

## INCONSISTENCIAS DE POLÍTICA FISCAL Y MONETARIA DEL PLAN ECONÓMICO DEL GOBIERNO DE CAMBIEMOS

*Juan Manuel Morales\**

recibido: 6 de diciembre 2021

aceptado: 28 de marzo 2022

**Resumen:** En este trabajo nos ocuparemos de estudiar la macroeconomía argentina durante los dos primeros años de gobierno del presidente Mauricio Macri para conocer la implementación y resultados del programa fiscal y monetario llevado a cabo por el equipo económico de Cambiemos.

El objetivo es poder comprender cuáles fueron las inconsistencias más relevantes de un programa económico que, si bien tenía como objetivo corregir los grandes desequilibrios previos que dejó populismo macroeconómico, terminó precipitadamente en un programa de rescate internacional a tan sólo dos años y medio de haber comenzado.

**Palabras clave:** Mauricio Macri, gradualismo, política fiscal, metas de inflación.

**Abstract:** In this paper we will study the Argentina's macroeconomic during the first two years of the government of President Mauricio Macri to learn about the implementation and results of the fiscal and monetary program carried out by his economic team.

The objective is to be able to understand which were the most relevant inconsistencies of an economic program that, although it had the objective of correcting the great previous imbalances left by macroeconomic populism, ended abruptly with an IMF program just two and a half years after having started.

**Key words:** Mauricio Macri, gradualism, fiscal policy, inflation targeting.

**JEL:** E65 - E52 - E63

## Introducción

La coalición de Cambiemos encabezada por Mauricio Macri asumió la presidencia de Argentina el 10 de diciembre del 2015 con un gran desafío por delante: corregir las consecuencias de los profundos desequilibrios fiscales, monetarios y cambiarios generados tras doce años de un proceso de populismo macroeconómico<sup>1</sup>. Una economía estancada, con un gasto público récord en niveles equivalentes al 47% del PIB, déficit consolidado del Sector Público que superaba los 7% del PIB, presión tributaria asfixiante para el sector privado, inflación promedio anual del 30% en los últimos cuatro años, fuera de los mercados financieros internacionales, en default, con cepo al dólar y brecha cambiaria, con un tipo de cambio real multilateral en niveles de la década de los 90's, con un Banco Central sin reservas, sin estadísticas oficiales confiables y con un socavamiento institucional importante eran algunas de las características más relevantes de la herencia.

A lo largo de este trabajo intentaremos explicar por qué un equipo económico que, de acuerdo al discurso, contaba con un correcto diagnóstico inicial sobre la situación económica heredada el punto de partida en el que recibía el país - entendiendo la imperiosa necesidad de bajar el nivel exorbitante de gasto público, de alcanzar el equilibrio fiscal, de abrir la economía al mundo, de bajar la asfixiante presión tributaria y de normalizar el mercado monetario y cambiario entre otras cosas- terminó dejando, tras finalizar su mandato, una economía con más pobreza, con más inflación y sin crecimiento.

Por último, destacamos que nuestro análisis únicamente comprende el periodo que va desde la asunción del presidente Mauricio Macri, el 10 de diciembre del 2015, hasta mediados del 2018, momento en el cual el gobierno firmó un acuerdo de ayuda financiera con el FMI. Entendemos que únicamente durante ese lapso se aplicó el programa fiscal y monetario tal como lo concibió y diseñó el equipo económico del gobierno. Ese es el programa que nos interesa estudiar en este trabajo.

## Política Fiscal

---

\* El autor es Licenciado en Administración de Empresas (UCASAL), obtuvo una Maestría en Economía (UFM-OMMA) y una Maestría en Economía y Ciencias Políticas (ESEADE). Contacto: [jmmoralesm@ufm.edu](mailto:jmmoralesm@ufm.edu).

<sup>1</sup> Para más información sobre populismo macroeconómico se recomienda leer de Dornbusch Rudiger y Sebastián Edwards (1989) *La Macroeconomía del Populismo en la América Latina* (ensayo presentado en la segunda reunión del IASE, Bogotá, 30 de marzo-1 de abril de 1989).

Ante tamaño desafío, desde el primer momento de gestión apareció en el programa económico del gobierno de Cambiemos una palabra que se repitió hasta el cansancio y rápidamente se convirtió en una especie de estandarte de la gestión, el término fue “gradualismo”. La idea conceptual del gradualismo tenía su lógica, básicamente consistía en ir resolviendo los desequilibrios macroeconómicos (fundamentalmente fiscales y monetarios) de manera paulatina, a lo largo de los 4 años de gobierno, mientras el Estado financiaba su decreciente agujero fiscal con endeudamiento externo. El objetivo era doble, por un lado evitar una política de shock que desestabilice la frágil gobernabilidad de Cambiemos y, por el otro, generar las correcciones macroeconómicas necesarias que sentaran las bases para un crecimiento económico sostenido de largo plazo.

Las metas fiscales anuales que se fijaron para reducir el déficit resultaban muy poco ambiciosas y tenían como contrapartida una permanente necesidad de recursos que el Estado debía obtener mediante la emisión de deuda. El camino al equilibrio fiscal se proyectó de manera tan gradual que el déficit financiero consolidado del Sector Público se redujo muy poco durante los dos primeros años de gestión y no fue hasta el 2018 (post acuerdo FMI) que se aceleró el camino hacia el equilibrio.

Tal como vemos en el Gráfico N°1, hay diferentes estimaciones sobre el déficit fiscal del cual partió el gobierno de Mauricio Macri. Tomando los datos del FMI<sup>2</sup> podríamos decir que el déficit del sector público a diciembre del 2015 ascendía a 6% del PIB, sin embargo de acuerdo a algunas correcciones<sup>3</sup>, el rojo inicial del 2015 se podría estimar en 8% del PIB.

Si partimos de los datos del FMI curiosamente vemos un ensanchamiento del déficit financiero del Gobierno Nacional en 2016 respecto al año anterior. Pero, por el contrario, si tomamos como punto de partida las estimaciones corregidas por Sebastián Galiani, efectivamente se observa un ajuste del déficit consolidado del Sector Público durante el primer año de gestión de Cambiemos que, sin embargo, no continuó en el 2017. Como dijimos anteriormente, esta situación se debía a que la reducción del déficit primario fue tan leve que se neutralizaba con el aumento intereses que se pagaban por la nueva deuda

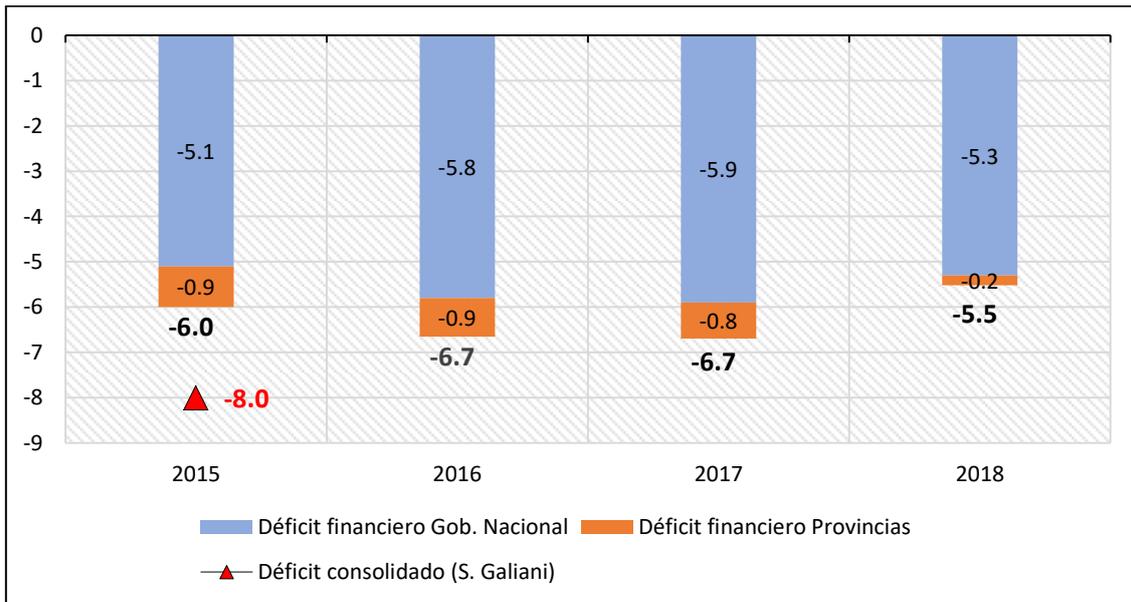
---

<sup>2</sup> IMF Country Report No. 19/232. *Fourth review under the stand-by arrangement, request for waivers of applicability and modification of performance criteria, and financing assurances review* (Julio 2019).

<sup>3</sup> De acuerdo a las estimaciones de *El esfuerzo fiscal de 2016-2019 en Argentina* por Sebastián Galiani, publicada el 16 de junio del 2019 en el blog Foco Económico. Disponible en <https://focoeconomico.org/2019/06/16/el-esfuerzo-fiscal-de-2016-2019-en-argentina/>

adquirida, esto lo vemos claramente en el Gráfico N°2. Para resumir, podemos decir que en términos de déficit fiscal no se llevó adelante una gran corrección durante los dos primeros años de Cambiemos sino que hubo un cambio en la composición de ese déficit: menos déficit primario y más intereses de deuda.

