de los que renuncian y/o congelando las contrataciones (principalmente en las provincias).
2. **Reformar el sistema de jubilaciones:** definiendo un pilar no contributivo para adultos mayores de 65 años pobres y otro contributivo, pero sin regímenes especiales. A su vez, se recomienda que los ajustes jubilatorios se produzcan en base a la inflación futura (y no a la pasada), incrementar la edad jubilatoria de mujeres de 60 a 65 años, reducir los aportes personales y contribuciones patronales al 10%, e implementar un nuevo sistema en base a cuentas nocionales⁷ o con una administración de fondos privados.

⁷ Implica un sistema que mantiene la lógica intergeneracional del esquema actual (los trabajadores financian las jubilaciones actuales con sus aportes) pero que define el haber

3. **Reducir y focalizar la asistencia social:** pasar a un sistema unificado e integral que se ajuste por la inflación futura.
4. **Reducir otros gastos:** ajustar compras de bienes y servicios y transferencias a provincias y municipios en un 4% real en los próximos 2 años.
5. **Incrementar el impuesto a las ganancias a personas:** rebajando el mínimo no imponible para que cubra al 20% de mayores ingresos en lugar de solo el 10% como lo hace actualmente.
6. **Reducir el impuesto a las ganancias a empresas:** aumentando los conceptos que pueden deducirse (depreciaciones, nuevas inversiones, etc.).
7. **Mantener y cumplir la Ley de Responsabilidad Fiscal:** establece la rebaja de ingresos brutos, el congelamiento del gasto público primario de las provincias y de las contrataciones de empleo público.
8. **Reducir las asignaciones familiares:** para que cubran solo hasta los trabajadores con ingreso medio, en lugar de 1,5 veces el ingreso medio como ocurre actualmente.

La particularidad de esta coyuntura es que la mayoría de estos puntos están en la agenda del gobierno. En muchos se ha avanzado, aunque con algunos frenos producto del conflicto social que generaron. Por lo tanto, es imposible distinguir cuáles serían las partes contrapuestas en una eventual negociación entre el gobierno y el FMI, ya que ambos comparten el mismo programa de ajuste.

Una mención especial merece el caso de la actualización de las jubilaciones. En la revisión del FMI de fines de [2016](#) se había recomendado a las autoridades nacionales un cambio en la ley de movilidad para que pase a actualizarse de acuerdo con la "inflación pasada". Un año después el gobierno logró implementar ese cambio que resultó ser profundamente perjudicial para los adultos mayores. Sin embargo, **el FMI no resultó satisfecho y un año después recomienda un ajuste aún mayor al proponer que la actualización se aplique en función de la "inflación**

jubilatorio de forma actuarial (similar a un sistema de capitalización individual), considerando los aportes de cada trabajador y un rendimiento predefinido (el crecimiento del PIB o los salarios reales, por ejemplo). Llegado el momento de la jubilación, el aportante recibirá una pensión que se deriva del "fondo notional" acumulado y de la esperanza de vida media a esa edad. Las principales críticas que recibe este esquema es que no garantiza unos ingresos mínimos suficientes para quienes no hayan podido trabajar una determinada cantidad de años, mientras que introduce un "simulacro de capitalización" que puede abrir la puerta a una futura privatización.

futura". En los últimos 3 años la inflación real superó en casi 10 puntos a la proyectada por el gobierno. ¿Este gobierno compensaría a los adultos mayores ante estos errores de pronóstico? Difícil de imaginar. Como ocurría con el anterior FMI, para este nuevo fondo el ajuste nunca es suficiente.

In PPP we trust

Como hemos mencionado en informes anteriores, el gobierno se había asegurado el cumplimiento de la meta fiscal para 2018 gracias al ajuste sobre las jubilaciones. Por lo tanto, **no resultó tan llamativo el anuncio de la revisión de la meta que se llevó a cabo en medio de la corrida cambiaria, pasando de 3,2% del PIB a 2,7% el déficit primario para este año.**

Para lograr el cumplimiento de la nueva meta, el gobierno definió un ajuste sobre los gastos de infraestructura de \$30.000 millones, equivalente a 0,2% del PIB. El impacto de esta medida sobre la construcción será significativo. La premura por calmar los ánimos del mercado parece haber puesto en jaque a uno de los pocos sectores que venía marcando dinamismo en la creación de empleo.

De acuerdo con la visión oficial, la llegada de los proyectos de Participación Público-Privada (PPP) serán la forma de generar un boom de inversión sin necesidad de afectar recursos públicos. Bajo esta premisa, el gobierno lograría mantener la dinámica del sector a la vez que produce un significativo recorte en la obra pública, la cual pasa a ser desarrollada por empresas privadas. Ahora bien, nada es gratis en estos esquemas. **El costo de esta herramienta se definirá en los términos de la contratación, en la que es usual que el Estado termine absorbiendo la mayor parte de los riesgos y cargándose costos futuros.**

El nuevo contexto deja también algunas dudas sobre cuánto impacto tendrán realmente estos proyectos y de qué forma serán implementados. A su vez, **habrá que considerar si el FMI impone limitaciones a esta herramienta**, ya que de acuerdo con [su postura](#) se considera una emisión de deuda pública encubierta, y un modo de ejecutar gasto público "por fuera" del control presupuestario.