

El origen político-fiscal de la inflación

Diego P. Giacomini*

Javier G. Milei*

I. Introducción

Si hubiese que elegir una sola variable macroeconómica para caracterizar la performance de la economía argentina en el período 1946 / 1991, sin lugar a duda no hay otra variable que refleje el des manejo de la política macroeconómica mejor que la inflación. En ese período, la inflación fue siempre la consecuencia del ejercicio de una política fiscal irresponsable y desmedidamente expansiva, que financiada sistemáticamente con emisión. Esta práctica de política económica fue profundizándose y las tasas de inflación tuvieron una trayectoria temporal ascendente y explosiva. En este sentido sólo basta mencionar que se cambió cuatro veces de signo monetario y que se le sacó trece ceros a la moneda. La inflación minorista promedio ascendió a 247.2% anual entre 1950 y 1990 y a 622.9% entre 1975 y 1990. El aumento de precios minoristas llegó a tener una variación anual de 4,923 % (1989) y 1.344% (1990).

En el período 1991/ 2001 la sociedad argentina decidió quitarle al BCRA la potestad del ejercicio de la política monetaria y se estableció una Convertibilidad con el dólar norteamericano. Fue imprescindible este marco de ausencia de política monetaria y que el ciudadano argentino tuviera certeza que detrás de cada peso de oferta de base monetaria había un dólar de reserva en el Banco Central, para que la demanda de dinero creciera y la inflación fuese mitigada. Sin embargo, el germen de la inestabilidad macroeconómica no fue eliminado. La política fiscal continuó siendo desmedidamente expansiva y generadora de desequilibrios fiscales. Lo que cambió fue la fuente de financiamiento y así fue como la trayectoria temporal de la deuda del sector público terminó siendo explosiva y Argentina comenzó a desandar los primeros años del nuevo milenio en una crisis de deuda.

El BCRA volvió a tener el manejo de la política monetaria, hubo un maxi - overshooting del tipo de cambio (+270%) y la tasa de inflación rondó 40% en 2002. Posteriormente la tasa de crecimiento rebotó fuertemente a valores del 8.8% (2003) y 9.0% (2004). Sin embargo, la inflación minorista volvió a tener protagonismo. El aumento del nivel general de precios comenzó a emprender una trayectoria ascendente, pasando de 3.7% (2003) a 6.1% (2004). En este sentido sólo hay que mencionar que la inflación esperada para 2005 asciende aproximadamente a 11.5%. Lo mismo se espera para 2006. En pocas palabras, la inflación volvió a ser la variable macroeconómica clave en Argentina.

En el presente trabajo pretendemos explicar los fundamentos del actual proceso inflacionario que enfrenta

la economía argentina y a su vez recomendar cursos de acción para atacar dicho fenómeno. En el punto dos del presente trabajo planteamos el debate de ideas en torno al origen de la inflación actual. Básicamente presentamos dos posturas opuestas. Por un lado, están los que explican el proceso a partir de la hipótesis estructural de la inflación. Por el otro lado presentamos la postura que concibe a la inflación como un fenómeno asociado al Trilema Monetario.

En función de estos resultados, en la sección siguiente procederemos a testear los desequilibrios del mercado cambiario, monetario y de bienes. Este conjunto de datos permite inferir que las explicaciones ofrecidas por los estructuralistas y por los defensores del Trilema Monetario no se verifican en la actualidad. En definitiva, lo que puede inferirse es que la inflación actual no es de origen estrictamente monetario, sino que es de origen político y se sustenta principalmente en la adopción de una política fiscal pro cíclica y expansiva, que erosiona el ancla anti inflacionaria del superávit primario.

Finalmente, en el tercer y último punto hacemos un análisis de la política fiscal aplicada desde la salida de la Convertibilidad y demostramos su sesgo pro-cíclico y expansivo en 2005 da sustento a la hipótesis del origen fiscal (político) del actual proceso inflacionario. Paralelamente también mostramos la precariedad y poca sostenibilidad del superávit primario actual, lo cual constituye una alarma en materia de política fiscal y de sus efectos sobre el nivel general de precios de largo plazo.