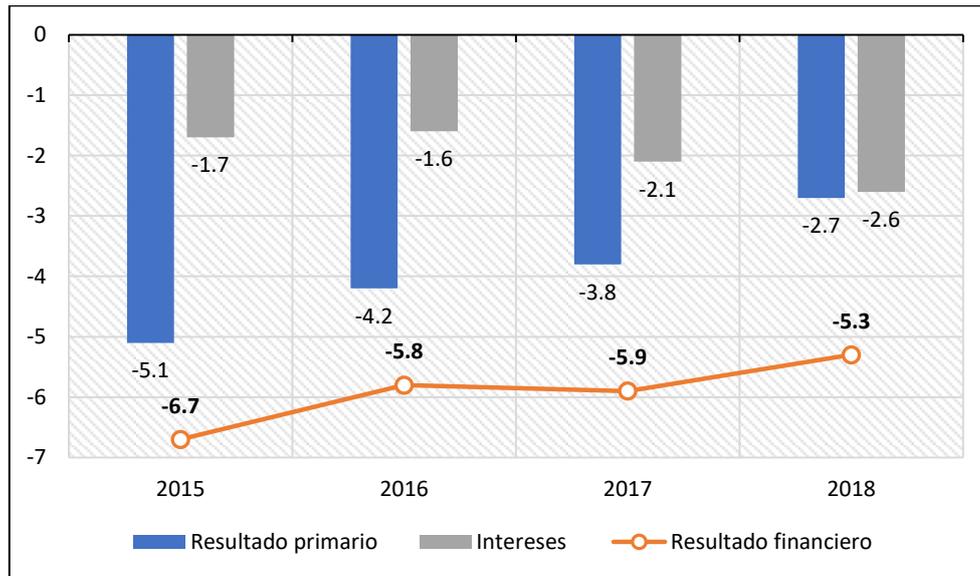
Gráfico N°1: Resultado fiscal consolidado del Sector Público No Financiero (en % del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a FMI y Sebastián Galiani.

Si nos focalizamos únicamente en el resultado fiscal del Gobierno Nacional, podemos observar con mayor claridad como la tendencia de reducción del déficit primario fue compensada por una tendencia creciente de los intereses de la deuda en 2017. Lo cierto es que luego de dos años de gobierno, hacia finales del 2017, el déficit del Gobierno Nacional únicamente se había reducido 0,9% del PIB respecto al del año 2015, esto es equivalente a decir que el déficit fiscal se contrajo 0,4% del PIB en promedio anual durante los dos primeros años de Cambiemos. En este sentido, creemos que un error importante del equipo económico fue fijar las metas fiscales únicamente en términos de déficit primario y no en función del resultado financiero. Siendo este último el que indica el total de las necesidades de financiamiento que tiene un Estado y, por lo tanto, el que determina la sostenibilidad del programa económico.

Gráfico N°2: Resultado primario y financiero del SPN (en % del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a FMI y a Sebastián Galiani.

Creemos que la inconsistencia que condenó al programa fiscal estaba determinada por la imposibilidad del Gobierno Nacional de sostener el alto nivel de endeudamiento que requería el gradualismo en su largo camino hasta alcanzar el equilibrio primario. Este problema fue peligrosamente subestimado por el equipo económico. Tan subestimado fue que en el Presupuesto 2017 se cambiaron las metas fiscales presentadas en el programa original por otras menos ambiciosas que recién pretendían alcanzar el equilibrio primario en el año 2021.

Cuadro N°1: Metas fiscales del programa económico (en % del PIB)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Meta déficit primario 2016</b>	-4,8	-3,3	-1,8	-0,3	-	-
<b>Meta déficit primario 2017</b>	-	-4,2	-3,2	-2,2	-1,2	-0,2

Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

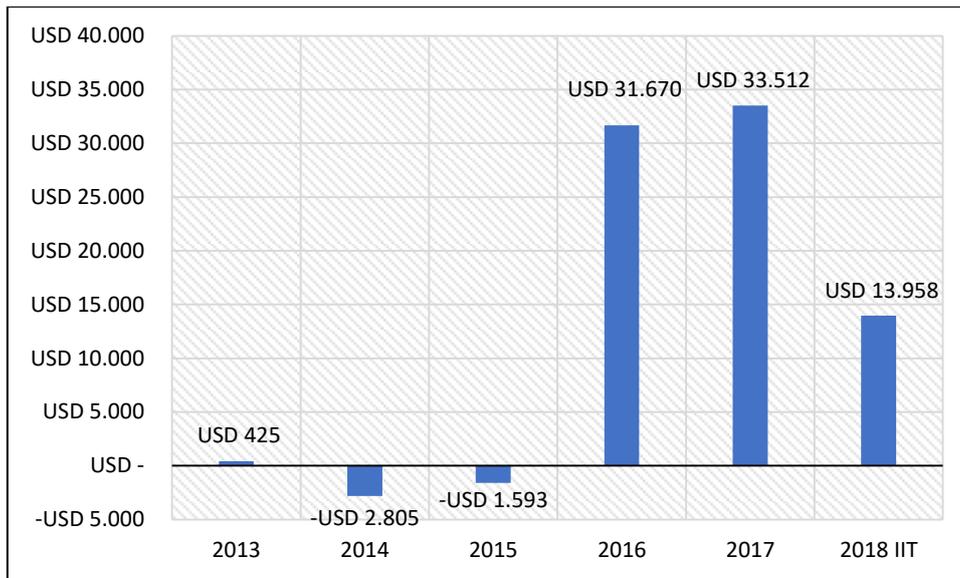
Podemos decir que ha quedado claro como la corrección fiscal del gradualismo implicaba una importante necesidad de recursos destinados a cubrir, por un lado 1) un agujero primario que se cerraba muy lentamente y, por el otro, 2) los intereses crecientes de la deuda pública.

Durante la gestión de Cambiemos, el Gobierno Nacional volvió a los mercados voluntarios de deuda después de destrabar el conflicto con los Holdouts en febrero del 2016. Esto implicó un cambio importante en la dinámica de la deuda pública respecto a los gobiernos kirchneristas, los cuales se caracterizaban por colocar su deuda intra-sector público. Volver al mercado internacional de deuda para buscar los recursos necesarios durante la transición al equilibrio fiscal era imperioso. Pero, por supuesto, sin olvidar que las condiciones de los mercados financieros son volátiles y que la demanda de títulos públicos acompañaría siempre y cuando Argentina mostrara capacidad de solvencia en el tiempo.

El mercado internacional de deuda era la “bala de plata” que tenía gobierno y debía usarse bien. Es que Argentina no puede financiar grandes déficits por mucho tiempo a través de acreedores privados debido a que el mercado financiero local es diminuto y poco desarrollado y, en ese caso, un déficit gubernamental elevado siempre requerirá del ahorro externo. A su vez, como bien sabemos, para sostener un nivel alto de deuda externa es imprescindible, de mínima, crecimiento económico y armonía fiscal para mantener la percepción de solvencia del gobierno y evitar la posibilidad de un sudden stop.

Las consecuencias de necesitar un gran volumen de financiamiento sin contar con una plaza local en donde colocar esa deuda se ve claramente reflejado en la Balanza de Pagos. Se observa como a partir del 2016 una gran cantidad de dólares ingresaron a Argentina como contrapartida de deuda emitida, en su mayoría por el Gobierno Nacional, pero también por las provincias y el Banco Central. De estar afuera de los mercados financieros hasta el 2015, en tan sólo dos años y medio entraron al país casi USD80 mil millones por deuda externa del sector público (incluido BCRA).

