

Las cifras fiscales de Dujovne: mejores que la inflación

La inflación minorista de septiembre ha sido realmente elevada: un 6.5% mensual que llevaría a una duplicación de los precios si se mantuviera durante un año. Por supuesto, no se espera que eso ocurra. Según las expectativas que recoge el REM, por ejemplo, la inflación debería ubicarse en los próximos doce meses en 31.9% y debería cerrar 2018 en 44.8% i.a. Pero anualizar la cifra mensual es siempre útil para tener una idea de la magnitud del problema.

Hay otros dos aspectos de la aceleración inflacionaria de septiembre que merecen subrayarse. El primero es que la inflación núcleo se aceleró incluso más: registró un 7.6%, con el agravante de que los componentes estacionales y regulados crecieron por debajo de ese valor, a un ritmo del 4% y 4.6% respectivamente. Esto indica que **el aumento de precios es generalizado y no la consecuencia de un factor "accidental" o de una corrección de tarifas**. El segundo aspecto es que la inflación mayorista superó holgadamente la inflación minorista y alcanzó un 16.0% mensual. Los productos primarios y los importados lideraron las subas. Tanto en la aceleración de la inflación núcleo como en la mayorista tuvo un rol protagónico la abrupta y marcada depreciación del peso.

Inflaciones núcleo y mayorista tan elevadas son un desafío para una política monetaria basada en el control nominal de la base monetaria. Como ya se estipuló que la base no va a subir de acá hasta junio del año que viene –aunque hay cierta flexibilidad estacional– **hay muy poco margen para adaptarse a una tasa de inflación más alta**. En términos técnicos, la opción por el "dinero activo" es completa. No hay espacio para el "dinero pasivo". Y es sabido que el problema del dinero activo es que genera tasas de interés muy altas y recesión cuando la divergencia entre el aumento de la oferta de dinero y la inflación es alta. Esto debe a que, **cuanto mayor esa brecha, menor la cantidad real de dinero y crédito**.

En vista de esta situación, no sorprende que, en las conferencias que dieron esta semana, tanto Dujovne como Sandleris se hayan esforzado por transmitir la idea de que habrá una rápida caída de la inflación. Dujovne afirmó que si bien la escalada de precios de septiembre y de octubre “va a marcar un pico en el año”, “la inflación se está desacelerando porque la política monetaria está haciendo efecto”. El Presidente del Banco Central, por su parte, dijo que “en noviembre y diciembre la inflación va a ir bajando”. De esto depende que las tasas de interés caigan rápidamente, lo que es una condición necesaria para poder sostener el programa monetario sin generar una situación financiera poco sostenible.

Un hecho a remarcar es que, al implementar la política antiinflacionaria, el gobierno está mostrando bastante disposición a afrontar costos políticos. Sin ir más lejos, a raíz de las negociaciones por el presupuesto, para satisfacer ciertos reclamos de una oposición reacia a ajustar el gasto, las autoridades tuvieron que dar marcha atrás con la intención de reducir impuestos. Así, luego del aumento de las retenciones, fue el turno de bienes personales. Esto llevó a que la Mesa de Enlace hablara de un impuestazo y que se quejara por la posibilidad de gravar la tierra, siendo que en diferentes distritos ya está gravada por impuestos locales. También la política monetaria genera quejas en el mundo empresario debido a las altas tasas de interés y la restricción de crédito privado. Por otra parte, hay que contabilizar las presiones políticas que el gobierno recibe por el programa de ajuste, desde la Iglesia hasta las protestas diarias en las calles de Buenos Aires.

