

Tanto la tasa de inflación como la tasa de interés están bajando. Buena noticia. Un ajuste fiscal diferente podría ayudar a la recuperación.

DOMINGO CAVALLO

30 de junio, 2016

Resumen

La mayor parte de los análisis de la evolución de la tasa de inflación refleja escepticismo sobre la posibilidad de que baje más acentuadamente en los próximos meses. El escepticismo se funda en que la tasa de inflación mensual de los cinco primeros meses del año duplicó a la tasa mensual observada a lo largo de 2015. Pero un análisis minucioso de la evolución de los precios no regulados por el gobierno, que son los únicos sobre los que actúan las políticas monetaria y fiscal, muestra un cuadro más optimista.

A lo largo de junio esa tasa de inflación ya fue, en promedio, ligeramente inferior al 2% mensual y para los últimos 30 días, entre puntas, ya descendió al 1.5% mensual. Esto significa que, desde julio en adelante, bien puede aproximarse al 1.5% mensual y para fin de año al 1%. Por supuesto, si el gobierno produce ajustes adicionales de las tarifas públicas todavía retrasadas, la tasa de inflación que refleja también esos aumentos, será algo mayor. Pero esa inflación adicional, que se trata del sinceramiento inevitable de la inflación reprimida artificialmente por los controles de precios y tarifas, tenderá a desaparecer tan pronto como las tarifas hayan alcanzado el nivel que cubra los costos de prestación y deje una rentabilidad razonable a las empresas.

El Banco Central ha hecho bien en acentuar la reducción de la tasa que paga por las LEBACs y el rebote del precio del dólar debería ayudar más al aumento de las exportaciones que a la aceleración inflacionaria

El ajuste fiscal en marcha produce efectos recesivos mayores a los necesarios porque se basa más en el aumento de la recaudación impositiva que en la desaceleración del crecimiento de los gastos. Una estrategia de aliento a la oferta basada en la eliminación o reducción de impuestos distorsivos podría ayudar a una recuperación más rápida del nivel de actividad económica, sobre todo ahora que el tipo de cambio se aproxima a 16 pesos por dólar.

Los impuestos distorsivos que deberían eliminarse (o, al menos, reducirse) son: son el impuesto a las transferencias financieras, el impuesto a los ingresos brutos en las etapas intermedias de producción, el impuesto a las ganancias ficticias de las empresas que genera la falta de ajustes por inflación y los impuestos sobre la nómina salarial.

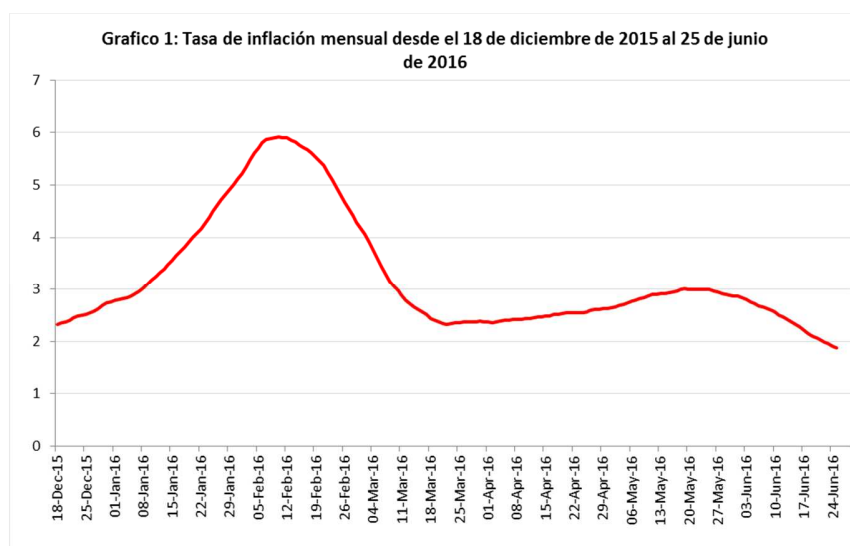
La inflación relevante está bajando más de lo que sugieren los analistas

La mayor parte de los análisis referidos al curso de la inflación siguen impactados por la tasa mensual del orden del 4% que la mayor parte de los consultores y, desde mayo, el propio INDEC, han estimado, en promedio, para los últimos cinco meses. Pero es necesario separar la paja del trigo. Durante estos cinco meses han estado influyendo sobre el índice del Costo de la Vida no sólo el tipo de cambio sino también, y sobre todo, los ajustes de tarifas de los servicios públicos.