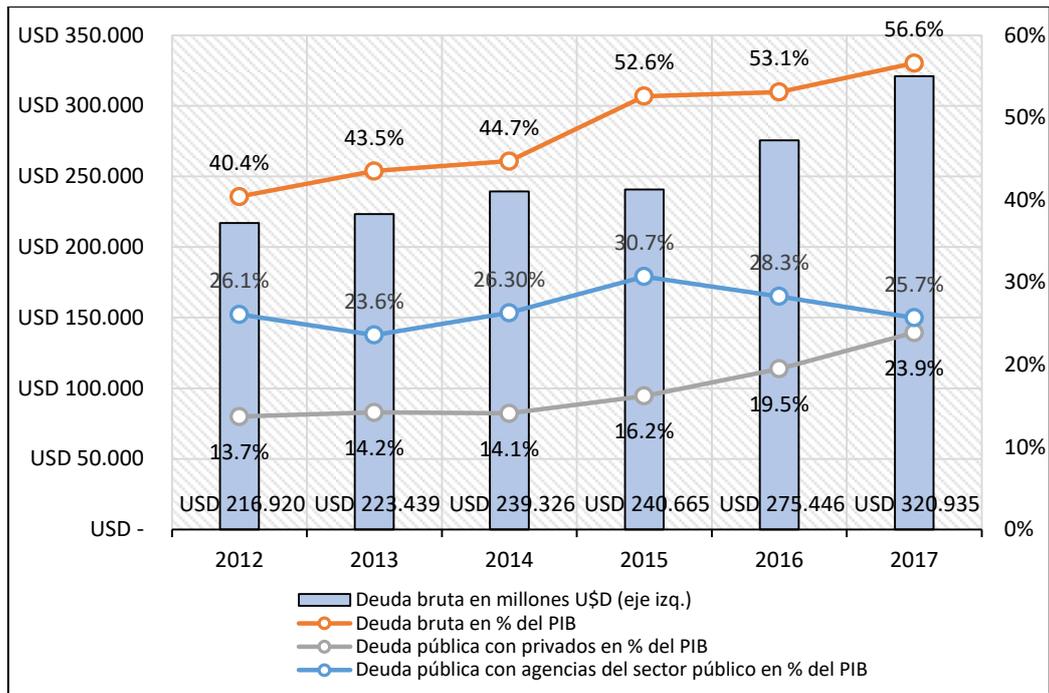
Gráfico N°3: Pasivo netos incurridos por Gobierno Nacional, Provincias y BCRA desde el 2016 hasta el segundo trimestre del 2018 (en millones de USD)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

Ante esta dinámica, la deuda pública externa del Gobierno Nacional pasó de ser 14% del PIB en 2015 a 27% en PIB en el segundo trimestre del 2018 y el total de la deuda en manos de tenedores privados pasó de USD74.000 millones a USD148.000 millones (35% del PIB), es decir que se duplicó en dólares. En el gráfico a continuación podemos observar claramente el cambio de tendencia en la composición de la deuda pública durante el 2016 y 2017, en donde la deuda intra-sector público caía en relación al PIB mientras que la deuda en manos de tenedores privados aumentaba a mayor velocidad.

Gráfico N°4: Evolución de la deuda pública bruta, con agencias del sector público y con privados (en millones USD y % del PIB)



Fuente: elaboración propia en base a Ministerio de Economía.

Hasta aquí hemos intentado demostrar dos aspectos muy importantes:

1. El programa económico implementado por el gobierno consistía en una reducción extremadamente gradual del déficit fiscal que, a su vez,
2. requería gran una cantidad de recursos que el gobierno obtenía mediante un alto nivel de endeudamiento en el mercado voluntario de deuda (sobre todo del mercado internacional).

La pregunta que debemos responder ahora es qué posibilidades reales había de que este programa, con las características que ya explicamos, pueda mantenerse en el tiempo. Es decir, debemos responder cómo Argentina iba a ser capaz de endeudarse en los mercados internacionales a este ritmo por varios años y mantenerse solvente hasta terminar el proceso de reordenamiento fiscal.

Para intentar responder, en principio, debemos tratar de indagar qué pensaba al respecto el propio equipo económico que desarrolló el programa. Lamentablemente, en este sentido las respuestas de los economistas del gobierno eran poco claras, es que todo el plan había sido desarrollado en base al supuesto de que la economía iba a crecer, a partir del 2017 e

ininterrumpidamente de cara al futuro, a una tasa del 3,5% anual. Esta proyección de crecimiento permitía explicar dos cuestiones fundamentales respecto al gradualismo:

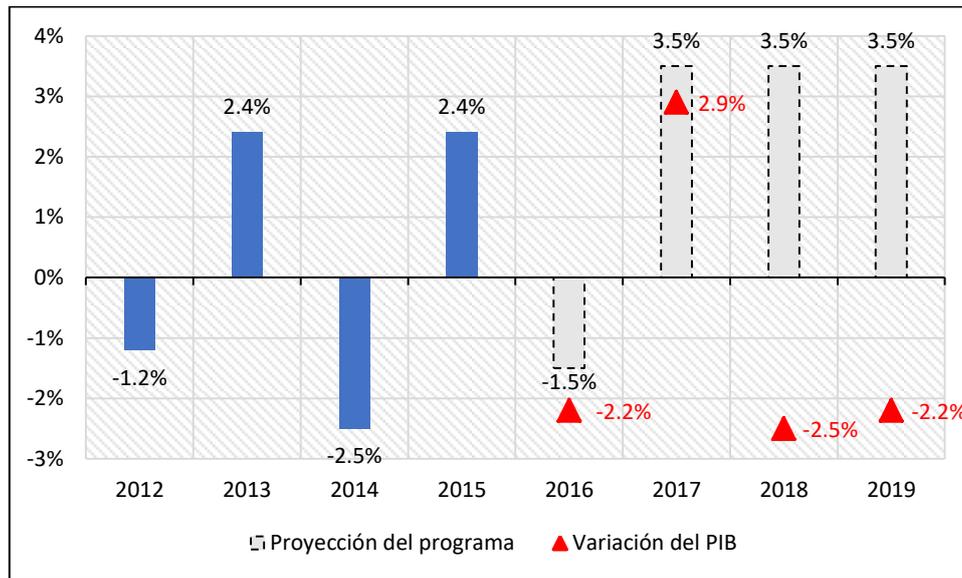
1. Por qué las correcciones del déficit eran tan graduales: creciendo al 3,5% anual el gobierno no necesitaba hacer grandes ajustes de gasto para lograr equilibrio primario, simplemente alcanzaba con mantener las erogaciones constantes en términos reales para que el crecimiento del PIB haga el resto del trabajo. Esta situación era el mejor de los mundos posibles ya que mientras la economía creciera a ese ritmo no hacía falta ajuste de gasto, por ende no había costo político que pagar.
2. El gobierno podía tomar deuda y mantenerse solvente por el tiempo que requiera: estimando un crecimiento anual del PIB constante en el tiempo de 3,5% Argentina no debiera mostrar inconsistencias futuras en cuanto a su solvencia y podría tomarse el tiempo necesario hasta cerrar sus desequilibrios.

Sabiendo que durante los cuatro años anteriores a la asunción de Mauricio Macri la economía había crecido a un promedio anual del 0,4%, la proyección estimada por el equipo económico de Cambiemos esperaba que el crecimiento se multiplicara por 8 luego del primer año de gestión.

Resulta difícil comprender qué factores fueron tenidos en cuenta para semejante nivel de expectativa, siendo que el déficit fiscal apenas bajó durante los dos primeros años, las reformas económicas más importantes que se intentaron desde el gobierno (reforma previsional, responsabilidad fiscal y tributaria) no estaban diseñadas precisamente para tener gran impacto en lo inmediato y recién fueron aprobadas durante los últimos dos meses del año 2017. Además, jamás fue posible llevar adelante la indispensable reforma en la legislación laboral, entre otras medidas necesarias.

Ante este panorama, no resulta sorprendente que las proyecciones de crecimiento en las que se apoyaba el programa económico no se hayan cumplido. En el primer año de gobierno la caída de la economía resultó mayor a la esperada, durante el segundo año el PIB creció pero no alcanzó el nivel deseado y a partir del mes de marzo del 2018 comenzó la recesión que empujó hacia el acuerdo con el FMI y enterró definitivamente el plan económico.

Gráfico N°5: Variación del PIB y proyecciones del programa económico



Fuente: elaboración propia en base a Banco Mundial e INDEC.

Por lo visto anteriormente, resulta evidente que la solvencia de Argentina se vio comprometida hacia mediados del 2018, momento en el cual el programa gradualista se quedó sin combustible. El error del plan económico, de acuerdo a nuestra consideración, es que estaba diseñado para funcionar únicamente en un contexto de crecimiento que, a decir verdad, resultaba imposible para Argentina en ausencia de reformas profundas. Da la impresión de que el crecimiento económico esperado era el que hacía viable al programa, cuando en realidad debía ser el programa económico el que impulsara a crecer la economía. Se trataba de un error circular del que el equipo económico no pudo salir.

De acuerdo al análisis realizado y a los datos presentados podemos arribar a las siguientes conclusiones sobre el programa fiscal aplicado:

- El gradualismo fiscal era un programa muy poco ambicioso que requería mayor dinamismo en cuanto a la reducción del déficit fiscal. Además, las metas fiscales fueron establecidas en base al resultado primario y no de acuerdo al resultado financiero, siendo el último el que determina el volumen total de financiamiento que un país requiere.

- El programa estaba diseñado en base a la (infundada) premisa de un crecimiento anual constante en torno al 3,5% a partir del 2017. Este error nos puede ayudar a entender dos aspectos:
  - o Un crecimiento económico anual de 3,5% permitía reducir el déficit primario sin la necesidad de reducir el gasto público en términos reales.
  - o A esas tasas de crecimiento Argentina no tendría mayores problemas de solvencia en el futuro.
  