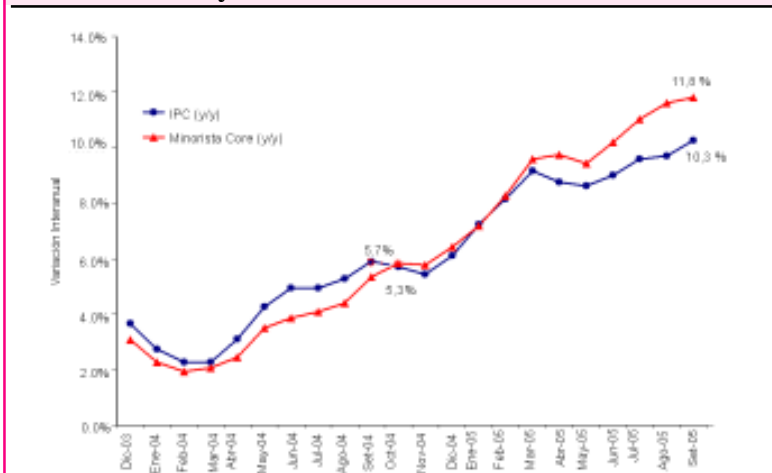
II. La aceleración inflacionaria y el debate de ideas

Durante el mes de septiembre '05 el índice de precios al consumidor creció respecto al mes de agosto '05 un +1.2%, por lo que la inflación acumulada en los primeros nueve meses del año se ubica en el +8.9%. Si se anualiza el aumento de precios minoristas del último mes la inflación llegaría a un +15.4% anual. Como es posible observar en el gráfico a continuación, desde enero '04 la economía viene mostrando una continua aceleración de la tasa de inflación. La tendencia creciente de las presiones inflacionarias se confirma cuando se observa la trayectoria temporal del aumento interanual de los precios minoristas núcleo "core" y su variación interanual, la cual supera la del IPC.

Si bien la extrapolación podría resultar exagerada, estos datos, teniendo en cuenta la historia inflacionaria y la inestabilidad de la demanda de dinero, no dejan de ser inquietantes y los fantasmas de los ochentas comienzan a revivir en la cabeza de los economistas para los cuales el mantenimiento del valor de la moneda es un activo fundamental para poder aspirar a crecer sostenidamente en el largo plazo. Por otro lado, hay otro grupo de economistas, que si

* Profesores de Dinero, Crédito y Banco en la Facultad de Ciencias Económicas de la UBA, además Milei es Investigador en esta institución.

Gráfico 1
Mayores Presiones Inflacionarias



Fuente: INDEC

Índice de Precios al Consumidor y el Índice de Precios Mayoristas y la dinámica observada es bastante similar a la de la composición interna del IPC. Por lo tanto, la simple inspección de este gráfico nos permite ver con facilidad que la hipótesis estructuralista de que la actual aceleración de la tasa de inflación está relacionada con un cambio en los precios relativos parece una exageración.

En pocas palabras, la distorsión de precios relativos que tiene lugar a partir de la salida de la Convertibilidad y el overshooting del tipo de cambio no se ha corregido en ninguna proporción. Es decir, la salida de la Convertibilidad re distribuyó fuertemente el ingreso en favor de los sectores mayorista y productor de bienes transables y en contra de los sectores minorista y productor de servicios. La teoría económica muestra que lo "normal" sería esperar que los sectores per-

bien no se desentienden del tema, lo ven desde una óptica conceptualmente distinta.

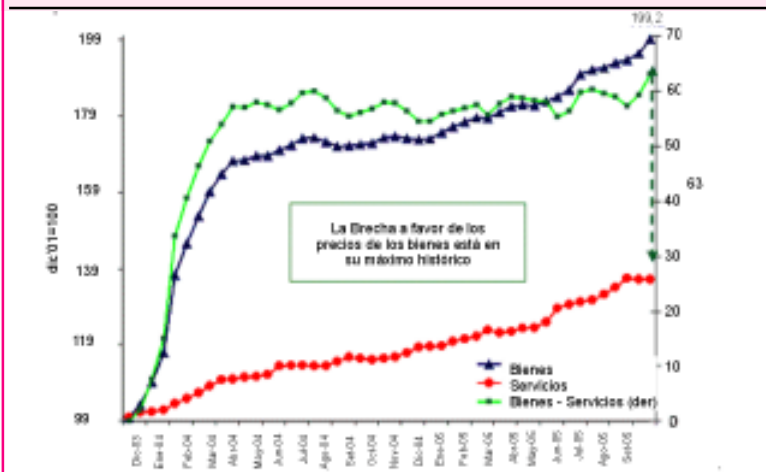
La visión de este último grupo de economistas se centra en la hipótesis de inflación estructural. La idea consta de tres elementos: (i) cambio en los precios relativos, (ii) inflexibilidad de los precios a la baja y (iii) un modelo de dinero pasivo. En este enfoque de la inflación tenemos que cuando se produce un cambio en los precios relativos, si la cantidad de dinero no se modifica y los precios de los sectores donde la demanda se ha deprimido no caen, el resultado sería una recesión. Por lo tanto, el Banco Central debería emitir dinero para que el ajuste en los precios relativos no implique la caída en el precio de ningún bien. Consecuentemente, se produce una aceleración de la tasa de inflación. Naturalmente, después de devaluar se produce un cambio en los precios relativos, pero ante la presencia de overshooting, en algún momento los precios de los no transables quedan muy rezagados. A partir de esto se produce un exceso de oferta de divisas, que si el precio local de los transables no cae, sería necesario que el Banco Central compre las divisas excedentes y con ello convalide un nuevo tipo de cambio real de equilibrio con un aumento de los precios de los no transables. De esta manera, la inflación sería un fenómeno temporario y sólo estaría reflejando el ajuste hacia los precios de equilibrio.

