

CONTENIDO

Resumen

El curso de la
inflación

¿Qué herramientas
tiene el Gobierno
para bajar la tasa de
inflación del escalón
del 6% mensual?

El ajuste fiscal
descrito en el
proyecto de
presupuesto para
2023

ARGENTINA

La reducción del gasto público es la única herramienta que le queda al gobierno para bajar la inflación del 100% anual

Resumen

Se consolida la predicción de que la tasa de inflación en lo que resta del año en curso y a lo largo del año 2023 difícilmente descienda del 100% anual.

En el pasado se utilizaron como herramientas para reducir la tasa de inflación, alternativamente, el tipo de cambio, las tarifas de los servicios públicos, los salarios nominales y la tasa de interés fijada por el Banco Central (o la emisión monetaria). Ninguna de esas herramientas estará disponible para ser aplicada en los próximos 15 meses. Sólo queda como posible herramienta la reducción del gasto público. Aún sin decirlo, ésta parece ser la apuesta del equipo Massa-Rubinstein

Un análisis detallado de lo que se propone lograr el gobierno en esa materia puede realizarse a partir de la información que aporta el proyecto de presupuesto para 2023. En la comparación de lo que se ha erogado en los distintos rubros de gastos en los ocho primeros meses de 2022 con lo que el proyecto de presupuesto para 2023 informa que será el gasto de cada rubro al cierre de 2022, aparecen claramente las ideas que el equipo Massa-Rubinstein tienen para el manejo fiscal del año 2023. La reducción se espera lograr a través del ajuste del déficit y las inversiones de las empresas estatales, la disminución de la inversión real directa, la disminución de las transferencias a provincias y para financiar subsidios económicos y hasta por la reducción de las erogaciones por prestaciones sociales.

Es muy difícil que estos ajustes se puedan lograr teniendo en cuenta la posición de la vicepresidenta y sus seguidores sobre estos temas, máxime tratándose de un período en el que predominará un clima de competencia electoral. Por esta razón, las metas del presupuesto para 2023 aparecen

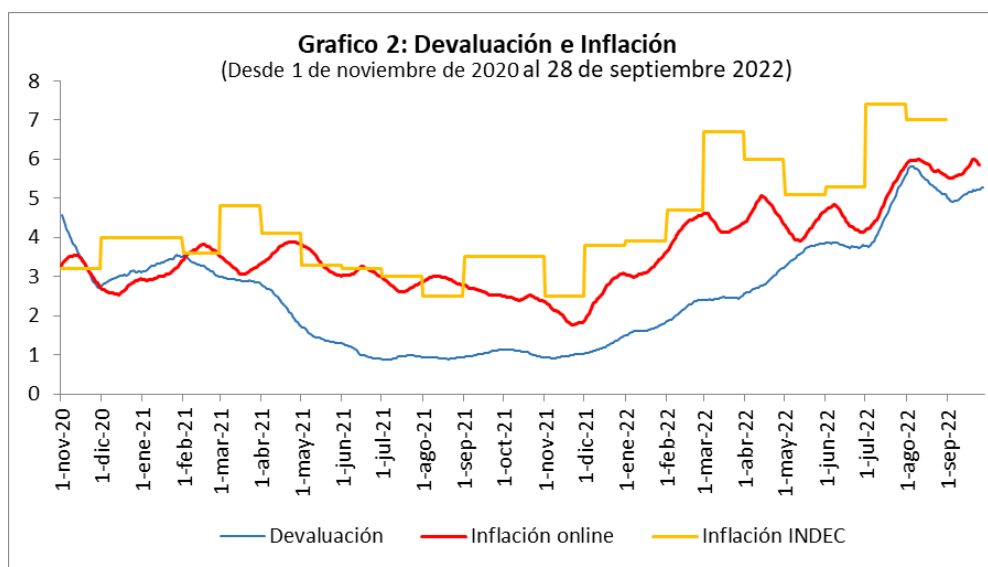
tan poco realistas como las del presupuesto para 2022 que había presentado Martín Guzmán a fines del 2021.

El curso de la inflación

La evolución del índice de precios online sugiere que la inflación está estacionada por arriba del 6 % desde hace tres meses. Esto es lo que reflejan los precios de los bienes que se comercializan a través de internet y que nosotros utilizamos como indicador anticipado a pesar de que en los últimos meses ha subestimado la tasa de inflación mensual publicada por el INDEC. Si bien muestra ciertas diferencias de nivel con respecto a los datos del INDEC, siempre ha señalado con eficacia la tendencia de la tasa de inflación y es una referencia válida para determinar el piso de la tasa mensual de inflación. En el gráfico 1 se puede observar que la tendencia parece estar estancada con un piso del 6% mensual.