- Teniendo en cuenta que la solvencia intertemporal de un país depende de factores tales como la evolución de su déficit fiscal, de la tasa de interés y del crecimiento económico, no resultaba tan complejo anticipar el fracaso del programa fiscal mediante el seguimiento y evolución de cada una de las mencionadas variables. A modo de análisis, utilizaremos uno de los métodos más conocidos para determinar si una deuda es sostenible en el tiempo:

$$S_{pn} = ((i-g)/(1+g)) * (D/PBI)$$

Donde:

$S_{pn}$  = Superávit primario necesario sobre PBI para mantener constante el nivel de endeudamiento (D/PB)

$i$  = Tasa de interés de la deuda relevante

$g$  = Tasa de crecimiento de largo plazo de la economía

$D/PBI$  = Nivel relevante de endeudamiento (Deuda/Producto Bruto Interno)

Teniendo en cuenta los datos a diciembre del 2017:

$i=6,53\%$ ;  $g=2,9\%$ ;  $D/PIB=29,4\%$  (quitamos la deuda intra-sector público)

$S_{pn} = 1\%$

De acuerdo a la fórmula utilizada, podemos decir que como el superávit primario necesario ( $S_{pn}=1\%$ ) es superior al observado ( $S_{po}=-3,8\%$ ), el nivel de endeudamiento

observado no era sostenible en el tiempo. Se hubiese requerido un esfuerzo fiscal de 4,8% del PIB para alcanzar la sostenibilidad.

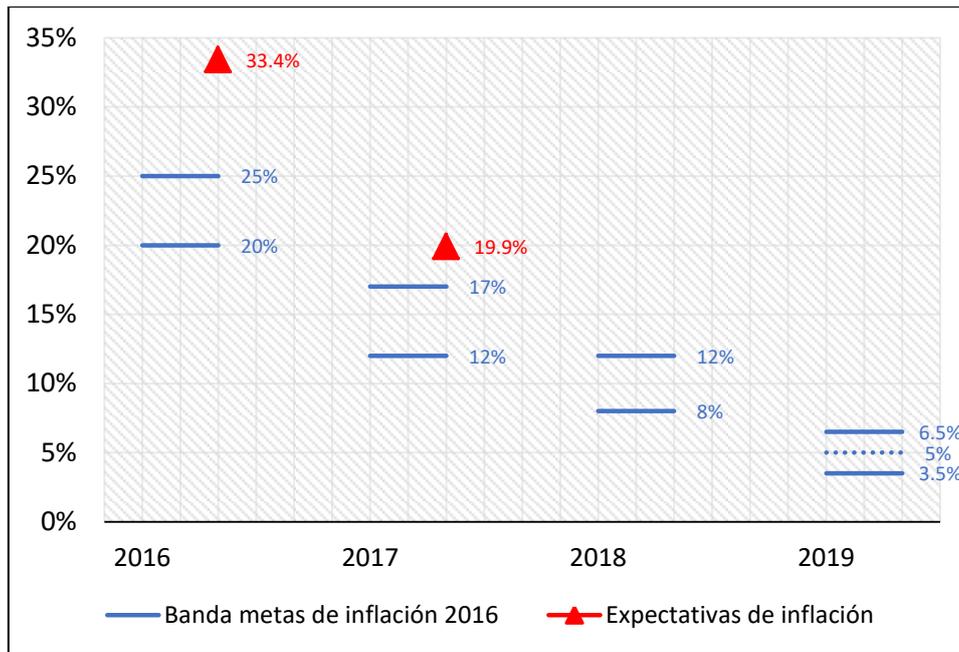
Habiendo analizado, a nuestro juicio, los aspectos más relevantes de la implementación del programa fiscal y sus resultados, a continuación nos enfocaremos en la política monetaria y cambiaria.

### **Política monetaria**

El objetivo del programa monetario comandado por el flamante presidente del BCRA, Federico Sturzenegger, era reducir la inflación hasta alcanzar el 5% anual en el 2019. Para lograr este propósito el equipo económico del Banco Central escogió un esquema de Metas de Inflación (MI) que iba a comenzar formalmente en septiembre del 2016 y regiría a partir de enero de 2017. Vale aclarar que, si bien el año 2016 era considerado por las autoridades del BCRA como un año de transición en donde el principal objetivo era normalizar el mercado monetario y cambiario para la aplicación del esquema de metas de inflación con tipo de cambio flotante, también se fijó una meta de inflación para dicho año con la finalidad de moderar las expectativas inflacionarias a la baja, aún a sabiendas de que sería de muy difícil concreción. Las consultoras esperaban una inflación acumulada de 33% para el 2016 y la meta objetivo fijada por el Central se encontraba entre el 20% y 25%.

Al igual que los demás países que utilizan el esquema de metas de inflación, el instrumento de política monetaria escogido por el BCRA fue la tasa de interés. Durante el primer año se utilizó la tasa resultante de las licitaciones de LEBAC en pesos a 35 días de plazo aunque más tarde, a partir de enero del 2017, fue reemplazada por la tasa del centro del corredor de pases a 7 días.

Gráfico N°6: Metas de inflación fijadas por BCRA y expectativas de Latin American Consensus Forecast al mes de mayo de 2016



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Como se puede observar en el gráfico anterior, las metas de inflación del BCRA fueron fijadas en bandas: entre 25% y 20% para el 2016, entre 17% y 12% (promedio 14,5%), para el 2017, entre 12% y 8% (promedio 10%) para el 2018 y, finalmente, entre 6,5% y 3,5% (promedio 5%) para el 2019.

El primer año de la nueva gestión del Banco Central era considerado como un año de transición, es decir que durante el 2016 se pretendía tomar una serie de medidas con el objetivo de “preparar el terreno” para el esquema de metas de inflación, el cual sería anunciado oficialmente en septiembre del mismo año. Los hitos más importantes en esta etapa fueron:

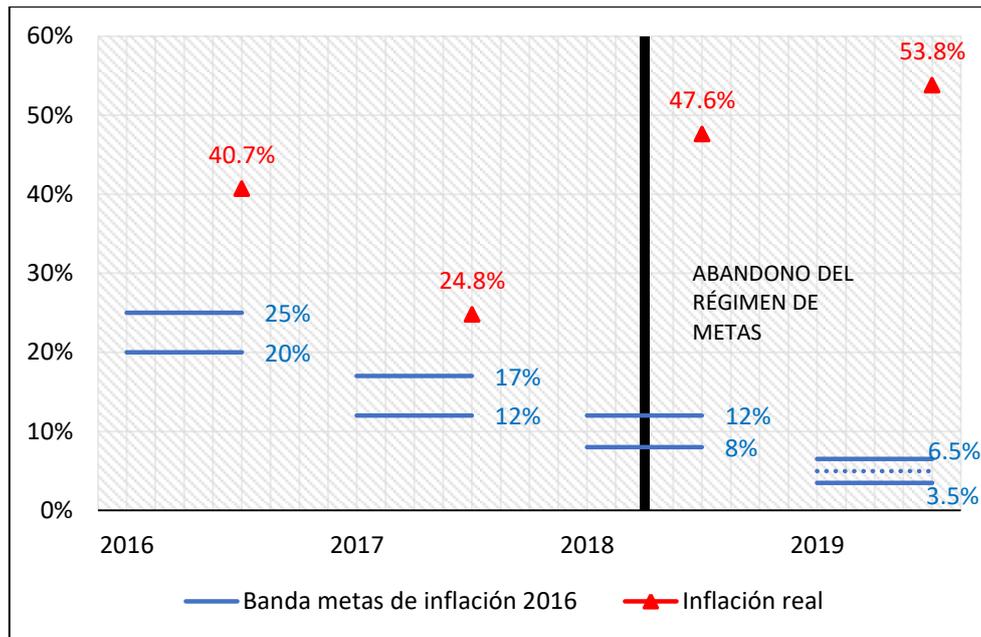
- Salida del cepo cambiario y liberación escalonada de las compras de divisas para formación de capital externo por parte de personas físicas y jurídicas.
- Fortalecimiento de las reservas del BCRA mediante el uso del swap de monedas que se había concertado anteriormente entre el BCRA y el Banco Central de China y países pasivos con bancos del exterior.
- Absorción del sobrante de liquidez existente producto de expansión de base monetaria llevada adelante durante la gestión anterior.

- Mejoramiento de los canales de comunicación a partir de la publicación de comunicados mensuales de política monetaria más un informe trimestral de política monetaria.

El primer año de gestión terminó con una inflación del 40,7%, es decir muy lejos de la meta fijada (entre 20% y 25%). En principio, podemos afirmar que haber establecido una meta para el año de transición pudo haber sido un error que se pagó caro: no sólo fue inútil para cumplir el propósito de moderar las expectativas de inflación a la baja (la inflación resultó 7 p.p. superior a las expectativas de inflación que había a comienzos del año) sino que además socavó la credibilidad de la autoridad monetaria desde el minuto cero, incluso desde antes de adoptar formalmente el régimen de metas de inflación.