En realidad, para medir la tasa de inflación que resulta de las políticas macroeconómicas (fiscal y monetaria) se debe concentrar el esfuerzo en seguir el comportamiento de los bienes y servicios cuyos precios se determinan en mercados no controlados por el gobierno.

El efecto de los cambios de precios decididos por las autoridades (básicamente las tarifas de servicios públicos) sólo deben entrar en la medición a través de su efectos en los costos y por ende en los precios de mercado de los bienes y servicios no controlados. Por el momento sólo PriceStats computa éste índice de precios. Y lo hace diariamente.¹

En el Gráfico 1 se puede observar el comportamiento de éste índice diario desde el 1 de diciembre de 2015 hasta el 27 de junio de 2016. Se trata del mismo cuadro presentado en el informe anterior, pero extendido desde el 27 de mayo al 27 de junio.



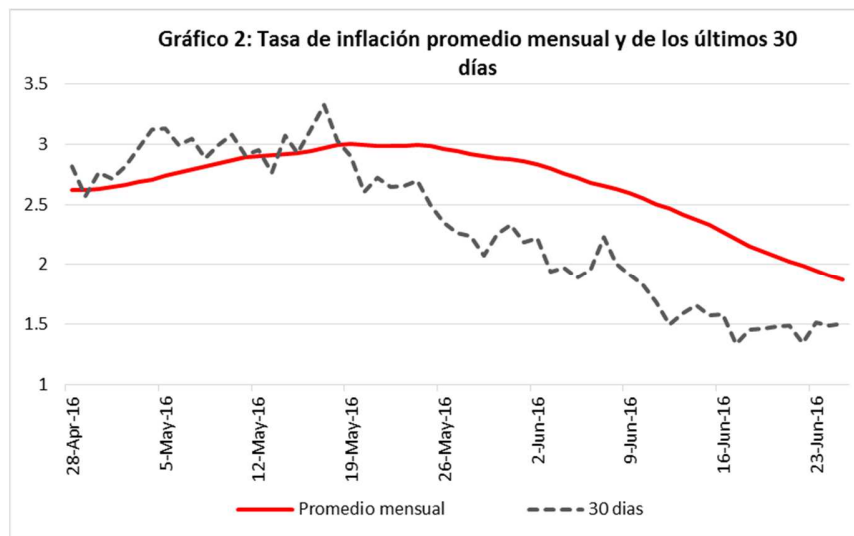
Fuente: PriceStats

Esta tasa de inflación, que partió de 2.3% mensual el 1 de diciembre de 2015, subió hasta 5.9% el 10 de febrero, luego bajó hasta 2.3% el 22 de marzo y subió nuevamente hasta casi al 3 % el 20 de mayo. Desde entonces ha estado bajando y el 27 de junio se ubicó ligeramente por debajo del 2%.

¹ Para más información sobre esta data e índices ver (Cavallo, 2013), (Cavallo and Rigobon, 2016), (Cavallo, 2016a) y (Cavallo, 2016b).

La disminución de los últimos 30 días se nota en el Gráfico 2, que muestra la tasa de inflación promedio mensual desde el 28 de abril al 27 de junio y también la tasa punta a punta de los últimos 30 días, que es, obviamente más variable. La tasa mensual se calcula el promedio de los índices diarios de los últimos 30 días para compararlo con el promedio de los índices de los 30 días inmediato anteriores. La tasa entre puntas de los últimos 30 días compara el índice del último día con el índice de 30 días antes.

