


AGOSTO | 2018

# NOTAS DE ECONOMÍA N° 18

## Una revisión macroeconómica del acuerdo con el FMI

 itegaweb.org | germanabdala.com.ar

 /itegaok

 consultas@itegaweb.org

 @itegaok



Instituto de Trabajo y Economía  
Fundación Germán Abdala

# CLAVES DE LECTURA

Recientemente, **el FMI publicó el *Country Report 18/219 (CR)* donde se desarrolla la posición técnico-política del organismo sobre la coyuntura nacional y el potencial impacto del plan de ajuste que acompaña el pedido de *Stand By* que presentó el Gobierno argentino.**

La metodología de trabajo típica de programación financiera del FMI implica definir un escenario base, establecer y cuantificar las medidas de ajuste para finalmente, estimar el impacto del mismo sobre la sostenibilidad macroeconómica. A pesar de la extensión del documento, **el Reporte tiene varios puntos oscuros.**

En primer lugar, **existen inconsistencias en datos básicos respecto de otros relevamientos que publica el propio FMI.** En efecto, las series de Recaudación Fiscal y Gasto Público del CR no son consistentes con las proyecciones de las mismas variables que presenta el Monitor Fiscal que publicó el FMI en abril de 2018.

En segundo lugar, y de importancia crítica para el ejercicio que se propone, **el CR no indica cuál es el escenario de base (vgr. antes del ajuste) sobre el que está simulando el programa.**

A fin de sortear estas limitaciones, en la presente nota comparamos los resultados del CR con las proyecciones macro del WEO (definido como "escenario base") que también publicó el FMI en abril de este año, es decir, antes del pedido de asistencia financiera del Gobierno Nacional.

En base a esta comparación encontramos que si se cumple, **el plan de ajuste tendrá un impacto negativo y permanente sobre el PIB argentino con una caída acumulada de entre -4 y -12% hacia 2023.**

**En el mejor de los escenarios analizados, el desempleo de 2023 se ubicará todavía por encima de los valores registrados en 2014. En un escenario más adverso, la tasa de desempleo superaría los dos dígitos.**

**Autor: Juan Cuattromo**

## INTRODUCCIÓN

**La historia entre Argentina y el FMI ha sido siempre conflictiva.** Los recurrentes planes de ajuste, los pedidos de salvataje financiero y la imposición de medidas de corte netamente antipopular explican el fuerte rechazo que la sola mención del Instituto genera en la memoria colectiva de amplios sectores de la sociedad.

**Aún con este bagaje, en medio de la profunda crisis financiera iniciada en marzo-abril de este año, el Poder Ejecutivo tomó la decisión unilateral de recurrir al FMI para pedir un acuerdo de *Stand By* por un monto récord de USD 50 mil millones, para el cual decidió encarar un nuevo programa de ajuste fiscal.**

**La posición técnico-política del FMI sobre la coyuntura nacional y el potencial impacto del plan de ajuste diseñado por el Gobierno argentino se presentó recientemente en el *Country Report 18/219 (CR)*.**

Manzanelli y Castells (2018) presentaron un detallado análisis del CR, poniendo en perspectiva el monto global del acuerdo, la magnitud del ajuste propuesto y varias inconsistencias internas en el marco analítico del FMI.

La presente Nota de Economía se inscribe en la misma línea de análisis, aunque **nuestro objetivo es estudiar más en profundidad las implicancias macroeconómicas del ajuste fiscal**, a partir de detectar puntos poco claros en lo que hace a los datos que se utilizaron y a problemas en la metodología de base sobre los que se estructura el reporte.

Con este objetivo, la primera sección presenta las inconsistencias mencionadas en los datos fiscales que publica el FMI para Argentina en sus diferentes fuentes. A continuación, analizamos las consecuencias macro del ajuste tomando como punto de partida la trayectoria macro que estima el FMI para Argentina sin incluir el plan de ajuste. La tercera sección presenta un ejercicio teórico donde se estima el impacto del ajuste sobre un escenario de base menos optimista que las estimaciones del FMI. Finalmente, la última sección resume los comentarios que cierran el trabajo.

## ALGUNOS PROBLEMAS CON LOS DATOS

El **Country Report 18/219 (CR)**<sup>1</sup> presentado recientemente por el FMI resume tanto la posición política como técnica del organismo con relación a la coyuntura económica y a los potenciales impactos del programa de ajuste que acompaña el pedido de financiamiento que realizó Argentina.

Desde el comienzo **se advierte que el documento contiene un conjunto de proposiciones al menos cuestionables para un Organismo Multilateral, fundamentalmente, en lo que hace a cuestiones políticas que son de índole eminentemente internas** y sobre las cuales el FMI no debería emitir opinión.

Más allá de esto, en lo que hace estrictamente al paquete de ajuste, el CR deja de manifiesto en múltiples ocasiones que fue diseñado a medida por las autoridades nacionales<sup>2</sup> como complemento al pedido de financiamiento por un total de USD 50 mil millones (MM)<sup>3</sup>.

