

15 de enero de 2016

## Mostrando las primeras cartas

Luego de muchos años de espera, en la tarde del miércoles vimos nuevamente a un Ministro de Hacienda reconociendo los agujeros fiscales, proyectando un sendero fiscal y estableciendo un objetivo de inflación para los próximos cuatro años. Desnudar la pesada herencia era obviamente un hecho esperable para no cargar con todo el costo de las medidas que vienen. Por otro lado, la proyección de inflación y fiscal es más que bienvenida luego de marchar a la deriva y desconocer por varios años dos de los problemas básicos de nuestra economía.

La probabilidad de éxito es todavía incierta y las medidas siempre son criticables. Pero repito, tener algún tipo de guía sobre el sendero de la política económica es un ancla necesaria para intentar reacomodar el rumbo. El mismo jueves salieron funcionarios de la anterior gestión económica a señalar que el déficit era del 2,3%, claramente ya no vale la pena ni perder tiempo en refutar necesidades.

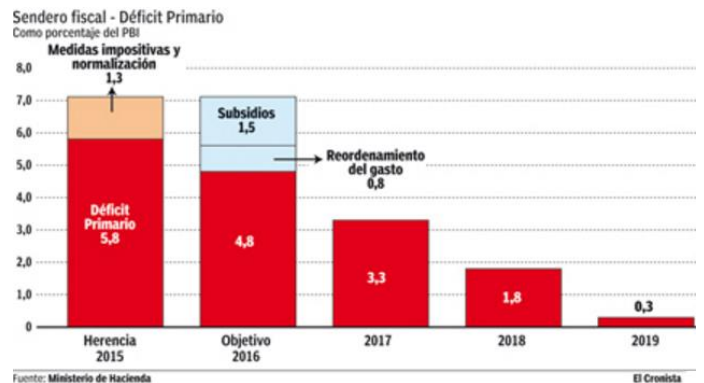
### El diagnóstico y metas fiscales

La auditoría de las nuevas autoridades denunció que la herencia es un déficit fiscal primario del 5,8% del PBI, en sintonía con las estimaciones privadas (para datos fiscales recomiendo seguir al IARAF, [acá un resumen interesante](#), en línea con los datos mostrados ayer). El Ministro no incluyó en el resultado primario los ingresos por las rentas de la ANSES y el BCRA, y además sumó un 1,1% del producto correspondiente a deudas corrientes impagas, unificando el mismo idioma con los especialistas fiscales.

A este resultado piso, Prat Gay anunció el costo fiscal de las promesas PRO de campaña. La eliminación de las retenciones tendrán un bajo costo (cerca a los \$5.000 millones, la pérdida por alícuota casi se compensa con lo que ganancia por devaluación), la ampliación de la AUH a monotributistas (un millón y medio de beneficiarios con un costo de \$7.600 millones), la devolución del IVA a las familias en situación de vulnerabilidad (\$10.300 millones) y los cambios en ganancias (\$37.000 millones). Por último, AFIP devolverá \$26.000 millones por retenciones de

ganancias y dólar ahorro. En total, estimó el costo en unos \$100.000 millones para el año entrante, cerca del 1,3% del PBI. Con lo cual, entre déficit primario heredado y las promesas PRO, el piso para el 2016 estaría en el 7,1% del PBI, número aterrador aún para nuestra historia de indisciplina fiscal.

Luego de la lectura del estado de situación, siguieron las metas para lo que resta del mandato. Para el 2016, el objetivo es reducir el déficit al 4,8% del producto. Dos lecturas. La primera la obvia, el rojo continuará en niveles excesivamente altos, insostenibles y para nada fáciles de financiar en el mercado local. La segunda la factible, una reducción mayor es políticamente inviable y posiblemente inefectiva. Ejemplos de excesos de ajuste sobran, basta con mirar a Grecia o incluso a Brasil, donde las caídas del PBI fueron tan pronunciadas que deterioraron los ingresos tributarios y complicaron los propios objetivos fiscales. Sin embargo, algún punto de equilibrio entre el desequilibrio fiscal insostenible y los ineficaces programas de ajuste debemos encontrar. En el gráfico se ve el gradual pero desafiante reacomodamiento fiscal propuesto.



Fuente: Nota Cronista edición impresa 14/01/16.