Sin embargo, la meta fijada para 2017 tampoco se concretó y la inflación ese año se ubicó casi 8 p.p. por encima de la banda superior, alcanzando el 24,8%. Finalmente, casi de manera impensada hasta algunos meses antes, el día 7 de junio del 2018 se anunció un acuerdo entre Argentina y el FMI cuyo programa suspendió temporalmente el esquema MI del BCRA por lo que restaba del 2018. Durante los primeros seis meses del 2018 el programa había colapsado: el tipo de cambio había trepado 48% (pasando de \$18,8 a comienzos de enero a \$27,8 hacia fines de junio) y la pérdida de Reservas Internacionales ascendió a los USD11.435 millones. Los esfuerzos de la autoridad monetaria, que entre la última semana de abril y la primera de mayo incrementó la tasa de referencia pasando de 27,25% a 40%, fueron en vano para calmar la volatilidad cambiaria e intentar alinear las expectativas. Si bien la idea inicial era retomar el programa MI el año siguiente, eso nunca sucedió. Federico Sturzenegger renunció a su cargo como presidente del BCRA siete días después de anunciarse el acuerdo con el FMI.

Gráfico N°7: Metas de inflación fijadas por BCRA en 2016 e inflación real



Fuente: elaboración propia en base a datos de BCRA.

Intentando buscar las inconsistencias que expliquen el fracaso del programa podemos comenzar destacando que el esquema MI, el cual es utilizado por más de 28 países, nunca había sido probado en una economía con un nivel de inflación inicial tan alto como la que sufría Argentina al momento de la puesta en marcha del programa. Tal como nos indica el Cuadro N°10, vemos que la tasa de inflación inicial promedio de los países que formalmente adoptaron el régimen MI rondaba el 6%, es decir un nivel de inflación casi cinco veces inferior a la que sufrió Argentina durante el 2015 (28%).

Cuadro N°2: Tasa de inflación inicial al momento de adoptar formalmente el esquema de Metas de Inflación por país

País	Fecha de adopción del régimen de metas	Tasa de inflación a la fecha de adopción
Nueva Zelanda	1990	3,3
Canadá	1991	6,9
Reino Unido	1992	4
Suecia	1993	1,8
Australia	1993	2
República Checa	1997	6,8
Israel	1997	8,1

Polonia	1998	10,6
Brasil	1999	3,3
Chile	1999	3,2
Colombia	1999	9,3
Sudáfrica	2000	2,6
Tailandia	2000	0,8
Corea	2001	2,9
México	2001	9
Islandia	2001	4,1
Noruega	2001	3,6
Hungría	2001	10,8
Perú	2002	-0,1
Filipinas	2002	4,5
Guatemala	2005	9,2
Indonesia	2005	7,4
Rumania	2005	9,3
Turquía	2006	7,7
Serbia	2006	10,8
Ghana	2007	10,5
<b>PROMEDIO</b>		<b>5,9</b>

Fuente: en base a Finanzas y Desarrollo (Revista trimestral del FMI).

Podríamos decir entonces, tal como afirmó Di Tella (2019)<sup>4</sup> que las metas de inflación siempre se han usado para consolidar la reducción de la inflación lograda por otros métodos. Es decir, el régimen MI jamás se había utilizado anteriormente para reducir altos niveles inflacionarios, sino para estabilizar o mantener niveles de inflación bajos previamente existentes.

Vale decir que los niveles de inflación elevados que muchos países sufrieron, sobre todo, durante la década de los 60's y 70's fueron combatidos exitosamente mediante el control de la cantidad de dinero, es decir de los agregados monetarios. Y no fue hasta los 90's, momento en el cual los niveles de inflación ya se habían reducido drásticamente, que se implementó por primera vez en Nueva Zelanda el régimen de metas de inflación.

<sup>4</sup> Di Tella, R. *Comentarios sobre "La macroeconomía de Macri" de Federico Sturzenegger*. Harvard Business School, 2019.

Entonces, la primera conclusión a la que llegamos es que la implementación de un régimen de estas características partiendo de un alto nivel inflacionario (y con tendencia creciente) al momento de la puesta en marcha del programa monetario, resultaba un experimento del que no había ninguna evidencia empírica disponible en el mundo.

Pero, de acuerdo a nuestra opinión, el error más importante del programa monetario fue la creencia de que su implementación podría ser exitosa en un contexto de elevado déficit fiscal. Tal como indica la teoría de MI, la ausencia de dominancia fiscal es un requisito primordial para que un esquema de tipo MI funcione correctamente y, lo cierto es que, en este aspecto no había demasiadas certezas. Sobre todo en un país como Argentina, que desde hacía aproximadamente 10 años sufría inflación de dos dígitos producto de la sistemática monetización del déficit fiscal, era fundamental dar señales claras respecto al abandono de estas prácticas. Teniendo en cuenta que entre el 2012 y 2015 los recursos anuales que el BCRA le transfirió al Tesoro (entre adelantos transitorios, letras intransferibles y reservas internacionales) ascendieron al 4,4% del PIB en promedio, alinear las expectativas a favor de la credibilidad en el programa de Cambiemos no se trataba de un desafío sencillo. Para esto era fundamental contar con a) un programa fiscal creíble capaz de corregir el déficit de manera drástica y b) un sistema financiero local (junto a un mercado de capitales) desarrollado que permita financiar los déficits con ahorro genuino mientras que dure del programa hacia alcanzar el equilibrio. Como ya hemos visto anteriormente, ninguno de estos requisitos se encontraba presente.

La flamante gestión del BCRA no se mostró indiferente ante la necesidad de eliminar la dominancia fiscal y estableció topes anuales para transferencias al Tesoro por todo concepto. Los mismos fueron definidos de la siguiente manera: \$160.000 millones para el 2016, \$150.000 millones para el 2017 y \$140.000 millones para el 2018. Sin embargo, como veremos más adelante, podemos afirmar que la expansión de la oferta monetaria continuó en los mismos niveles que durante los años anteriores.

En principio, resulta justo decir que el BCRA cumplió a rajatabla con los límites a las transferencias fijados para el 2016 y 2017. Durante el primer año de gobierno, entre adelantos transitorios y giros de utilidades, las transferencias al Tesoro totalizaron en \$159.997 millones y durante el 2017 ascendieron a \$150.000 millones.

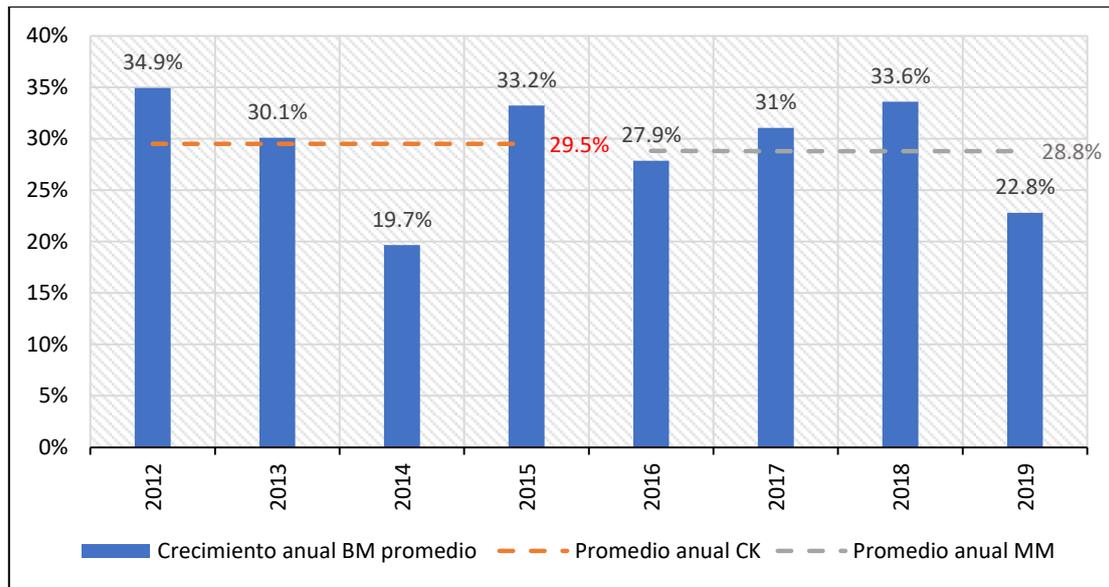
Pero esto no era todo, había una dinámica realmente insostenible que atentaba directamente contra el programa monetario: el gobierno se endeudaba en dólares en el exterior y el BCRA sistemáticamente le compraba esas divisas llenando de pesos la plaza. De acuerdo a los Informes de Política Monetaria emitidos por el BCRA, la administración de Sturzenegger tenía como objetivo engrosar las Reservas Internacionales del Banco Central hasta que estas alcancen niveles en torno al 15% del PIB. Se trataba de una demanda de divisas precautoria que tenía como finalidad contar con el poder de fuego necesario para evitar volatilidades en el tipo de cambio, objetivo que se encontraba en línea con el programa de metas de inflación y con un régimen de cambio flotante

Sin embargo, la dinámica descrita tenía dos consecuencias, 1) el crecimiento sostenido e ininterrumpido de la base monetaria, la cual se incrementó 60% en términos nominales durante los dos primeros años de Cambiemos (pasó de \$620.000 millones a \$1 billón) y 2) la necesidad del BCRA de emitir pasivos de corto plazo para aspirar parte de los pesos recientemente emitidos. Estos últimos se incrementaron 276% (\$890.000 millones) de diciembre del 2015 a diciembre de 2017 pasando de \$322.000 millones a \$1,2 billones.