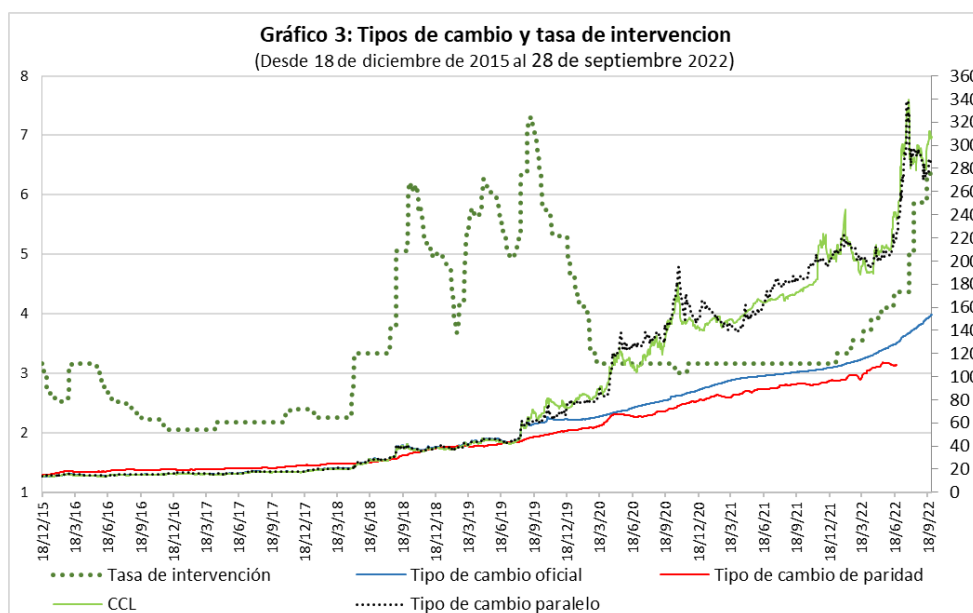


En el gráfico 2 se agrega la tasa de inflación publicada por INDEC y el índice del precio del dólar en el mercado oficial.



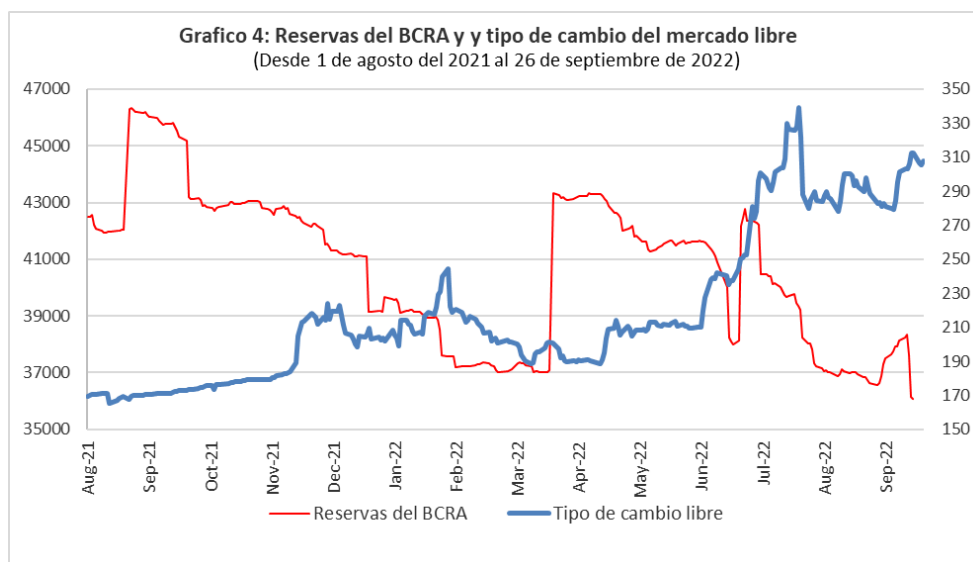
Es fácil de advertir que la tendencia de la tasa de inflación mensual está muy influida por el ritmo de devaluación y, desde que el gobierno anunció que no dejaría seguir atrasando el precio del dólar oficial con respecto a la evolución de los precios de bienes y servicios, la tasa de devaluación se ha acercado bastante a la medición de la inflación online, aunque sigue estando por debajo de la tasa de inflación mensual publicada por INDEC. A medida que el Banco Central acentúe la suba de la tasa de interés para tratar de contener la brecha entre el precio del dólar en el mercado oficial y en los mercados “libres”, es probable que la tasa de inflación y la tasa de devaluación en el mercado oficial tiendan a aproximarse mucho más.