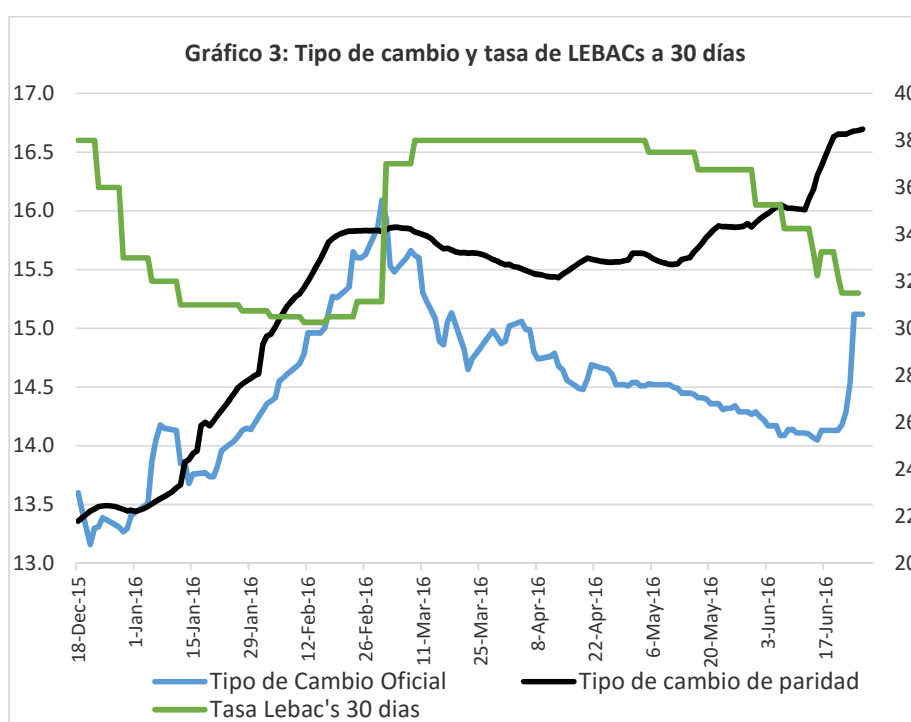
Como puede apreciarse, no sólo la tasa de inflación mensual promedio está ya por debajo de la inicial del 18 de diciembre, sino que la tasa entre puntas de los últimos 30 días está por debajo del 1.5% mensual. Esto permite avisorar una tasa promedio mensual para julio más cercana al 1.5% mensual que al 2%.



Fuente: PriceStats

El Banco Central ha comenzado a manejar la tasa de LEBAC como lo habíamos sugerido en el informe anterior. La ha estado reduciendo rápidamente y ahora se ubica en prácticamente el mismo nivel que tenía antes del aumento del 3 de mayo. Esta reducción va a permitir que el precio del dólar suba para acercarse a lo 16 pesos por dólar, algo que ya ha comenzado a ocurrir en los últimos días y que, en

principio, no debería provocar aumentos en la tasa de inflación por cuanto los precios de los bienes comercializables internacionalmente ya están valuados a ese tipo de cambio, al que se había llegado el 3 de mayo. Esto se observa en el Gráfico 3.



El aumento del precio del Dólar beneficiará a las actividades de exportación, algo saludable para aumentar las chances de una pronta recuperación del nivel de actividad económica.

Hasta aquí las buenas noticias. Pero...

El ajuste fiscal no ayuda a la recuperación económica.

El clima recesivo que se percibe, sobre todo por la caída del consumo y de la producción industrial, es resultado no sólo de la política monetaria sino también de la política fiscal. Se está produciendo un ajuste fiscal, pero más por el lado de los

ingresos que de los gastos. Esto se puede ver claramente en el cuadro que muestra la evolución de las cuentas fiscales.