Seguidamente, **el CR se dedica a analizar detalladamente los impactos esperados en el plan, expone sus debilidades y las posibles consecuencias.** En particular, el documento incluye un "Escenario Ajuste"<sup>4</sup>, que sería la proyección macroeconómica luego del paquete fiscal propuesto por el Gobierno y otro "Escenario Adverso" donde se analiza la dinámica macro bajo un contexto internacional de mayor hostilidad.

---

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/13/Argentina-Request-for-Stand-By-Arrangement-Press-Release-and-Staff-Report-46078>

<sup>2</sup> "The Argentine Government has demonstrated its strong ownership of the program, which is custom-tailored for the situation faced by the people of Argentina." Página 3, Country Report 18/219.

<sup>3</sup> Manzanelli y Castells (2018) estiman que "el acuerdo total equivale a casi el 80% del total de préstamos del FMI a Argentina de las últimas cuatro décadas"

<sup>4</sup> Llamativamente, el documento del FMI no contiene un escenario base "sin ajuste" con el que comparar los impactos del programa y para mayor confusión denomina como "*baseline*" al escenario que ya incorpora el paquete fiscal y que en el texto identificamos como "Escenario Ajuste". El punto será desarrollado en la próxima sección.

Un paso natural para contrastar los resultados encontrados por el FMI respecto de los impactos esperados para un programa de ajuste sería someter el escenario del CR a diferentes especificaciones a fin de evaluar la robustez de los resultados o advertir de consecuencias no debidamente internalizadas en el CR.

En el centro de la discusión metodológica sobre las **consecuencias dinámicas del programa se encuentra el debate respecto al valor que asume el “multiplicador fiscal”**<sup>5</sup> en el escenario que construye el FMI. En efecto, el mismo mide el impacto sobre el producto de corto plazo de un cambio discrecional en la política fiscal (gasto o impuesto) y, por lo tanto, juega un rol decisivo en la construcción del escenario macro.

Desde ya, no es tarea sencilla cuantificar esta variable, aunque en este contexto **vale recordar que los errores de proyección y calibración del FMI a la hora de planificar programas de ajuste han sido ampliamente reconocidos hasta por el propio organismo**<sup>6</sup>.

Según el CR, en la construcción del “escenario de ajuste” se aplicó un **multiplicador a un año de 0,8 en promedio para medir el impacto del ajuste en los gastos y otro de 0,6 en promedio para el caso de los impuestos**<sup>7</sup>. Es decir, una caída del gasto público de 1 p.p. en términos del PIB, produciría en un año, una contracción de 0,8% en el PIB<sup>8</sup>.

Si bien el FMI no construyó un escenario alternativo<sup>9</sup> completo, en el punto 38 del documento se indica que **de duplicar el valor para los**

---

<sup>5</sup> Dada la centralidad del esquema fiscal, en lo que sigue de esta Nota nos centraremos en aspectos vinculados a las cuentas públicas, dejando fuera del análisis aspectos relacionados con la política monetaria y/o cambiaria, aunque la consistencia global del ejercicio depende crucialmente de la evolución de estas últimas.

<sup>6</sup> Por ejemplo, puede verse Blanchard y Leigh (2013), “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers,” *American Economic Review*, Vol. 103, No. 3, pp. 117–20; ó Batini, Eyraud, Forni, y Weber (2014), “Fiscal Multipliers: Size, Determinants and Use in Macroeconomic Projections,” FMI Technical Notes and Manuals.

<sup>7</sup> La fuente de estos valores es el capítulo 4 del *Western Hemisphere Regional Economic Outlook (WREO)* del mismo FMI (<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/REO/WHD/2018/May/wreo0518.ashx>)

<sup>8</sup> De acuerdo con Gráfico 4.5 del WREO, para estabilizar el ratio deuda-PIB, se debía producir un ajuste fiscal con un impacto negativo en el PIB estimado entre -3,5% y -5%. En consecuencia, este impacto es el que estima el “Escenario de Ajuste” del CR.

<sup>9</sup> No debe confundirse con el “escenario adverso”. Como se dijo antes, el mismo responde a un corte en el flujo de financiamiento externo, mientras que el escenario alternativo presentado en el punto 38

**multiplicadores, el CR indica que el PIB podría caer -0,8% en 2018 y crecer sólo 1% en 2019, lo que paradójicamente, reforzaría la necesidad de un mayor ajuste<sup>10</sup>.**

Sin embargo, **más allá de esta discusión no resulta posible someter estos resultados a un análisis más exhaustivo.** Fundamentalmente, porque el CR no informa cuál sería la proyección macro antes de incluir el plan de ajuste.

Sin embargo, **en principio sería posible “evitar” esta limitación si tomamos como punto de partida para un “Escenario Base” las proyecciones fiscales que presentó en el Monitor Fiscal del FMI en abril de 2018<sup>11</sup>, es decir, antes del pedido de financiamiento que realizó Argentina.**

**El problema en este caso es que los datos de Gasto y Recaudación que había presentado en esa oportunidad (y que todavía se pueden consultar en la web<sup>12</sup>) son inconsistentes con los valores presentados para las mismas variables en el CR.**

Como muestra el Gráfico 1, la dinámica de ambas variables presenta diferencias significativas en los escenarios que impiden una correcta interpretación y, peor aún, pueden distorsionar el análisis.