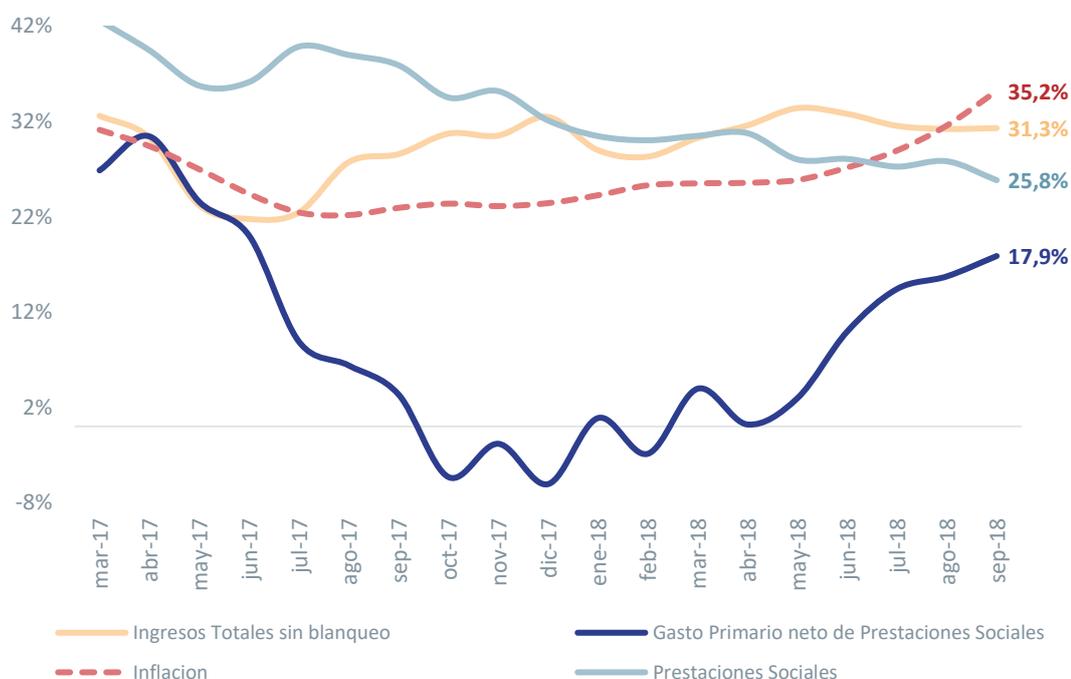
ABECEB

hacemos más real la economía real

Más allá de las protestas, sin embargo, el gobierno tiene un punto muy a favor para legitimar sus políticas: **está reduciendo no sólo el déficit primario sino, también, el gasto público. Puede** decir que pide esfuerzos, pero está haciendo los deberes. Esto último surge de las cifras que presentó Dujovne el lunes pasado, que muestran un sobrecumplimiento de las metas de déficit primario. En efecto, en septiembre **tanto los recursos como los gastos crecieron menos que la inflación**. Mientras la tasa anual de inflación está en el 40%, los ingresos aumentaron a un ritmo del 36,6% anual mientras que los gastos del Estado lo hicieron al 26,5%. Dujovne dijo que "en términos del PBI el déficit primario alcanzó 1,1% en los primeros nueve meses. Este resultado sumado a la ejecución del Programa de Inversiones Prioritarias arroja un valor de 1,3% del PBI, lo cual es 0,6% del PBI inferior a la meta establecida para el período enero-septiembre (1,9% del PBI)".

Ingresos y Gastos del Sector Público No Financiero

Variación interanual (%) – Trimestre Móvil

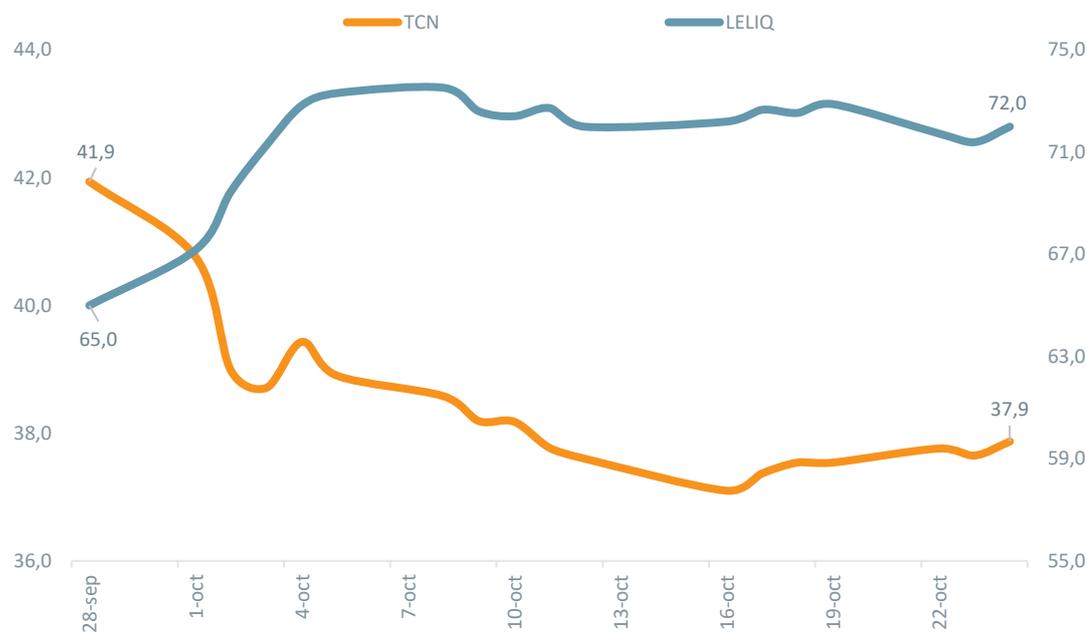


El hecho de haber cortado la escalada del dólar, desactivando con ello la posibilidad de una profundización de la crisis es, sin duda, un segundo elemento que legitima las iniciativas de política que se están tomando bajo el paraguas del segundo acuerdo stand-by. **Sin embargo, tanto la política fiscal como la monetaria – así como la consistencia entre ellas– presentan interrogantes sobre los cuales las autoridades deberán trabajar para evitar que el grado de legitimación que se ha alcanzado hasta ahora se desvanezca.**

El interrogante relativo a la política monetaria es simple: por las razones antes comentadas, para que la meta de base monetaria sea financieramente sostenible la tasa de interés debe empezar rápido a bajar. Además, esto es necesario para preservar la consistencia entre la política fiscal y la monetaria. Como tanto la política fiscal como la monetaria son contractivas, tasas de interés permanentemente altas acentúan el sesgo procíclico del programa.