Si bien la hipótesis de la inflación estructural es altamente atractiva desde el punto de vista teórico, los números no les estarían jugando a favor. Si analizamos la evolución de los precios del sector bienes con relación al sector servicios, ambos del IPC, es posible observar que después del cambio de precios relativos que se dio a favor del sector bienes a consecuencia de la devaluación, la diferencia entre dichos conceptos se ha mantenido constante, por lo que los datos no validan dicha hipótesis. Este mismo ejercicio, podría ser realizado para la relación entre el

dedores recuperaran en alguna porción parte del poder adquisitivo perdido frente a los sectores ganadores, lo cual sólo puede lograrse con suba de precios (inflación). En este marco se puede entonces mencionar, que la ausencia de corrección de precios relativos es una presión adicional para imaginar mayores niveles de inflación en el futuro. Si hoy en día sin corrección de precios relativos la inflación esperada ronda el 11.5% anual, cuando haya corrección de precios relativos la variación de los precios minoristas necesariamente va a ser mayor.

Por el lado de los economistas que consideran fundamental preservar el valor de la moneda, la idea del trilema monetario pesa como una espada de Damocles sobre la evolución de los precios y el tipo de cambio nominal. Concretamente, el trilema monetario postula que no es posible determinar al mismo tiempo el tipo de cambio nominal, tener una política monetaria independiente y libre movilidad de capitales. Si se fija el tipo de cambio y existe libre movimiento de capitales, no es posible tener una política monetaria independiente ya que se vuelve endógena. Alternativamen-

Gráfico 2
Evolución de los Precios Relativos



Fuente: INDEC

te, si la política monetaria es independiente, habiendo libertad en el movimiento de capitales, lo que se vuelve endógeno es el tipo de cambio. Por último, si se quiere fijar el tipo de cambio y utilizar la política monetaria para perseguir un objetivo (por ejemplo precios) sería necesario abandonar la libertad en el flujo de capitales para evitar los arbitrajes de tasas.

La asociación del trilema monetario con el caso argentino es directa. Si el Ministerio de Economía y el BCRA buscan un objetivo de tipo de cambio real, ello implica tener bajo control el tipo de cambio nominal y el nivel de precios, lo cual no es consistente con libre movimiento de capitales. En caso contrario (libre movilidad de capitales), habiéndose fijado un tipo de cambio nominal asociado a uno real por encima del nivel de equilibrio, se presentaría un exceso de oferta de divisas, lo cual se trasladaría al mercado monetario. Si la demanda de dinero crece al igual que la oferta no hay desequilibrio y ahí finaliza la secuencia de ajustes. Por otra parte, si la demanda de dinero no acompaña, el desequilibrio se derrama hacia el mercado de bienes. Una vez en este mercado, si la economía no está en pleno empleo, el aumento de la demanda se traduce en un mayor nivel de actividad. En caso contrario, nos encontraremos con aumentos de precios, lo cual haría caer el tipo de cambio real hasta equilibrar el mercado de divisas.