---

solo analiza cual sería el impacto de un efecto “más contractivo” al esperado fruto del programa de ajuste.

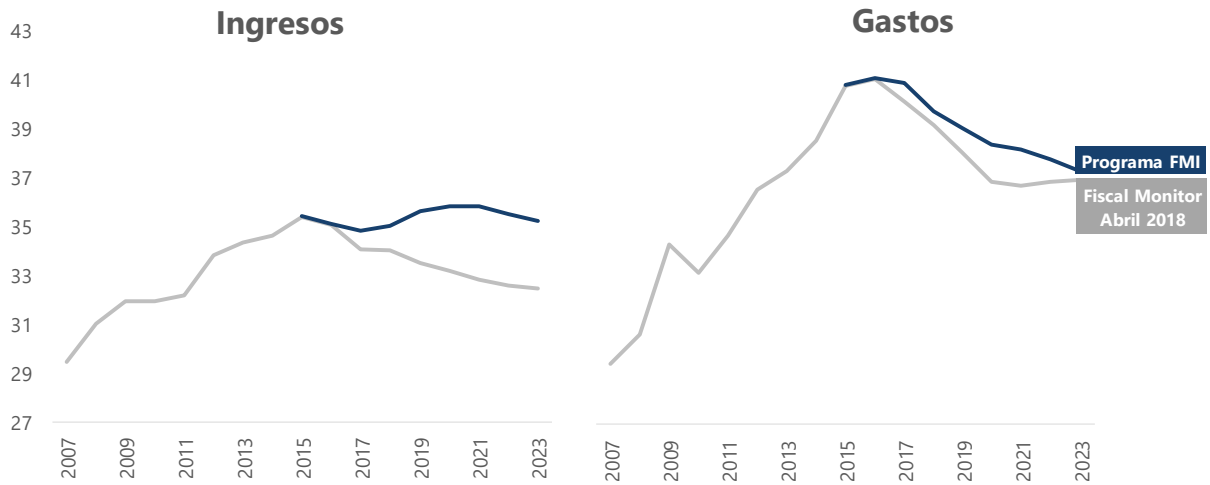
<sup>10</sup> Indica el FMI que: *“an additional ¼ of fiscal measures would need to be identified to maintain a primary deficit-GDP at program target in 2018”*, aunque no desarrolla sobre las consecuencias contractivas de este nuevo ajuste.

<sup>11</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/04/06/fiscal-monitor-april-2018>

<sup>12</sup> <http://www.imf.org/external/datamapper/datasets/FM/1>

## Gráfico 1 – Recaudación y Gasto Fiscal Total

Como % del PIB, Gobierno General



Fuente: Elaboración propia en base a, Fiscal Monitor-FMI y FMI Country Report 18/219.

Según el CR, los Ingresos del Sector Público se mantendrán relativamente estables en el período 2018-2023 con un promedio de 35,5% (y un desvío de solo 0,3%), cuando el Monitor Fiscal de abril estimaba una contracción promedio de -0,3 p.p. por año (pasando de 34,1% en 2017 a 32,5% en 2023).

Es decir, estos datos parecen sugerir que para el CR no deberían existir cambios en el sesgo de la política tributaria aun cuando el Gobierno había anunciado en más de una oportunidad su decisión de reducir el peso de los impuestos en el PIB.

Sin embargo, estas diferencias tampoco pueden explicarse por las medidas de política que sugiere el CR. En efecto, las que tienen impacto en los ingresos fiscales (diferimiento en la implementación de la reforma impositiva y retenciones a la soja) solo representan 0,5 p.p. del PIB para 2019 cuando la diferencia entre escenarios es mayor a 2 p.p.<sup>13</sup>

Por el lado del Gasto, se da la paradoja de que la trayectoria implícita en el CR indica un mayor nivel que el presentado por el

<sup>13</sup> Si bien no es posible determinar el origen de esta discrepancia con la información disponible, es cierto que al publicarse el CR apareció cierta tensión entre los postulados del FMI y la decisión del Gobierno de mantener la política de baja en algunos impuestos. De prevalecer la posición del Gobierno de reducción de impuestos, la contracción del lado del Gasto será mayor que la estimada en el CR, y por lo tanto, también el impacto contractivo del programa.

**Monitor Fiscal**, de forma que habría una “política fiscal expansiva” del lado del Gasto cuestión que carece de sentido en los términos del CR.

De este modo, **el ejercicio del CR esconde algunos aspectos opacos en la metodología de estimación y calibración de los resultados**. No es posible inferir cabalmente cómo se llegó a los impactos presentados toda vez que existe una inconsistencia evidente en los datos utilizados como insumo.

## EL IMPACTO MACRO DEL AJUSTE EN LOS TÉRMINOS DEL FMI

Más allá de esta limitación (o inconsistencia) en los datos, el CR presenta información menos problemática para otro conjunto de variables. El objetivo de esta sección será intentar poner en claro cuáles son los efectos esperados del plan de ajuste, **tomando como válidos los escenarios macroeconómicos desarrollados por el propio FMI**.