La compra de divisas a cambio de pesos recién impresos por parte de la autoridad monetaria era de tal magnitud que el ritmo de emisión monetaria durante el gobierno de Cambiemos se mantuvo en los mismos niveles del gobierno de Cristina Fernández.

Tal como observamos en el Gráfico N°8, el crecimiento promedio anual de la base monetaria durante los últimos cuatro años de Cristina Fernández y durante el gobierno de Mauricio Macri fue prácticamente idéntico, manteniendo la expansión a un ritmo cercano al 30% anual. Era imposible en esas condiciones esperar una desaceleración sostenida de la inflación en un contexto de economía estancada y con baja demanda de dinero. Está claro también como recién en el año 2019 se observa una contracción en el ritmo de crecimiento de la base monetaria.

Gráfico N°8: Crecimiento anual promedio de Base Monetaria



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

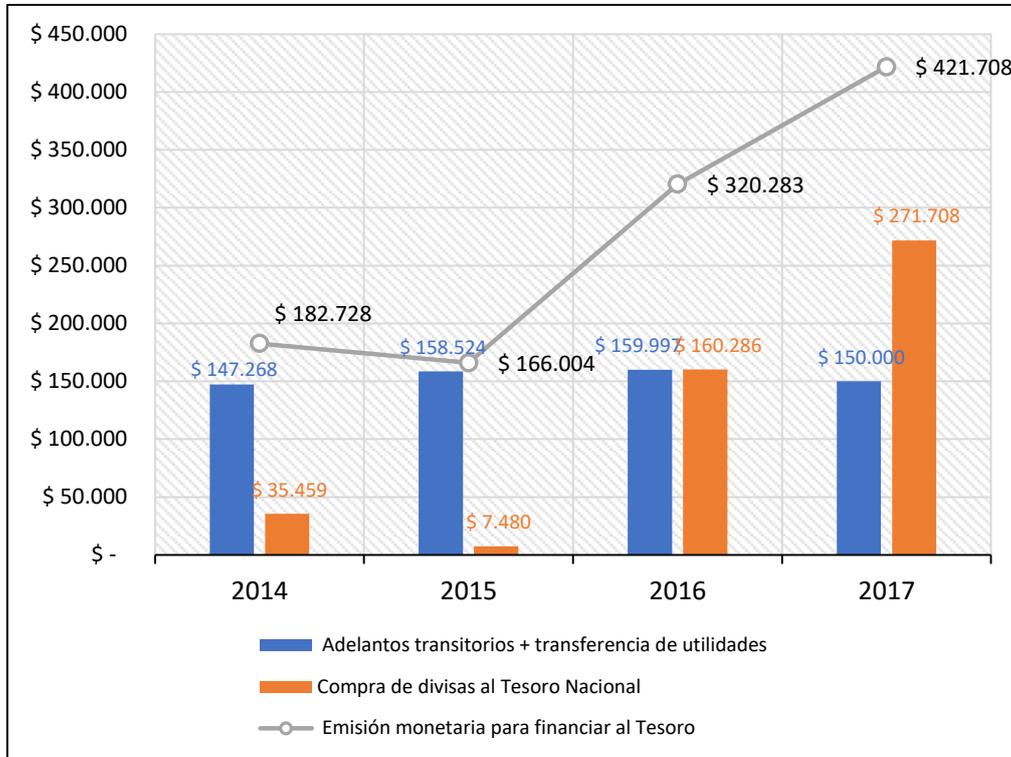
Como hemos mencionado recientemente, la expansión de base monetaria durante la gestión de Cambios se explicaba por dos motivos:

- a) Por las transferencias mediante adelantos transitorios y giros de utilidades que establecía anualmente el BCRA para con el Tesoro. Vale decir que estas fueron fijadas anticipadamente por la autoridad monetaria y con topes anuales decrecientes, justamente con el objetivo de reducir progresivamente la dominancia fiscal y dar previsibilidad.
- b) Por la sistemática compra de divisas por parte del BCRA al Tesoro. El BCRA se vio envuelto en una dinámica de emisión monetaria constante para comprar los dólares que el Gobierno Nacional conseguía mediante la emisión de deuda externa para financiar su agujero fiscal.

Tal como nos enseña a continuación el Gráfico N°9, vemos que durante el 2016 la emisión del BCRA por compra de dólares al Tesoro superó los \$160.000 millones, siendo prácticamente igual a las emisiones fijadas por transferencias al Tesoro (a través de giro de utilidades y adelantos transitorios), es decir que la emisión total del BCRA para asistir al Gobierno Nacional fue aproximadamente \$320.200 millones ese año. En el 2017 la emisión por compra de divisas se incrementó hasta alcanzar los \$271.700 millones, siendo 80%

superior al límite de \$150.000 establecido ese año para transferencias al Tesoro y totalizando en una emisión de \$421.700 millones aproximadamente.

Gráfico N°9: Emisión monetaria para financiar al Tesoro (en millones \$)



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

Podemos decir entonces que hubo una fuerte emisión monetaria durante los dos primeros años de Cambiemos que excedió ampliamente la suma fijada de transferencias previamente establecidas entre el BCRA y el Tesoro. Si bien es cierto que durante el periodo macrista la expansión monetaria no fue exactamente igual a la que aconteció durante el gobierno antecesor - ya que gran parte de la emisión se hacía contra dólares y no contra títulos del Tesoro - a los fines de nuestro análisis tienen el mismo efecto, ya que en ambos casos implicó el crecimiento ininterrumpido de los agregados monetarios. Además, estaba claro que el volumen de dólares que el BCRA compraba provenía del abultado endeudamiento que tomaba el Sector Público (mayormente el Gobierno Nacional) y que de cambiar las condiciones de los mercados financieros la tendencia podría revertirse. Sin dudas, creemos que esta situación desgastó el esquema de MI hasta volverlo inviable. Se requería una creciente demanda de dinero y una recuperación económica sostenida para que la inflación se

moviese tal como esperaban las metas fijadas mientras la base monetaria creciera en torno al 30%, tal como lo venía haciendo desde el gobierno de Cristina Fernández.

Está claro que bajo un esquema de MI si un banco central no logra coordinar las expectativas inflacionarias con las metas establecidas, el régimen monetario se desploma. Es que el ancla de este tipo de programas son las expectativas y la autoridad monetaria debe alinearlas mostrando:

1. Autonomía absoluta: para que los agentes tengan la confianza en que el Central pondrá a disposición todas sus herramientas para alcanzar sus metas inflacionarias y en que no se encontrará, bajo ningún punto, en la situación futura de emitir dinero para financiar déficit fiscal.
2. Cumplimiento de las metas establecidas (con su respectiva rendición de cuentas): para ganar reputación, credibilidad y pueda anclar más fácilmente las expectativas a favor del programa en el futuro.

Tal como hemos demostrado anteriormente, ninguno de estos dos puntos se cumplió. En tal caso podemos decir que el programa monetario no tenía ancla y eso ya lo convertía en inconsistente y sin probabilidad de éxito.

Como hemos introducido algunos párrafos atrás, la emisión monetaria permanente (tanto por transferencias preestablecidas como por compra de divisas) impactaba directamente en el crecimiento de la base monetaria y de los pasivos remunerados de cortísimo plazo del BCRA (promesas de emisión futura) guiando las expectativas de inflación en un sentido inverso al de las metas fijadas por el Central. A su vez, esta inconsistencia imposibilitaba al Banco Central reducir la tasa de política monetaria (la herramienta escogida) incrementando aún más el ritmo de crecimiento de los pasivos remunerados. El programa estaba envuelto en un círculo vicioso. Como si fuera poco, las altas tasas de interés no ayudaban a la recuperación económica y generaban un conflicto permanente entre la autoridad monetaria y el Poder Ejecutivo que presionaba para reducirlas.

Además, las atractivas tasas locales en combinación con un apreciado tipo de cambio nominal (estabilizado por el volumen de divisas que ingresaban por la deuda) generaron un entorno

perfecto para el carry-trade, cuya reversión a partir de febrero del 2018 implicó una disparada del tipo de cambio y una notable pérdida de Reservas para BCRA.

El golpe de gracia que terminó con lo que quedaba del esquema de MI fue la conferencia de prensa del 28 de diciembre de 2017 (28D), en donde se anunció el corrimiento de las metas de inflación. Este cambio en las metas socavó aún más las deterioradas expectativas que ya venían golpeadas tras los fracasos del 2016 y 2017, en donde los resultados de inflación habían superado ampliamente los objetivos establecidos.