II.1. El Mercado Monetario

A diferencia de lo que sucede en un régimen con tipo de cambio fijo, donde la oferta monetaria se ajusta pasivamente a la demanda, cuando el tipo de cambio es flotante, el eje central del análisis monetario se apoya en el análisis de la demanda y oferta de base monetaria. Ex - ante estas variables no tienen porque coincidir y en ese caso, deberían llevar a un ajuste de precios y/o cantidades en los diferentes mercados hasta alcanzarse el equilibrio general. Supongamos que las autoridades monetarias se encuentran frente a un exceso de oferta en el mercado cambiario, y dado un piso para el tipo de cambio nominal, esto implica un crecimiento de la oferta de base superior al crecimiento de la demanda. Ante esta situación aparece un desequilibrio en el mercado monetario que debería inducir a un conjunto de ajustes que restauren el equilibrio del sistema. Estos ajustes podrían tener lugar por el lado de las cantidades y/o por el lado de los precios.

Los ajustes de cantidades podrían ser englobados dentro de cuatro categorías: (i) ajuste en el mercado de bienes, (ii) colocación de títulos, (iii) fuga de capitales y (iv) modificaciones en el gasto público. Por otra parte, si asumieramos que la economía se encuentra en pleno empleo, existen por lo menos tres mecanismos de ajuste de precios. Por un lado, los ajustes en el mercado de bienes, que se traducirían en la evolución de la tasa de inflación. Por otro lado, el ajuste por cambios en la tasa de interés. Y por último, las modificaciones en el tipo de cambio nominal.

A continuación, supongamos que el Gobierno busca un objetivo para la tasa de interés y el tipo de cambio real, y que para el logro del primero de los objetivos utiliza la colocación de títulos en el mercado de bonos. En consecuencia, queda el tipo de cambio real, que implica tener bajo

control el tipo de cambio nominal y el nivel de precios de los bienes. Por lo tanto, si existe un exceso de oferta de moneda extranjera, habiéndose fijado el tipo de cambio nominal, el excedente cambiario se convertiría en un aumento de la oferta de dinero, con el consecuente desequilibrio en el mercado monetario. Este exceso de moneda local estimularía la demanda agregada y permitiría, en caso de que no haya pleno empleo, ir cerrando paulatinamente la brecha entre el producto observado y el potencial. Una vez, cerrada la brecha comenzarían a tener lugar las presiones sobre los precios y si se quisiera evitar que los precios suban sería necesario adicionar un nuevo instrumento de política económica para alcanzar el objetivo de tipo de cambio real.

Cuando la economía no está en pleno empleo, es necesario sólo un instrumento para conseguir mantener el tipo de cambio real, mientras que cuando la economía está en pleno empleo se necesitan dos. Esto se debe al hecho que cuando la economía se encuentra por debajo de su potencial productivo los "precios están fijos". Por otra parte, cuando la economía llega al pleno empleo, los precios pueden cambiar y para controlarlos es necesario un nuevo instrumento.

Naturalmente, si esta tarea de mantener un tipo de cambio real alto y de manejar la tasa de interés quedara exclusivamente en manos del Banco Central, nos encontraríamos frente a una versión del trilema monetario a la Tinbergen. Si el Banco Central fija la tasa en el mercado de bonos y el tipo de cambio nominal, el excedente de moneda extranjera se transforma en un excedente de dinero y acelera la tasa de inflación, por lo que el tipo de cambio real cae. Por otra parte, si desea controlar la tasa de inflación, sin permitir que el tipo de cambio nominal caiga, la tasa de interés debería subir, lo cual estimularía la entrada de capitales y complicaría aún más la situación en el mercado de divisas. Por último, podría dejar apreciar el tipo de cambio, provocando que el tipo de cambio real se apreciara.

A partir de esto, surge la necesidad de agregar un instrumento adicional de política como para poder alcanzar los tres objetivos. Para ello tenemos dos alternativas: (i) el control de capitales y (ii) la política fiscal contracíclica. Sin embargo, si utilizáramos el principio de la clasificación efectiva de mercados desarrollado por Robert Mundell (1962, 1968), estaríamos tentados a quedarnos con la política fiscal, ya que si la idea es controlar la inflación, todo pareciera indicar que es más significativo lo que se puede hacer desde el gasto público controlando la demanda interna que lo que se puede hacer con el control de capitales.