Como suele ocurrir en los acuerdos del Organismo, **la base del programa sobre el que se articula este acuerdo de *Stand-by* es la aceleración en el ritmo de ajuste fiscal**. Esto demuestra una típica posición del FMI<sup>14</sup>, que sería compartida por las autoridades argentinas, en el sentido de **identificar al desequilibrio fiscal como causa fundamental de los problemas que expresa la economía nacional**.

En efecto, de acuerdo con el CR, **las autoridades argentinas toman como objetivo central del programa la reducción a cero del déficit fiscal del Gobierno Nacional** para 2020 como mecanismo mediante el cual se garantizaría la sostenibilidad de la deuda pública y por esta vía, un sendero de crecimiento sostenido en la actividad<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Los técnicos del FMI suelen decir (¿a modo de broma?) que la sigla del organismo (expresada en inglés) quiere decir “*It’s Mostly Fiscal – IMF*”, es decir, que sea cual fuese el problema que enfrenta un país, para el Organismo la receta siempre implica un ajuste fiscal.

<sup>15</sup> Crucialmente, esta visión implica que cierto pesimismo del sector privado (externo e interno) sobre las capacidades de repago en la deuda pública gatillaron una reversión en el flujo de financiamiento al país que abortó el proceso de crecimiento. Al “reconducir” la sostenibilidad de la deuda pública, el Gobierno espera que la mejora en las expectativas privadas “gatille” un nuevo proceso de crecimiento. Claramente, las consideraciones sobre los límites estructurales, distributivos e institucionales que enfrenta el crecimiento en Argentina escapan al marco de análisis.



Adicionalmente, **el programa estima alcanzar en ese mismo año un superávit en el resultado primario del Gobierno General (Federal + Subnacionales) equivalente a +0,2% del PIB, partiendo de un déficit de -4,2% del PIB en 2017.**

Como mencionamos en la sección anterior, no es posible inferir cuál es la dinámica de Gasto e Ingresos que supone el FMI, pero la magnitud del ajuste fiscal pone en el centro del debate las potenciales consecuencias macroeconómicas de una reversión tan pronunciada en las cuentas públicas. Esto se produce debido a que la contracción en el gasto público y/o el incremento en los impuestos genera una retracción en la demanda agregada y por lo tanto, puede imponer un impacto recesivo sobre la economía<sup>16</sup>.

Dado el objetivo propuesto, en **esta Nota tomamos como punto de comparación las proyecciones macroeconómicas y fiscales que presentó el mismo FMI en abril de 2018 al publicar el *World Economic Outlook (WEO)*<sup>17</sup> y el Monitor Fiscal.**

Este punto de partida resulta natural ya que los citados documentos presentan la posición del FMI previo al pedido de financiamiento que realizó el Poder Ejecutivo Nacional.

Tal como lo muestran los Gráficos 2.1 y 2.2<sup>18</sup>, **el Gobierno Argentino espera concentrar la mayor parte del ajuste fiscal en los primeros 3 años del programa, con una reducción equivalente a 1,5% del PIB por año en el déficit primario del Gobierno General.**

Por su parte, **el déficit fiscal (o financiero) también presenta una tendencia al menor desequilibrio, aunque el crecimiento en el peso de los intereses de la deuda (pasan de 2,3% del PIB en 2017 a 3,7% en 2023 en el "Escenario Ajuste") moderaría esta trayectoria** de forma que aquel se mantiene por debajo de -2% a lo largo de toda la proyección.

---

<sup>16</sup> Hemos indicado que, aun cuando esta proposición es ampliamente difundida, también existen autores que sugieren que el impacto de los multiplicadores fiscales es nulo (o negativo) ya que la respuesta del gasto privado ante el plan de contracción fiscal más que compensa los efectos de aquel. Por ejemplo, Giavazzi y Pagano (1990) "*Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries*" NBER Macroeconomics Annual 1990, Volume 5, 1990, pp 75-122.