Hay analistas que sostienen que no existe ajuste fiscal porque los gastos totales del gobierno nacional aumentaron 33% durante los cinco primeros meses de 2016 en comparación con los mismos meses de 2015, siendo que durante todo el año 2015 habían crecido 31 % en comparación con todo el año 2014, Pero esta conclusión es errónea porque no tiene en cuenta que los ingresos totales del gobierno crecieron 36% durante los cinco primeros meses de 2016 en comparación con los mismos cinco meses de 2015, mientras que durante todo el año 2015 sólo habían crecido 29% en comparación con el año 2014. Por esta razón, las cifras del resultado financiero (negativo, por cierto) registran un aumento durante lo que va de 2016 de 21%, muy inferior al aumento del 49% para todo el año 2015 en comparación con el 2014.

Pero el ajuste fiscal es más acentuado que lo que muestra el resultado financiero de las cuentas fiscales.

El déficit fiscal, que se diferencia del resultado financiero porque se excluyen de los ingresos fiscales las transferencias del Banco Central y de la ANSES, creció sólo el 18% en los primeros cinco meses de 2016 siendo que venía creciendo al 32% en 2015.

El déficit fiscal primario, que excluye del concepto de gastos el pago de intereses de la deuda, muestra una tenencia hacia el ajuste aún mayor: sólo aumentó 6%, menos de la mitad de lo que venía creciendo en 2015 (15%).

Esta conclusión se acentúa si en lugar de fijarnos en el déficit fiscal prestamos atención al concepto de ahorro (o desahorro) del Gobierno Nacional. En realidad viene siendo desahorro porque los gastos corrientes exceden el importe de los ingresos fiscales sin transferencias del Banco Central ni de la ANSES. El desahorro venía creciendo al 45 % durante 2015 en comparación con 2014 y en los primeros

cinco meses de 2016 ha **decrecido** 18% en comparación con los cinco primeros meses de 2014.

Análisis de la evolución de las cuentas fiscales durante los primeros cinco meses de 2016 en base a las mediciones del resultado financiero, el déficit fiscal total, el déficit fiscal primario y el ahorro (o des-ahorro) del Gobierno Nacional						
	Año 2014	Año 2015	Cinco primeros meses de 2015	Cinco Primeros meses de 2016	Incremento durante todo el año 2015 con respecto a todo el año 2014	Incremento durante los cinco primeros meses de 2016 con respecto al mismo período de 2015
Ingresos totales (incluyendo transferencias del Banco Central y de ANSES)	1,023,219	1,323,193	468,804	636,450	29%	36%
Gastos totales	1,132,939	1,486,369	555,958	742,018	31%	33%
Resultado Financiero negativo	109,720	163,176	87,154	105,568	49%	21%
Ingresos Fiscales sin transferencias del Banco Central ni de ANSES	904,149	1,183,888	441,317	606,450	31%	37%
Déficit fiscal total	228,790	302,481	114,641	135,568	32%	18%
Gastos Primarios (se sustraen los intereses)	1,061,535	1,365,228	515,261	685,016	29%	33%
Déficit fiscal primario	157,386	181,340	73,944	78,566	15%	6%
Gastos Corrientes primarios	1,001,671	1,325,481	490,493	646,833	32%	32%
Desahorro del Gobierno Nacional	97,522	141,593	49,176	40,383	45%	-18%

El ajuste fiscal siempre produce un efecto recesivo en el corto plazo. Pero cuando ocurre más por incremento de los ingresos fiscales que por la reducción del ritmo de crecimiento de los gastos, el efecto recesivo se acentúa.