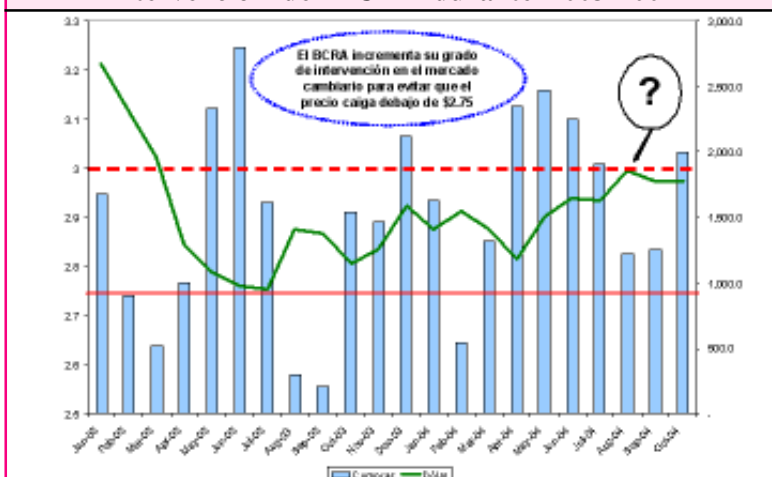
II.2 - Testeando la Hipótesis del Trilema Monetario

II.2.1. Testeando el Exceso de Oferta de Divisas

Para testar la hipótesis del Trilema Monetario sería necesario analizar la evolución del sector externo y verificar que existe un exceso de oferta de divisas. En segundo lugar que existe por parte del BCRA la voluntad de sostener el tipo de cambio nominal. En tercer lugar deberíamos observar un exceso de oferta de dinero. Por último, deberíamos observar una aceleración de la tasa de inflación en la medida que se achica el output-gap.

La forma de verificar que en el mercado de divisas

Gráfico 5
Intervención del BCRA durante 2003-2004

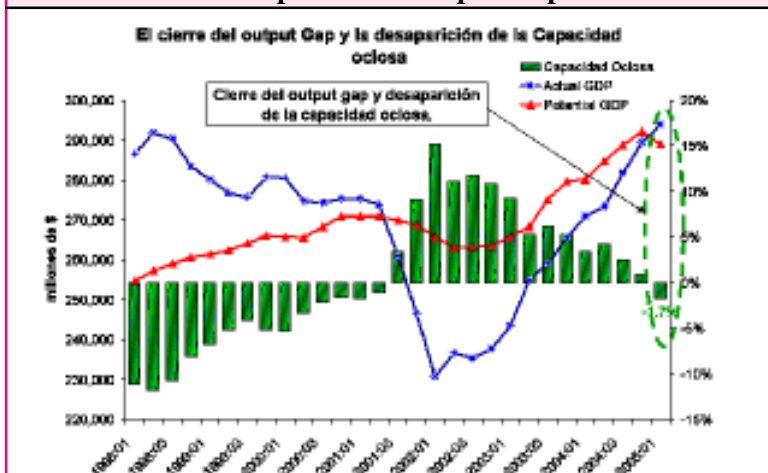


Fuente: INDEC

La contrapartida del exceso de oferta de dólares y la intención de no dejar caer el tipo de cambio nominal tiene su correlato en el mercado monetario. Sin embargo, el incremento en la cantidad de dinero no tiene porque ir acompañado de un aumento de los precios. Una de las causas por la que un incremento en la cantidad de dinero no genera inflación es porque el aumento de la oferta se encuentra perfectamente ligado con un aumento de la demanda, por lo que no hay desequilibrio. Otra causa, es que aun habiendo un desequilibrio, el mismo sea absorbido por la emisión de títulos. Por último, porque aún cuando el exceso de oferta se vuelque al mercado de bienes, la existencia de capacidad ociosa permite ajustar las cantidades producidas en lugar de los precios.

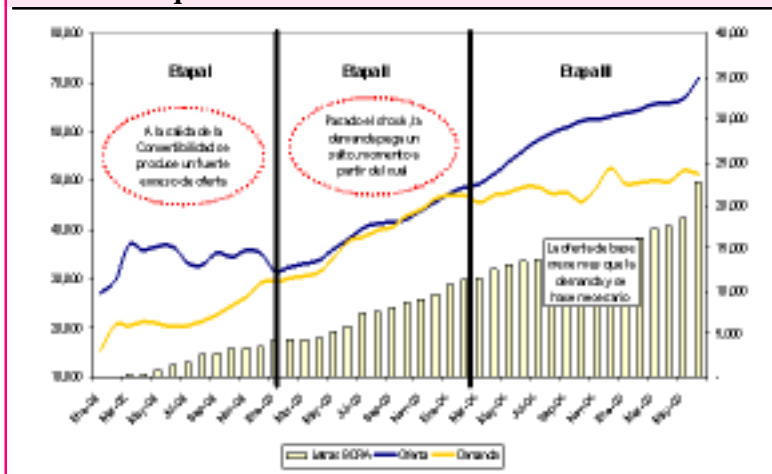
Por lo tanto, lo primero que debemos testear es si existe efectivamente un desequi-

Gráfico 7
Evolución Temporal del Output-Gap 1998-2005



Fuente: INDEC

Gráfico 6
El Desequilibrio Monetario en Niveles 2002-2004.