A nuestro entender puede haber dos maneras de explicar lo acontecido el 28D:

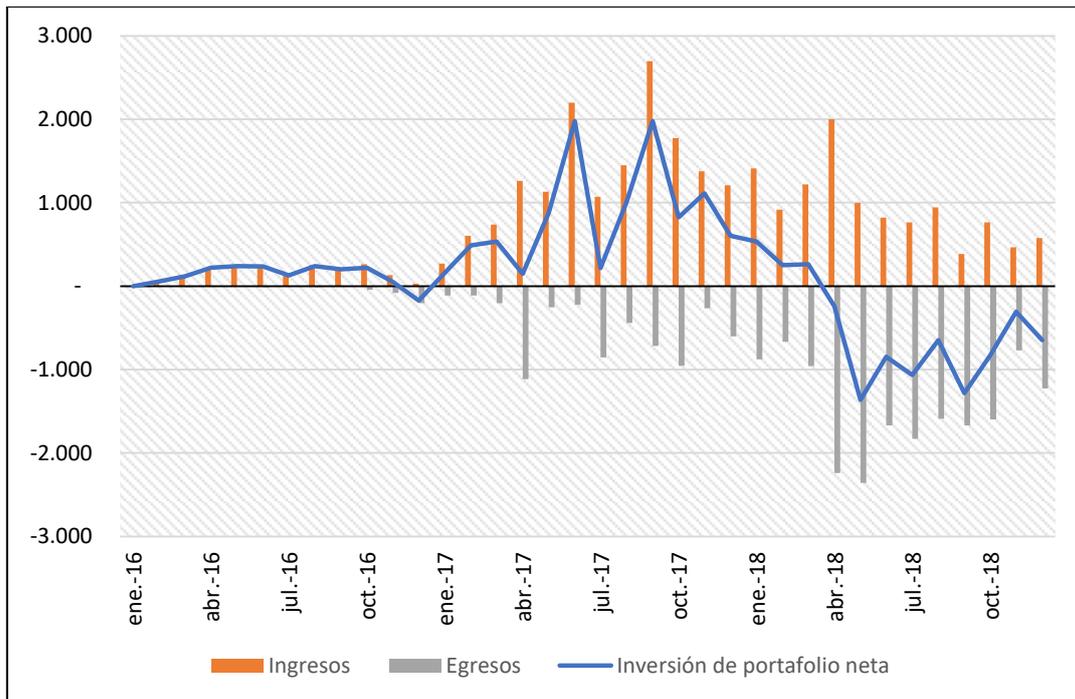
- Presión del Poder Ejecutivo: una posibilidad es que las metas hayan sido modificadas debido a la presión ejercida por un ala del gobierno que entendía que las altas tasas de interés que el BCRA fijaba en pos de alcanzar las metas vigentes imponían un freno a la economía real. De acuerdo a esta postura, una mayor laxitud en cuanto a las metas de inflación daría margen suficiente para reducir la tasa de política monetaria favoreciendo el despegue económico.
- Pretensión del BCRA de alinear las metas con las expectativas del mercado: también puede ser que, tras los fracasos del 2016 y 2017 en donde la inflación anual superó por 17,5 p.p. y 14 p.p. respectivamente a las metas fijadas, la dirección del BCRA haya establecido una meta de inflación del 15% en línea con las expectativas del mercado, que proyectaban en ese momento una escalada del nivel de precios en el orden del 17,4% para el siguiente año.

Más allá de que hay diversas versiones sobre lo que motivó la fatídica conferencia, y probablemente nunca lo sabremos a ciencia cierta, cualquiera de los dos puntos recientemente mencionados no hace más que confirmarnos que el régimen de MI ya estaba agotado. Si la razón que determinó la conferencia fue la presión ejercida por el Poder Ejecutivo, podemos concluir en el BCRA no tenía la autonomía necesaria para llevar con éxito el programa. Por el otro lado, si lo que impulsó el cambio en las metas tuvo que ver con la intención del BCRA de aproximar las metas a las expectativas del mercado, podemos decir que el régimen ya era totalmente irrelevante, dado que son las metas las que deben influir sobre las expectativas y no las expectativas las que deben alterar las metas establecidas por la autoridad monetaria.

Para finalizar, vamos a analizar brevemente el aspecto cambiario. Como hemos dicho anteriormente, las atractivas tasas locales (que el BCRA no podía darse el lujo de reducir hasta alinear las expectativas inflacionarias con las metas) en combinación con un tipo de cambio estabilizado por la constante entrada de divisas mediante deuda generaban en conjunto un entorno perfecto para el carry-trade. Gran parte de los inversores del exterior que se posicionaban en tasas en pesos no tomaban sus decisiones respecto a las expectativas de inflación futura sino respecto a la devaluación esperada. En este sentido, es probable que a partir del 2018, la volatilidad de los mercados financieros haya generado expectativas de devaluación del peso en el corto plazo suscitando la reversión de los capitales, es decir un desarme masivo de las posiciones en pesos (en LEBAC) que, como contrapartida, impactaron directamente en la demanda de dólar provocando una brusca caída de las reservas. Esta situación disparó un efecto de tipo “bola de nieve” que no pudo ser contenido por el gobierno y en tan sólo seis meses las reservas del Central cayeron por más de U\$D15.000 millones mientras que el tipo de cambio se devaluaba 48%.

En el Gráfico N°11 se puede observar la marcada reversión de capitales extranjeros que acontece en el 2018. Si bien los egresos netos se visibilizan a partir de abril del 2018, también es cierto que los flujos netos venían cayendo prácticamente ininterrumpidamente desde octubre del 2017 tras haber alcanzado su pico el mes anterior.

Gráfico N°11: Inversión de portafolio de no residentes (en millones de U\$D)

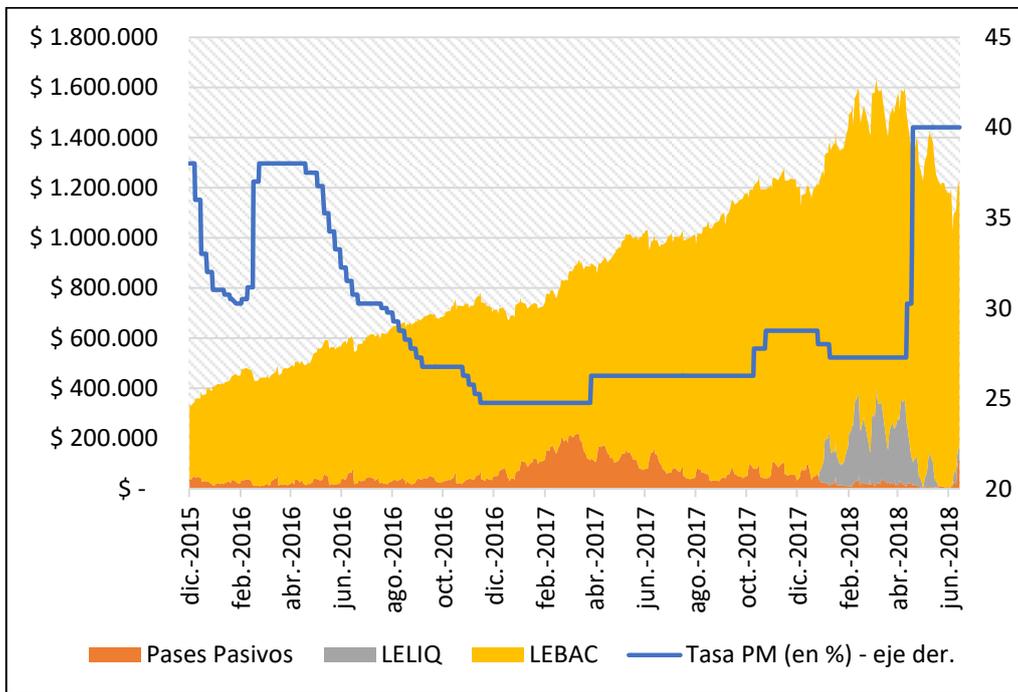


Fuente: elaboración propia en base a Balanza Cambiaria BCRA.

Los párrafos precedentes nos permiten arribar a la conclusión de que el programa de MI no era consistente por los siguientes motivos:

- Nunca se había aplicado un régimen de MI partiendo de una inflación tan elevada. Probablemente hubiese sido óptimo controlar en primera instancia los agregados monetarios para, luego de estabilizar el nivel de precios, intentar ir hacia un esquema MI.
- El régimen MI no era aplicable en Argentina por los altos niveles de déficit fiscal. En un país sin sistema financiero ni mercado de capitales profundo, siempre el elevado déficit fiscal implicaría algún tipo de dominancia fiscal y crecimiento de la oferta monetaria incompatible con el programa.
- La constante compra del BCRA de los dólares provenientes de la deuda externa impactaba directamente en el crecimiento de la base monetaria y de sus pasivos remunerados. Dicha dinámica atentaba directamente contra el ancla del programa (las expectativas) que, a su vez, implicaba aumentar la tasa política monetaria (herramienta). Se trataba de un círculo vicioso.