La tasa de interés fijada por el Banco Central está siendo cada vez más condicionada por la necesidad de evitar que la brecha cambiaria aumente sostenidamente. En el gráfico 3 se observa cómo la tasa de interés ha sido ajustada por el Banco Central para tratar de acotar la brecha cambiaria.



El gobierno deberá prestar mucha atención a la evolución de las reservas, no tanto porque debe cumplir con las metas acordadas por el Banco Central, sino porque en la medida que se acentúe la salida de reservas le resultará cada vez más difícil remover la expectativa de un salto devaluatorio que podría desatar una aceleración inflacionaria peligrosa.

A pesar de la fórmula utilizada para lograr que los productores de soja dejen de retener sus stocks, los resultados del mes de septiembre no son alentadores, tal como puede observarse en el gráfico 4.



El mes de septiembre termina con el stock de reservas más bajo de toda la serie. Si bien la caída de reservas de la última semana se debió a pagos de más de 2 mil millones de dólares a organismos multilaterales y, por consiguiente, será revertida apenas el FMI desembolse lo que corresponde

por haber aprobado las metas de segundo semestre, calculado precisamente para reembolsar esos pagos, no debe esperarse un ingreso elevado de divisas en los meses del cuarto trimestre porque parte de las exportaciones que iban a realizarse en esos meses ya se anticiparon durante septiembre.

Además, no hay indicios de que el Banco Central vaya a utilizar el mecanismo que yo vengo sugiriendo desde el establecimiento del control de cambios para dejar de usar las divisas que entran al mercado oficial para gastos de viajes y turismo, transferencias financieras al exterior y atesoramiento. Mi propuesta de dejar funcionar un mercado libre para todas las transacciones que no deben o no pueden canalizarse por el mercado oficial y derivar hacia ese mercado libre la demanda de divisas por aquellos tres motivos, no parece ser aceptable para el Banco Central que descrea del rol de los mercados libres. Por ello, trata de controlar con sus intervenciones no sólo el precio del dólar en el mercado oficial sino todos los tipos de cambios diferenciales que va creando a través de decisiones puntuales y discrecionales.

Así como existe el dólar turista y el dólar solidario, ahora se habla del dólar Qatar, del dólar para servicios ligados a las industrias basadas en el conocimiento, etc, etc...Esta metodología para reducir la salida de reservas carece del incentivo a que ingresen voluntariamente divisas no comerciales para la satisfacción de todas esas demandas, algo que podría lograrse si en lugar de crear todos estos tipos de cambios especiales, se dispusiera que las divisas para todos estos destinos deben adquirirse en un mercado libre en el que el Banco Central no intervenga.

¿Qué herramientas tiene el Gobierno para bajar la tasa de inflación del piso del 6% mensual?

Con la tasa de inflación mensual tendiendo a estabilizarse en un piso del 6% mensual, equivalente al 100% anual, en el contexto político actual no es posible imaginar herramientas efectivas para hacerla bajar de ese nivel, salvo una fuerte reducción del gasto público.

El precio del dólar para las transacciones comerciales, que en muchas ocasiones del pasado se utilizó como ancla nominal, no podrá ser utilizado con ese objetivo en el curso de los que resta de 2022 y el año 2023. La alta brecha cambiaria y las expectativas de un salto devaluatorio discreto hacen muy peligroso cualquier intento del gobierno de ubicar el ritmo mensual de ajuste del precio del dólar en el mercado oficial por debajo de la tasa de inflación.

Tampoco se podrán utilizar las tarifas de los servicios públicos y de la energía como se lo hizo de manera prácticamente continuada desde enero de 2002 en adelante. Por el contrario, la necesidad de evitar un aumento adicional de los subsidios económicos requerirá no sólo de aumentos para recuperar atrasos sino ajustes mensuales adicionales que no sean inferiores a la tasa de inflación.

El aumento de la tasa de interés para ubicarla en términos netos positivos, es decir, por arriba de la tasa de inflación, que en economías básicamente estables es la herramienta para revertir escaladas inflacionarias, como se lo está viendo en estos momentos en los Estados Unidos y en Europa, en nuestro caso tampoco ayudará a bajar la tasa de inflación. Esto se debe a que el Banco Central tiene una deuda remunerada con esa tasa (LELIQs y Pases) que ya supera a la misma base monetaria, por lo que, para no seguir aumentando esa deuda, el Banco Central tendría que dejar expandir mensualmente la base monetaria al 50% de la tasa mensual de interés. Si los otros factores de creación de base monetaria (compra de reservas y asistencia al Tesoro) no logra ser inferior al 50% de la tasa mensual de interés, la tasa de expansión monetaria se equipararía a la tasa mensual de interés, es decir algo por arriba de la tasa de inflación. El efecto contracción de demanda agregada que se espera por el aumento de la tasa de interés será compensado, probablemente más que compensado, por el efecto expansión monetaria adicional.