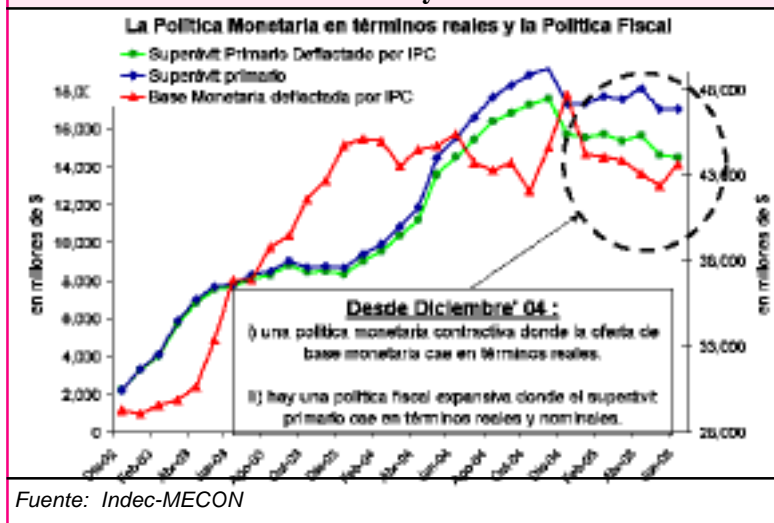
Fuente: BCRA

librio monetario. Como es posible observar en el gráfico 6, desde inicios de 2004, la demanda de base monetaria se encuentra estancada, mientras que la oferta de base continúa creciendo a consecuencia del desequilibrio en el mercado de divisas. Por lo tanto queda bien claro que el desequilibrio de oferta en el mercado de divisas, frente a la decisión de no dejar caer el tipo de cambio nominal, ha trasladado el exceso de oferta al mercado de dinero y de este al de bienes. Por lo tanto, el reflejo de este desequilibrio debería ser un achicamiento de la brecha entre el producto observado y el potencial (output-gap), sincronizada con el incremento de precios. En el Gráfico 7, se ve que el output-gap toca un máximo en el primer trimestre de 2002 y a partir del tercer trimestre de 2002, cuando el mercado de divisas comienza a mostrar un exceso de oferta y

el BCRA da inicio al proceso de recomposición de reservas e inyección de dinero, la demanda agregada se comienza a recuperar, sin que haya presiones inflacionarias significativas. Sin embargo, con la llegada de Redrado al BCRA, el sostenimiento del tipo de cambio con una demanda de dinero estancada y con un output gap decreciente dio como resultado una mayor de la inflación.

Si bien los datos, puestos de esta manera, darían sustento a la visión ortodoxa que se apoya sobre la inexorabilidad del Trilema Monetario, es muy probable que se termine siendo injusto con el desempeño del BCRA. Concretamente, más allá de ciertos artilugios cosméticos para cumplir con las metas cuantitativas en base monetaria, durante el primer semestre del año, la política monetaria –medida desde la base monetaria– terminó siendo contractiva. Por lo tanto, la

Gráfico 8
La Política Monetaria y Fiscal 2003-2005



premisa del Trilema estaría trabajando bien explicando la suba de tasas, ya que es ahí donde se ve el desequilibrio monetario, pero nada tiene que decir acerca de la relación entre cantidad de dinero y precios.

En el fondo, lo que queremos señalar es que la inflación no es de origen estrictamente monetario. De hecho, en el apartado 3 señalamos que si quería perseguir una meta en materia de tipo de cambio real, ante una situación de exceso de oferta de divisas, la manera óptima de hacerlo era con una política fiscal contracíclica (debería quedar claro que esto no implica necesariamente una reducción nominal del gasto) de modo tal que la demanda del sector público ceda espacio a la privada tal que no haya inflación ni suba de la tasa de interés.