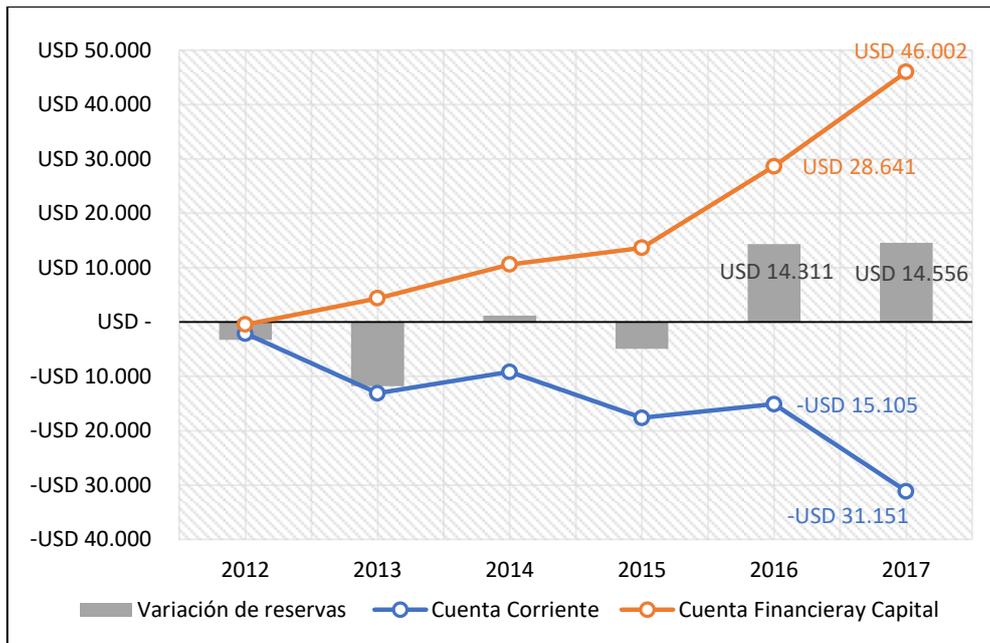
Gráfico N°12: Stock de Pases Pasivos, LEBAB y LELIQ (en millones de \$) y tasa de política monetaria



Fuente: elaboración propia en base a BCRA.

- Como el déficit fiscal (financiero) se redujo muy poco los dos primeros años de gestión, se necesitó de grandes volúmenes de endeudamiento externo. Estos abultados flujos provocaron una apreciación temporal del tipo de cambio y un déficit muy elevado de cuenta corriente que hacía más vulnerable al país ante las turbulencias internacionales.

Gráfico N°13: Dinámica de la Cuenta Corriente, Cuenta Financiera y de Capital y Variación de Reservas (Balanza de Pagos)



Fuente: elaboración propia en base a INDEC.

- Los pasivos remunerados del BCRA (LEBAC) eran de muy corto plazo y habían crecido en gran un volumen impulsado mayormente por fondos provenientes de carry-trade. La posibilidad de reversión de esos capitales ante expectativas de devaluación generaría un nivel de turbulencia cambiaria que, sumado a los dudosos fundamentals de la macro, podría desencadenar una gran crisis.

## Conclusiones

Hemos llegado al final del trabajo habiendo expresado ya en los anteriores párrafos nuestras conclusiones, tanto sobre el programa fiscal como del monetario. Por supuesto que partiendo de dos programas con serias inconsistencias no se podía esperar de su implementación conjunta un resultado exitoso.

En cuanto al programa fiscal, podemos decir que hubo un exceso de confianza respecto al margen de tiempo que tenía el gobierno para alcanzar el equilibrio presupuestario. El gradualismo extremo para la corrección del déficit primario fue la contracara de una casi nula corrección del déficit financiero que, a su vez, implicó un acelerado incremento de la deuda pública que posicionó a Argentina en una situación muy vulnerable ante turbulencias internacionales. La mayor parte de la deuda se encontraba nominada de moneda extranjera y la masiva entrada de divisas por la Cuenta de Financiera generaban un abultado déficit de

Cuenta Corriente de difícil perdurabilidad. El programa fiscal había sido diseñado para funcionar en un contexto en el que la economía argentina creciera ininterrumpidamente al 3,5% anual. Sin embargo, ante la ausencia de reformas estructurales durante los dos primeros años de gestión resultaba difícil poder comprender en base a qué fundamentos se pretendía alcanzar ese desempeño, siendo que el crecimiento promedio de los anteriores 4 años rondaba el 0,4% anual. Tal como dijimos antes, debía ser el programa fiscal y las reformas estructurales los que impulsaran a crecer a la economía y no unas expectativas de crecimiento (infundadas) las que viabilizara el programa económico.

Respecto al programa monetario y cambiario, en primer lugar, la implementación de un esquema de metas de inflación resultaba un experimento nunca visto partiendo de una inflación inicial en el orden del 30% (y con tendencia creciente). Además, la convivencia de dicho régimen monetario con un elevado déficit fiscal en un país con un raquítico mercado financiero como Argentina, alertaba sobre la escasa posibilidad de contar con un BCRA autónomo y sin dominancia fiscal. Ya sea por transferencias o por compra de divisas al Tesoro, el BCRA mantuvo el ritmo de crecimiento de la base monetaria tal como lo hizo la gestión anterior. La combinación de esos factores imposibilitó coordinar las expectativas inflacionarias (estábamos en presencia de un programa antiinflacionario sin ancla), situación que derivó en abuso de la herramienta de política monetaria (tasa de interés) que cada vez se volvía más irrelevante para controlar la inflación a medida que el Central se alejaba de sus objetivos.

Por otro lado, las atractivas tasas de interés locales en un contexto de tipo de cambio relativamente estabilizado (a partir de las divisas que entraban a la economía doméstica producto del endeudamiento del sector público) generaban el entorno perfecto para el carry-trade. Lo cierto es que esta situación tendía de un hilo y sería sostenible únicamente mientras las perspectivas de la economía fuesen positivas y mientras no se esperen devaluaciones del tipo de cambio en el corto plazo.

Los factores recientemente mencionados, dentro de los que destacamos: exorbitante déficit fiscal, creciente endeudamiento público nominado en moneda extranjera, elevado déficit de Cuenta Corriente, profunda dependencia de los capitales extranjeros y los continuos desequilibrios monetarios contribuyeron a generar el clima perfecto para el sudden stop que comenzó a principios del 2018.

El gobierno de Mauricio Macri fue incapaz de poner a la Argentina en un sendero de crecimiento económico sostenido que permitiera reducir la pobreza y mejorar el bienestar de la población. A pesar de una correcta lectura inicial por parte del equipo económico, en donde parecía haberse identificado los problemas que llevaron a Argentina a ser un país con un pésimo desempeño económico en los últimos años, la implementación de la política económica no estuvo a la altura de las adversas circunstancias. Este trabajo ha tenido como objetivo explicar al menos algunas de esas inconsistencias. Esperemos haber logrado nuestro cometido.

## **Bibliografía**

Alzate Mahecha J. O. (2011). *Sudden Stops in Emerging Markets: How to Minimize Their Impact on GDP?* Revista Desarrollo y Sociedad N°67.

Banco Central de la República Argentina. *Informe de Política Monetaria*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina. Recuperado de [http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe\\_politica\\_monetaria.asp](http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Informe_politica_monetaria.asp)

Cachanosky, N. y Ferrelli Mazza, F. J. (2019). *Why Did Inflation Targeting Fail In Argentina*. AIER Sound Money Project Working Paper No. 2019-14. Recuperado de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3384731](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3384731)

Di Tella, R. (2019). *Comentarios Sobre 'La Macroeconomía de Macri' de Federico Sturzenegger*. Harvard Business School Working Paper 20-025. Recuperado de [https://www.hbs.edu/faculty/Supplemental%20Files/20-025\\_56714.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Supplemental%20Files/20-025_56714.pdf)

Galiani S. (07/12/2018). *La herencia y el esfuerzo fiscal*. Foco Económico. Recuperado de <https://focoeconomico.org/2018/12/07/la-herencia-y-el-esfuerzo-fiscal/>

Galiani S. (16/06/2019). *El esfuerzo fiscal 2016-2019 en Argentina*. Foco Económico. Recuperado de <https://focoeconomico.org/2019/06/16/el-esfuerzo-fiscal-de-2016-2019-en-argentina/>

International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept. (2016). *Argentina: 2016 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina*.

Recuperado de <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Argentina-2016-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-44386>

International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept. (2017). *Argentina: 2017 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Argentina*. Recuperado de

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/12/29/Argentina-2017-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-45530>

International Monetary Fund. Western Hemisphere Dept. (2018). *Argentina: Second Review under the Stand-By Arrangement; Financing Assurances Review; and Request for Modification of Performance Criterion-Press Release; and Staff Report*. Recuperado de

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/12/19/Argentina-Second-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-Financing-Assurances-Review-and-46485>

Melconian C. (2019). *Cantar la justa*. Buenos Aires, Argentina: Grupo Editorial.

Piekarz J. A. (2004). *La sustentabilidad financiera de la deuda pública*. Recuperado de <https://aaep.org.ar/anales/works/works2004/Piekarz.%20.pdf>

Roger S. (2010). *Veinte años de metas de inflación*. Revista de IMF Finanzas & Desarrollo. Recuperado de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2010/03/pdf/roger.pdf>

Sturzenegger, F. (2019). *Macri's Macro: The Meandering Road to Stability and Growth*. *Brookings Papers on Economy Activity Conference Drafts*. Recuperado de <https://www.brookings.edu/bpea-articles/macris-macro-the-meandering-road-to-stability-and-growth/>