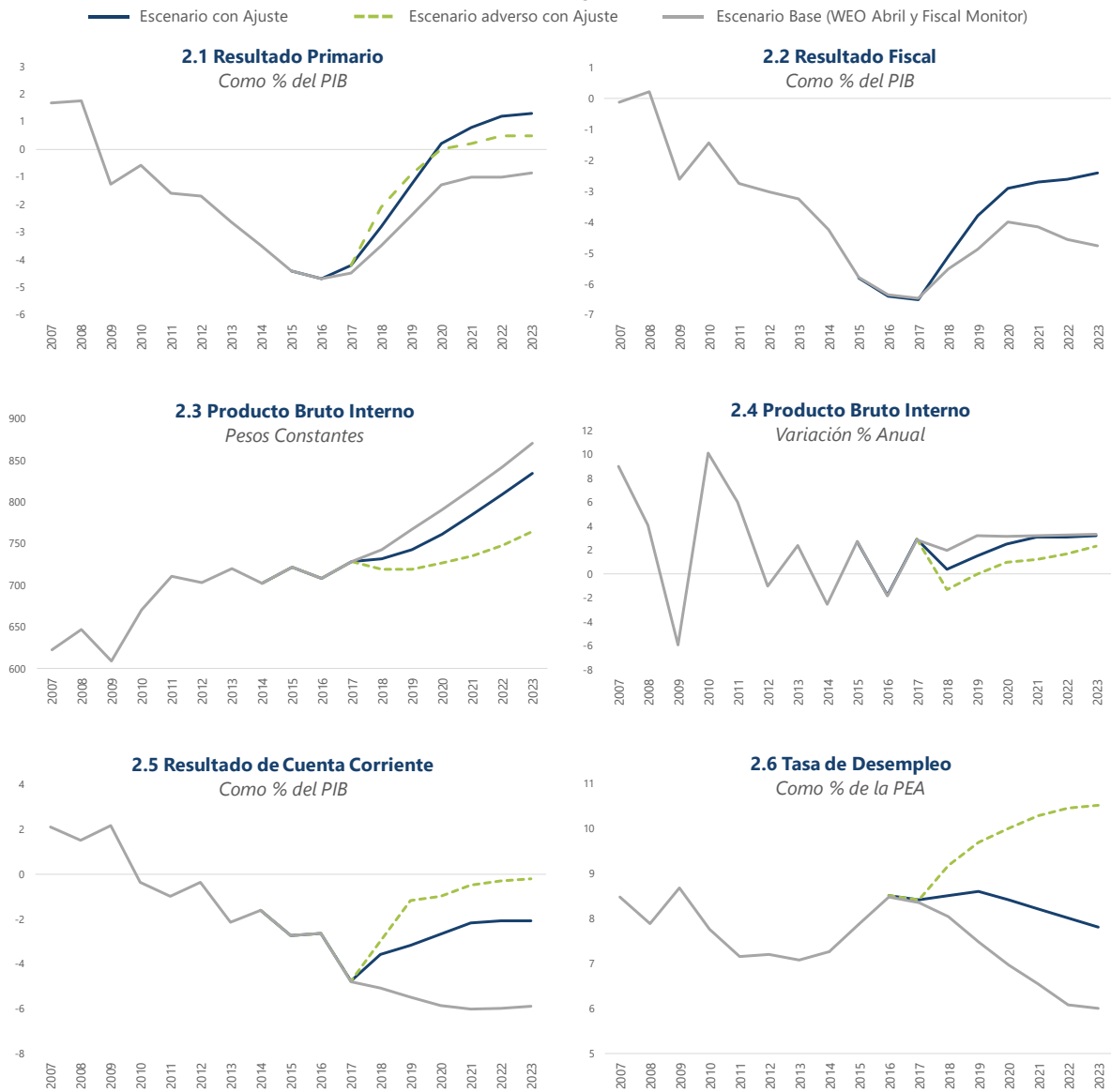
<sup>17</sup> <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>

<sup>18</sup> En los gráficos denominamos como "Escenario Ajuste" al caso "Baseline" según el CR.

Los impactos en términos de actividad de este programa serán significativos y duraderos de acuerdo con las propias estimaciones del FMI. En efecto, si comparamos la proyección del WEO con la presentada en el CR se observa una marcada retracción en la tasa de crecimiento del producto, justamente en los primeros años que es donde mayores esfuerzos de ajuste estima concentrar el Gobierno Nacional.

Nótese que, **de acuerdo a los escenarios analizados por el FMI, el impacto negativo del ajuste sobre la actividad será permanente.** Esto se explica por el hecho de que la tasa de crecimiento del PIB se contrae con relación a la estimación del WEO y recién alcanzaría el valor pre-crisis en 2021. De este modo, toda la caída del PIB durante el ajuste sería una “pérdida neta”. Así, **en 2023 el PIB en pesos constantes se ubicaría un 4% por debajo del PIB estimado por el WEO en abril de este año.**

## Gráfico 2 – Dinámica Macro del Ajuste



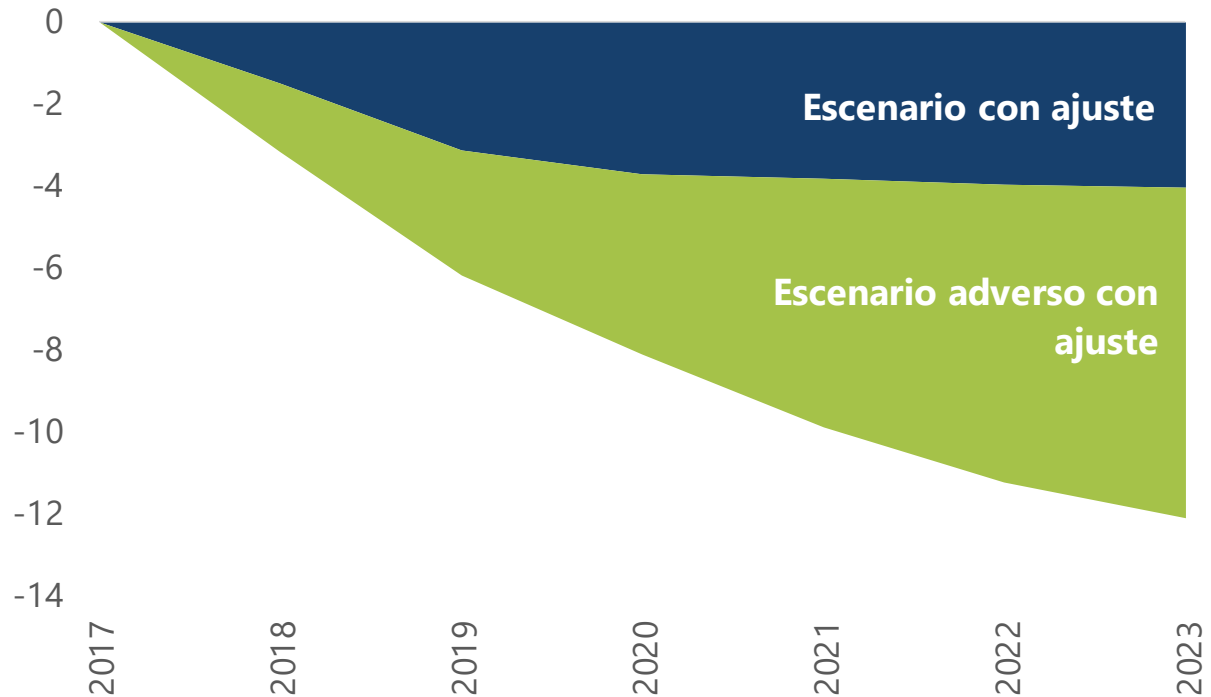
Fuente: Elaboración propia en base a WEO-FMI, Fiscal Monitor-FMI y FMI Country Report 18/219.