Los sindicatos y la misma ala kirchnerista del gobierno no permitirán que el aumento de los salarios sea inferior a la tasa de inflación, por lo que la caída del salario real, que fue utilizada en el pasado para disminuir la tasa de inflación, tampoco estará disponible en 2023, máxime teniendo en cuenta que se trata de un año electoral. Esto ya se ha observado en las recientes discusiones salariales.

Queda como único instrumento imaginable, la reducción del gasto público en términos reales. Es decir, que el aumento del gasto público nominal sea significativamente inferior a la tasa de inflación. Tanto de la presentación del proyecto de presupuesto para 2023 como de las expresiones del viceministro Gabriel Rubinstein, sugiere que esta es la apuesta del equipo liderado por el ministro Sergio Massa. Por esta razón vale la pena seguir en detalle la discusión del ajuste fiscal que se propone y examinar su viabilidad política.

El ajuste fiscal descrito en el proyecto de presupuesto para 2023

Dado que el proyecto de presupuesto para el año próximo incluye, como todos los años, una estimación detallada del cierre fiscal del año en curso, una forma de explorar la viabilidad de la propuesta para 2023 consiste en examinar que es lo que el equipo económico espera que ocurra en lo que resta del año 2022. De este examen, se puede deducir cual será el enfoque del ajuste fiscal de 2023. Este ejercicio ha sido prolijamente hecho por Nadín Argañaraz¹. Paso a resumirlo.

En el cuadro 1 se puede observar que la evolución de los distintos componentes del cuadro fiscal que se estima para el cierre de 2022 es muy diferente al curso que tuvieron las cuentas respectivas durante los ocho primeros meses del año, en comparación con los mismos ocho meses de 2021.

Así, mientras que en los primeros ocho meses los gastos totales aumentaron 72 % con respecto a los mismos meses de 2021, la estimación al cierre de 2022 que trae el proyecto de presupuesto es un aumento de sólo 61%. En línea con esta estimación, lo mismo ocurre con todos los demás conceptos de gastos, excepto el de intereses pagados por el tesoro que mientras aumentaron 66% en los primeros ocho meses, se estima que durante todo el año 2022 aumentarán 142%.

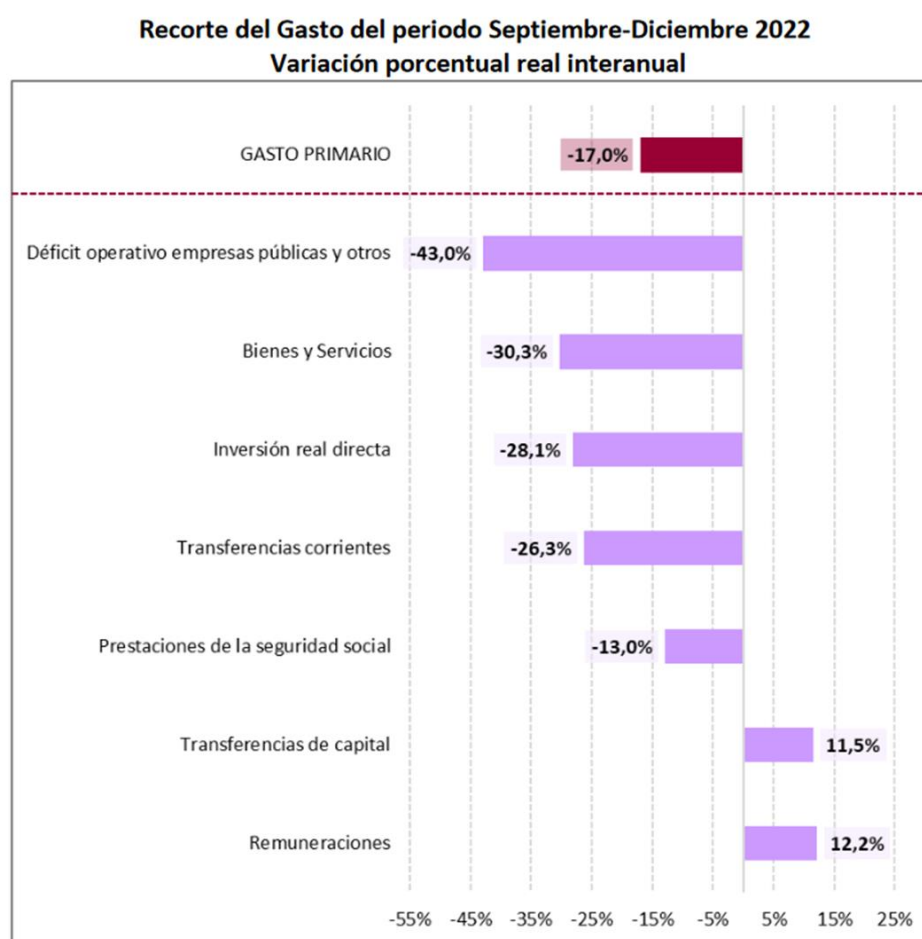
Cuadro 1: Incrementos de las cuentas fiscales nacionales durante los ocho primeros meses de 2019, 2020, 2021 y 2022					
	Incremento durante los ocho primeros meses de 2019 con respecto al mismo período de 2018	Incremento durante los ocho primeros meses de 2020 con respecto al mismo período de 2019	Incremento durante los ocho primeros meses de 2021 con respecto al mismo período de 2020	Incremento durante los ocho primeros meses de 2022 con respecto al mismo período de 2021	Incremento durante 2022 (según presupuesto) con respecto al 2021
Gastos totales	47%	53%	35%	72%	61%
Gastos de Capital	27%	1%	125%	109%	91%
Gastos Corrientes	48%	55%	32%	70%	59%
Intereses pagados por el Tesoro	103%	-13%	12%	66%	142%
Gastos Primarios (se sustraen los intereses)	37%	69%	38%	73%	66%
Ingresos Fiscales sin transferencias del Banco Central ni de ANSES	50%	22%	76%	69%	45%
Déficit fiscal primario	-81%	3455%	-57%	117%	98%
Deficit fiscal	36%	166%	-36%	89%	120%