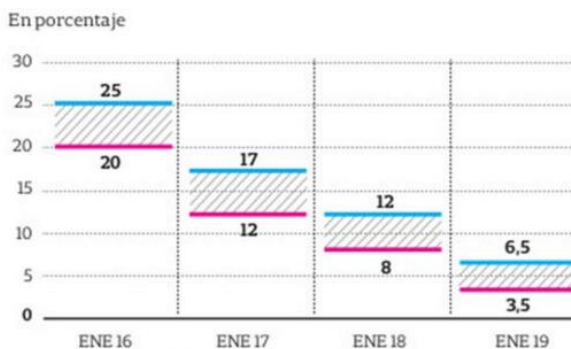
Por eso creo que, como adelantamos [en esta nota](#), acertadamente el nuevo gobierno implementó medidas de shock cambiarias pero graduales en términos fiscales. Para cumplir con el objetivo de reducir el déficit en 2,3% del PBI, se recortarán subsidios por el 1,5% y reordenará gasto (recortes de gastos superfluos) por el 0,8%. Para tener una dimensión, los subsidios se estarían reduciendo considerablemente en cerca de un tercio, las autoridades ya adelantaron la decisión de dejar de subsidiar al 30 o 40% más rico de la población (Provincia y Ciudad de

Buenos Aires). Los costos en términos de actividad existirán, ya que se verá afectado el consumo privado, principal componente que explica casi dos tercios del PBI. Sin embargo, la baja de ganancias y fundamentalmente las medidas que benefician a los sectores más bajos (mayor propensión marginal a consumir) como la reducción del IVA y la ampliación de la AUH podrán contener parte del efecto.

Seguramente durante algunos meses la actividad no levante cabeza, pero continuar con la dinámica K no era una alternativa. Las mismas voces que se están escuchando en contra de las medidas fiscales y la devaluación alegando un “ajuste neoliberal”, sería interesante escuchar que proponen. Dan a Grecia como ejemplo de la nocividad del ajuste pero olvidan que llegó a esa situación producto de la indisciplina fiscal y un monumental atraso cambiario.

### **El diagnóstico y metas inflacionarias**

Tomando como ancla el sendero fiscal y la mayor prudencia monetaria, el equipo económico anuncio también un camino gradual y optimista en términos inflacionarios. Para este año, con el principal objetivo de fijar las expectativas y ponerle un techo a las paritarias, se anunció una meta de inflación en un rango del 20% y 25%.



Fuente: Nota La Nación 14/01/16.

El año 2015 cerró con una inflación del 3,9%<sup>1</sup> en diciembre, con lo cual pensar en ese rango cuando todavía queda el ajuste de tarifas por delante es sin dudas una meta optimista o tiene implícita una fuerte recesión. El próximo trimestre será clave. Si los precios presentan un camino descendente de acá a marzo, el traslado a

precios de la devaluación se irá diluyendo y será posible negociar paritarias por debajo del 30%. El gobierno podrá utilizar en parte la reducción del IVA y la baja de ganancias como instrumentos de negociación con los sindicatos y compensar el aumento transitorio de la tasa de inflación. Ahora bien, si la tasa de inflación en los próximos meses no cae y se ubica en niveles similares a los de diciembre, los salarios se negociarán en niveles más altos alejando las chances de éxito de la meta inflacionaria.

Esta semana un gran amigo y excelente economista me decía: “Si sacas las retenciones, ajustas las tarifas y devaluaste, el objetivo del 20-25% es imposible salvo una abrupta recesión”. La verdad que el argumento es válido. Mi respuesta fue que también podríamos pensar que las expectativas pueden funcionar como una fuerte ancla. Por primera vez luego de muchos años hay un sendero fiscal, un objetivo de inflación y un Banco Central con más autonomía para manejar la política monetaria (para esto será clave el financiamiento en el mercado). A veces olvidamos que no estamos en los 80, el mundo de hoy es deflacionario, desde hace tiempo los bienes industriales se abaratan gracias a Asia emergente y los commodities en los últimos dos años no paran de caer.

No es casualidad que las economías latinoamericanas hayan devaluado en magnitud, también con bajos niveles de desempleo y alta utilización de la capacidad instalada, y no tuvieron efectos inflacionarios. Por eso, es clave bajar la nominalidad de nuestra economía y anclar las expectativas. La inflación de los próximos meses pondrá a prueba todos los pronósticos.

<sup>1</sup> Estadísticas Ciudad de Buenos Aires