Nota: El Resultado Primario del Gobierno General y la Tasa de Desempleo del "Escenario Adverso" son estimaciones propias en base a FMI (2018).

Vale destacar además que, **aún en los términos del FMI esta caída debe tomarse como un piso en la estimación.** En efecto, **en un contexto de estrés financiero grave** (“Escenario Adverso”<sup>19</sup>), el crecimiento de la economía se mantendría por debajo del 3,2-3,3% que estimaba el WEO para el período 2019-2023, de forma que **la pérdida de PIB treparía a 12% hacia 2023.**

### Gráfico 3 – Pérdida Acumulada del PIB

Como % del PIB estimado en el WEO Abril 2018



Fuente: Elaboración propia en base a WEO-FMI, Fiscal Monitor-FMI y FMI Country Report 18/219.

Como lo marcan los Gráficos 2.5 y 2.6, el programa de ajuste y su consecuentemente impacto negativo sobre la actividad económica producen además dos resultados esperables.

<sup>19</sup> El “escenario adverso” se centra en asumir un fuerte endurecimiento en las condiciones externas que enfrenta el país que producen un corte en el financiamiento externo (vgr. *sudden stop*)

Por un lado, **se revierte aceleradamente el déficit en la Cuenta Corriente (CC) del Balance de Pagos**. El WEO en abril estimaba un déficit promedio de -5,7% del PIB para el período 2018-2023, que se reduce a -2,7% en el “Escenario Ajuste” y a -1% en el “Escenario Adverso” (con prácticamente equilibrio externo hacia 2022)<sup>20</sup>.

**Por el otro, el mercado de trabajo sufrirá los embates de la crisis**. En efecto, de acuerdo con las estimaciones del CR, se abortaría la tendencia a la caída del desempleo que se esperaba en el WEO: **en promedio, el desempleo se ubicaría +1,2 p.p. por año por sobre la estimación de abril como consecuencia del paquete de ajuste fiscal**.

Además, la desocupación de 2023 en este “Escenario Ajuste” estaría todavía por encima del valor estimado para 2014 (la serie del FMI no tiene registro para 2015) y **en un “Escenario Adverso”, se superarían los dos dígitos de desocupación**.

Para concluir esta sección **vale mencionar que todos los impactos aquí reseñados toman como punto de comparación las propias proyecciones del FMI de forma de dejar en claro cuáles son los impactos posibles del plan de ajuste aún en los propios términos de quienes lo formularon**.

## UN EJERCICIO MENOS “OPTIMISTA”

La metodología de trabajo del CR implica definir un escenario base, introducir una serie de medidas fiscales y estimar, mediante el uso de multiplicadores el impacto sobre la dinámica de la economía.

Hemos insistido que la ausencia de un escenario base en el CR impide un análisis completo de sus resultados. Sin embargo, los datos publicados por el WEO permiten definir ese punto de partida (al menos para algunas variables).

**El CR (pág. 18) contiene el conjunto de medidas fiscales identificadas por las autoridades para el programa de ajuste fiscal**. Ellas totalizan 1,7 p.p. del

---

<sup>20</sup> Dos resultados contribuyen a este resultado. Se proyecta que un escenario de estabilidad en los Términos del Intercambio y en el Tipo de Cambio Real.

PIB para 2018 y 2,5 p.p. para 2019, lo que implica un paquete de ajuste total de 4,2 p.p. del PIB sólo para los primeros dos años (no se especifican las medidas de 2020 en adelante).

Como notamos anteriormente, en sus cálculos el FMI utiliza un multiplicador de 0,6 para políticas impositivas<sup>21</sup> y 0,8 para aquellas que afectan el gasto en un horizonte de un año. Al aplicar estos valores a los recortes antes mencionados, se encuentra que el ajuste restaría 1,4 p.p. de crecimiento en 2018 y 1,9 en 2019.