Tipo de Cambio Nominal Minorista y Tasa de Política Monetaria (eje derecho)

En AR\$/USD y TNA (%)



En lo que hace a la política fiscal, no cabe duda de que las metas de ajuste fiscal acordadas con el FMI son el punto sobre el cual pivota el resto. Podría pensarse que la política monetaria es tan importante como la fiscal. Pero esta última tiene preeminencia: para tener una política monetaria creíble hay que eliminar toda posibilidad de que resurja la dominancia fiscal. Y en este punto es central no olvidar que, para afianzar la credibilidad, estar en línea con las metas del FMI es una condición necesaria pero no suficiente. Para cumplir con esta última condición se requiere que el ajuste de impuestos y gastos sea sostenible.

Particularmente importante es la sostenibilidad en el ajuste del gasto y, en relación a ello, las cifras fiscales de Dujovne dejan ciertas dudas. Los siguientes puntos merecen mención. En primer lugar, entre enero y septiembre, los salarios muestran un crecimiento nominal del 17,8% anual. Como la inflación ya llega al 40%, queda claro que ante tanto rezago habrá ajustes nominales de relevancia, aun cuando se produzcan caídas reales en la masa salarial. Asimismo, el gasto previsional está indexado. De esto surge que el componente *backward looking* va a pesar sensiblemente el año que viene. Esto genera una cierta paradoja mirando a futuro. En efecto, supongamos que el gobierno tuviera éxito en desinflacionar sensiblemente. Entonces, por un lado, si la inflación futura fuera baja, sería mayor el peso de los ajustes en función de la inflación pasada en el presupuesto ya que los impuestos se mueven con la inflación presente, no la pasada. Pero, por otro lado, en un marco de inflación más baja aumentaría la capacidad de las autoridades para resistir incrementos en función de la inflación pasada. Lo que sí es innegable, no obstante, es que **la necesidad de lidiar con un fuerte componente inercial de la inflación aumenta cuando la inflación se acelera como es actualmente el caso.**

El segundo punto es que **el ajuste hacia abajo en el gasto de inversión está siendo muy marcado.** Se registró una baja nominal del 13,1% en siete meses. Más allá de los efectos negativos sobre la capacidad de crecer a más largo plazo, **en el corto plazo esto afecta sensiblemente el empleo.** En un contexto en que

seguramente la economía estará destruyendo empleo por la recesión, mantener el gasto de inversión pública reprimido es siempre políticamente difícil.

El tercer punto es que los pagos de intereses se elevaron al 55,2%. Esto es en buena medida debido al efecto de la depreciación del tipo de cambio. Esto es obvio si se piensa que, dado el nivel de gasto público que es compatible con la estabilidad, cuanto mayor el pago de intereses, menor el gasto primario del gobierno. Si los pagos de intereses fueran a ahorristas domésticos éstos podrían gastarlo internamente. Pero si van al exterior, de ninguna forma generarán demanda doméstica. Este era un problema importante en la década de los ochenta, cuando la crisis de la deuda externa indujo una fuerte caída en el ingreso nacional.

Hay un aspecto relacionado con la depreciación del peso que, a diferencia de lo anterior, juega a favor de la política fiscal. El gasto primario del gobierno es intensivo en bienes no transables debido al peso de salarios y transferencias. Al reducirse el valor del salario en dólares, **cada dólar que el gobierno cambia en el mercado paga más salarios.** Y el gobierno debe cambiar dólares para pagar salarios debido a que parte del déficit lo financia con el crédito en dólares que le aporta el FMI. Así, con todo lo demás igual, se necesitan menos dólares para financiar un mismo nivel de gasto primario. De esta forma, la situación en relación a 2017 cambió bastante. Con dólar atrasado, el gobierno se tuvo que endeudar fuertemente en dólares para financiar su déficit porque la relación salarios/dólar era excesivamente elevada. Ahora ocurre lo contrario y puede ocurrir que al gobierno "le sobren dólares" por esa razón.

Un segundo aspecto que puede ayudar a la sostenibilidad del programa es el gasto en prestaciones sociales. Es central tomar en cuenta que el gobierno anterior indujo dos cambios estructurales en el gasto. El primero es que lo aumentó dramáticamente hasta colocarlo en el 42% del PBI. El segundo, no menos importante, es que cambió la estructura de ese gasto, aumentando fuertemente la presencia de las prestaciones sociales. Esto no cambió con Macri y, de hecho, se está profundizando por la caída del gasto en inversión. Así, Dujovne informó que las prestaciones sociales representan 58 de cada 100 pesos del gasto primario. Esto ayuda a paliar el efecto ingreso de la depreciación, así como la falta de dinámica del empleo. En este sentido **el programa de ajuste actual es un "experimento" nuevo** ya que es la primera crisis macroeconómica significativa que se produce en el contexto de un gasto social tan extendido. Esto sin dudas actuará como un amortiguador de los efectos deletéreos en el frente político.