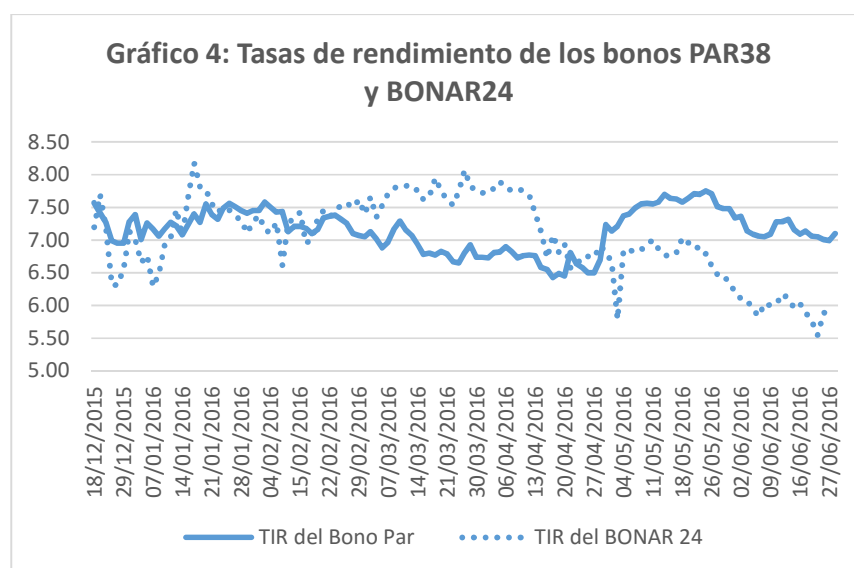
Si el gobierno siguiera acentuando el ajuste por el lado de los gastos pero aprovechara el fuerte aumento que vienen experimentando los ingresos para eliminar o reducir más impuestos distorsivos, en especial aquellos que incrementan los costos de producción de las empresas, podría contribuir a la expansión de la economía por el lado de la oferta

Los impuestos distorsivos que convendría eliminar (o, al menos, reducir) son: el impuesto a las transferencias financieras, el impuesto a los ingresos brutos en las etapas intermedias de producción, el impuesto a las ganancias ficticias de las empresas que genera la falta de ajustes por inflación y los impuestos sobre la nómina salarial.

El tipo de cambio aproximándose a 16 y la eliminación de impuestos distorsivos podrían contribuir a una rápida reactivación.

Esta combinación de políticas monetaria y fiscal es la más recomendable para una situación como la que se está viviendo. La reactivación difícilmente se logre por vía de un aumento mayor del gasto público, aún si ese gasto fuera inversión en infraestructura. Mi escepticismo sobre la posibilidad de que ya en el segundo semestre pueda comenzar a aumentar la inversión en infraestructura se basa en la observación de que la tasa de interés de largo plazo es todavía muy elevada.

El Gráfico 4 muestra la tasa de interés implícita en los bonos PAR38 bajo ley argentina y los BONAR24.



Si bien la tasa del BONAR24 ha descendido a un nivel algo inferior al 6% anual, la de los bonos a más largo plazo, representados en el gráfico por el PAR38, se mantiene arriba del 7%. Otros países latinoamericanos pagan tasas de interés de entre el 3 y el 5%.

No parece prudente que el gobierno financie obras de infraestructura pagando intereses que son aún muy elevados. Lo más conveniente es que el gobierno

financie su déficit con deuda a plazos más cortos y sólo aumente el gasto de capital cuando acceda a créditos con tasas del orden del 5% anual, como máximo. Es posible que la tasa baje a ese nivel si además de lograr avances en la lucha contra la inflación, la economía muestra signos de reactivación y se encamina al crecimiento sostenido. Ayudará mucho en ese sentido que se mantenga y aún se acentúe la tendencia al ajuste fiscal por el lado del gasto, aún cuando en el corto plazo el déficit se mantenga elevado a causa de la eliminación de impuestos distorsivos.

Referencias

Cavallo, A., 2013. Online and official price indexes: Measuring Argentina's inflation. *Journal of Monetary Economics* 60(2) 152–165.

Cavallo, A., Rigobon, R., 2016. The Billion Prices Project: Using Online Data for Measurement and Research. *Journal of Economic Perspectives* 30, 151–78.

Cavallo, A., 2016a. Are Online and Offline Prices Similar? Evidence from Large Multi-Channel Retailers. *American Economic Review*. Forthcoming.

Cavallo, A., 2016b. Scraped Data and Sticky Prices. *Review of Economics and Statistics*. Forthcoming.