## Impacto de las Medidas Fiscales

Como % del PIB

	Medidas		Impacto PIB			PIB		
	Ingresos	Gastos	Ingresos	Gastos	Total (A)	WEO (B)	(A) + (B)	Escenario Ajuste CR
2018	0,0	-1,7	0,0	-1,4	-1,4	2,0	0,6	0,4
2019	0,5	-2,0	-0,3	-1,6	-1,9	3,2	1,3	1,5

	Medidas		Impacto PIB			PIB		
	Ingresos	Gastos	Ingresos	Gastos	Total (C)	PIB ALT (D)	(C) + (D)	Escenario Ajuste CR
2018	0,0	-1,7	0,0	-1,4	-1,4	0,5	-0,9	0,4
2019	0,5	-2,0	-0,3	-1,6	-1,9	1,5	-0,4	1,5

Fuente: Elaboración propia en base a WEO-FMI y FMI Country Report 18/219.

Luego, si se resta este impacto del PIB estimado por el WEO se llega a tasas de crecimiento de 0,6% para 2018 y 1,3% para 2019, valores similares a los simulados en el “Escenario Ajuste” que es la base de todo el análisis del CR.

Surge aquí un problema crítico para todo el programa de ajuste: **¿es apropiado tomar como punto de partida el crecimiento observado en el WEO?** Nótese que, tal como se muestra en el Gráfico 4.2, en abril el FMI estimaba un crecimiento de 2% para 2018, con una rápida convergencia a un crecimiento anual de 3,2% como *proxy* de la tasa de expansión de largo plazo.

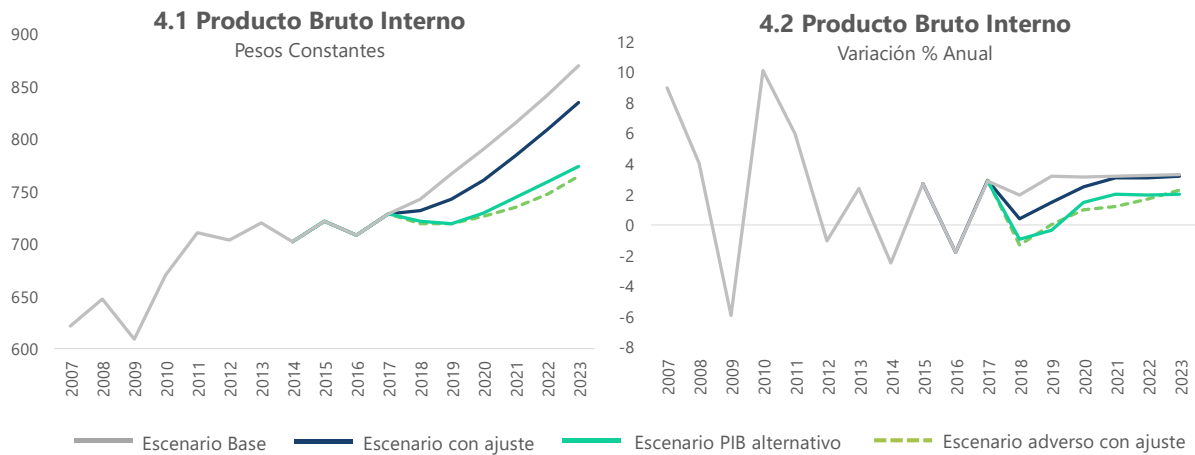
Este punto de partida resulta al menos dudoso. Sólo el costo de la sequía restaría -1/1,5 p.p. el crecimiento de 2018, de forma que el punto de partida del CR parece incorrecto. Además, de acuerdo a los propios datos del WEO la economía solo creció 2,1% en promedio durante 1980 y 2017 por lo que la tendencia de largo plazo parece sobre-estimada.

<sup>21</sup> Como medidas tributarias incluimos: suspensión en la implementación de la reforma tributaria, retenciones a la exportación de soja y suspensión de beneficios fiscales a empresas.

A fin de estudiar el impacto de cambios en el escenario base, ajustamos la trayectoria inicial del PIB postulando un crecimiento de 0,5% para 2018, 1,5% para 2019 y 2,1% para 2020-2023. Sobre este escenario, aplicamos el conjunto de medidas simuladas por el CR<sup>22</sup> y estimamos una nueva trayectoria para la actividad (“Escenario PIB Alternativo”).

## Gráfico 4 – Otros escenarios del PIB

Simulación de Impactos



Fuente: Elaboración propia en base a WEO-FMI, Fiscal Monitor-FMI y FMI Country Report 18/219.

**Encontramos que, en este caso, el PIB genera un sendero similar a la observada en el “Escenario Adverso”.** En otras palabras, existe la posibilidad que un “sobre-optimismo” en la trayectoria de crecimiento sobre la que se encontraba Argentina implica una subestimación en el impacto del ajuste.

**Paradójicamente, el punto 37 del CR reconoce explícitamente que la trayectoria del PIB para el “Escenario Ajuste” es optimista,** aunque no se desarrollan las implicancias que esta postura implica. En el punto 38, el CR entiende que, en todo caso, el programa fiscal es “robusto” a un entorno de menor crecimiento; aunque sería necesario una mayor contracción del gasto, un tipo de cambio más alto y tasas de interés más elevadas.