Nadín Argañaraz ha calculado los porcentajes de reducción en términos reales (es decir, descontado el efecto de la inflación) de los distintos

¹ IARAF, 27 de setiembre de 2022. Aún no subido a la web, pero se puede solicitar a Instituto Argentino de Análisis Fiscal www.iaraf.org/ @IarafArg/ e-mail: contacto@iaraf.org

componentes del gasto del sector público que se necesitará lograr en el período septiembre-diciembre de 2022 para que el año cierre con las cifras estimadas en el proyecto de presupuesto para 2023. Estos porcentajes se presentan en el cuadro 2.

El gasto primario debe reducirse 17% en términos reales. Más en detalle se destacan “déficit operativo de empresas públicas y otros” con una reducción del 43%, “Bienes y servicios” con una reducción del 30%, “Inversión real directa” con una reducción del 28%, “transferencias corrientes” con reducción del 26% y “prestaciones de la seguridad social” con una reducción del 13%. Los únicos rubros para los que se contempla un aumento en término reales son “transferencias de capital” y “remuneraciones” con aumentos de alrededor del 12% cada uno.



fuente: IARAF con datos del proyecto de presupuesto, ministerio de economía.

En ninguno de los discursos de los voceros del gobierno se mencionan estos esfuerzos fiscales que son los que deberían realizarse en el tercer trimestre, dado que el mes de septiembre ya ha transcurrido y no hay indicios de que se hayan producido. Al menos no ha habido reclamos de los que hubieran sido afectados por estos ajustes.

Lo que ocurra en los tres próximos meses con los gastos de los rubros mencionados y la discusión en el congreso de los ajustes contemplados para 2023 permitirán evaluar con más precisión el realismo de este programa fiscal. Pero, a la luz de lo que ha sido la trayectoria fiscal hasta aquí y los discursos de la vicepresidente y la gente que la acompaña, mi impresión es que se trata de una propuesta tan poco realizable como lo era el presupuesto para 2022 que había preparado Martín Guzmán en 2021.

DFC ASSOCIATES

Domingo Cavallo
domingo@cavallo.com.ar
joseluis@cavallo.com.ar

Tagle 2810
Buenos Aires, Argentina
+54-11-48040862
+1-646-290-8779

Esto no significa que yo piense que el gobierno no podrá cumplir con el compromiso fiscal asumido en el programa con el FMI. Mi conclusión es que el gobierno va a necesitar una tasa de inflación de al menos 6% mensual para que se logre reducir el déficit fiscal primario al 1,9% del PBI. Por supuesto, medido el PBI a precios corrientes, es decir aumentado por el efecto de la inflación.