Sin embargo, nada dice el CR del impacto global de un escenario menos optimista. Como se ve en el Gráfico 4, **la dinámica macro se asemejaría al “Escenario Adverso” lo que implica una pérdida de producto de más de 10 p.p. hasta 2023 y, potencialmente, un desempleo de dos dígitos para todos los años.**

<sup>22</sup> Dado que no hay información de las medidas fiscales post 2020, aplicamos la diferencia entre WEO y “Escenario Ajuste” para esos años.

En todo caso, el punto a tener presente es que un contexto internacional más hostil o un crecimiento tendencial inferior al estimado en el WEO (pero más consistente con la historia económica reciente) supondrían elevados costos sociales como consecuencia del plan de ajuste.

## COMENTARIOS FINALES

Desde fines de 2011, la economía argentina se encuentra estancada en términos de actividad económica, y en una trayectoria de caída tendencial en los ingresos por habitante. Sobre esta realidad, **en sólo dos años y medio se sumó el problema de la deuda pública, en un contexto de fuerte apertura comercial y financiera.**

A partir del segundo semestre de 2018, las tensiones implícitas en el modelo de Cambiemos entraron en abierta contradicción dando lugar al episodio de inestabilidad financiera más pronunciado de los últimos años.

En líneas generales, la **lectura del Gobierno es que los problemas que atraviesa la economía nacional son de origen fiscal.** Al entrar en cuestionamiento la capacidad del Estado para repagar sus deudas, se corta el flujo de financiamiento y se retrae el gasto privado.

A fin de dar una "solución" a este problema, el Gobierno recurrió al FMI para conseguir paquete de ayuda financiera por USD 50.000 millones en el marco de un programa de ajuste en las cuentas públicas. La apuesta es que al poner las cuentas públicas "en orden", se elimina un factor decisivo de incertidumbre, dando paso a una recuperación en el gasto privado dada una mejora en las expectativas a futuro. Más allá de esta narrativa, en Argentina la memoria colectiva respecto del rol del FMI no parece validar las tesis del plan de ajuste.

**En la presente Nota de Economía nos abocamos a estudiar el CR que presentó el FMI como soporte para aprobar el pedido de financiamiento que hizo el Ejecutivo.** La tarea no es sencilla. Problemas con los datos y la ausencia de un escenario de base explícito limitan críticamente la evaluación del documento.

A fin de superar estas limitaciones, tomamos las proyecciones que realizó el mismo FMI en abril de 2018 y las comparamos (en la medida de lo posible) con el escenario macro del *Country Report*.



**Encontramos que, en el mejor escenario, el programa de ajuste implica una pérdida permanente en términos del PIB.** Esto responde a que, durante la duración del plan, el crecimiento se ubica por debajo de lo esperado en abril y luego esta caída no será compensada por un mayor ritmo de expansión. Así, aún para esta visión optimista, la economía perderá 4% del PIB entre 2018 y 2023 y mantendrá una tasa de desempleo +1,2 p.p. más alta en promedio por año.

**En escenarios menos optimistas, la economía se expone a una historia conocida:** la necesidad de ajuste forzaría contracciones recurrentes en los niveles de actividad y empleo, impidiendo el cumplimiento de metas fiscales y por lo tanto, incumpliendo el objetivo de estabilizar los niveles de endeudamiento, incrementando así la fragilidad e inestabilidad.

En todo caso, **el paquete de “salvuardas sociales” que incluye el esquema del FMI luce muy escaso y de limitado alcance.** Dada la potencial magnitud de la crisis, el piso de 1,3% del PIB para financiar programas de derechos (+0,2% del PIB en un “Escenario Adverso”) no será suficiente para proteger a los sectores más vulnerables de la población.

## BIBLIOGRAFÍA

**Batini, Eyraud, Forni, y Weber (2014)**, "Fiscal Multipliers: Size, Determinants and Use in Macroeconomic Projections," FMI Technical Notes and Manuals.

**Blanchard y Leigh (2013)**, "Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers," *American Economic Review*, Vol. 103, No. 3, pp. 117–20;

**FMI (2018)**, *Country Report N° 18/219*  
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/07/13/Argentina-Request-for-Stand-By-Arrangement-Press-Release-and-Staff-Report-46078>

**FMI (2018)**, *Western Hemisphere Regional Economic Outlook (WREO)*. Abril 2018  
<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/REO/WHD/2018/May/wreo0518.ashx>

**FMI (2018)**, *World Economic Outlook (WEO)*. Abril 2018  
<http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>

**FMI (2018)**, *Fiscal Monitor*. Abril 2018  
<https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2018/04/06/fiscal-monitor-april-2018>

**Giavazzi y Pagano (1990)**, "Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two Small European Countries" *NBER Macroeconomics Annual 1990*, Volume 5, 1990, pp 75-122.

**Manzanelli y Castells (2018)**, "Análisis del Acuerdo de la Alianza Cambiemos con el FMI". Centro de Investigación y Formación de la República Argentina (CIFRA-CTA), Julio.