Sin embargo, cuando analizamos la evolución del gasto público y del superávit primario, podemos decir que en Diciembre de 2004 hemos observado un cambio de tendencia. Mientras que hasta la fecha en cuestión se observaba una tendencia creciente del resultado primario, después comienza una política fiscal que por cada peso que ingreso se gasta un peso con veinte centavos, lo cual ha llevado a un deterioro del resultado primario.

Por lo tanto, el origen de la aceleración de la tasa de inflación no deberíamos buscarlo por el lado de la base monetaria, sino que deberíamos buscarlo por el lado fiscal, lo cual a su vez, brinda una prueba robusta de lo que puede hacer la política fiscal en materia de precios. Lo que queremos decir es que el origen de la inflación viene dado por el aumento del gasto y que la convalidación monetaria viene dada por la menor demanda de dinero (medido por la base), al tiempo que el Gobierno exagera el exceso de demanda en el mercado de bienes vía aumentos salariales por decreto.

III. El Origen Político de la Inflación

III.1. Sostenibilidad del Superávit Primario y la Inflación a Mediano Plazo

El Ministro Lavagna considera clave al superávit fiscal para evitar “genuinamente” (sin emisión) la apreciación nominal del peso. Sin embargo la política fiscal del 2005 es lo opuesto ya que se consume (reduce) y no se aumenta (expande) el superávit primario. De tener un superávit primario de +\$19,220 MM (4.1% del PBI) en noviembre '04 se pasó a uno de +\$17,179 MM (+3.1% del PBI) en agosto '05.

Durante el período sep' 02/nov' 04 la política fiscal fue contra cíclica, se gastaba tan sólo \$0.82 por cada \$1 marginal que se recaudaba. En diciembre '04, con el paquete fiscal expansivo conocido popularmente como Feliz Navidad, la política fiscal cambió pasando de contra cíclica a pro cíclica, gastándose \$1.2 por cada \$1 de recaudación que se generaba y consumiéndose así superávit primario.

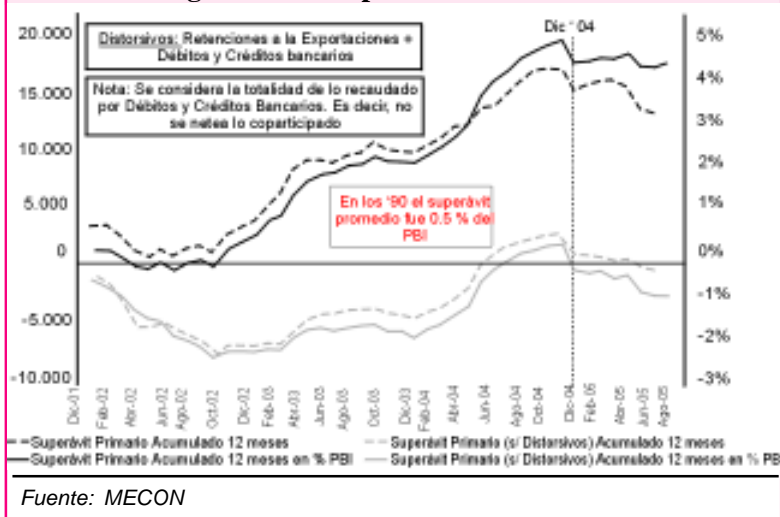
El ratio superávit primario/PBI cae porque el superávit primario se mantiene constante en términos nominales pero la economía crece y además hay inflación, lo cual mostraría que la economía argentina tiene cada vez menos recursos genuinos para hacer frente a sus necesidades de financiamiento.

Durante el 2005 se ha desaprovechado una oportunidad en materia de política fiscal. Partiendo de un superávit primario del 4.1% del PBI, la decisión de política fiscal podría haber sido continuar con la política de acumulación e ir hacia un superávit primario del 5% del PBI. Por el contrario, se optó por lo opuesto y la decisión de política fue reducir el superávit y no incrementarlo.

III.2. Composición y Sostenibilidad del Superávit Primario

Hoy en día gran parte del superávit primario se encuentra financiado por dos elementos no sostenibles en el largo plazo: (i) por un lado por ingresos derivados de im-

Gráfico 9
La fragilidad del Superávit Primario del SPN



Cadro 1				
El aumento del pago de salarios y jubilaciones en 2002 y 2004				
	2002	2003	2004	2004 vs 2001
Aumento en el pago de salarios	6.7%	29.0%	8.8%	49.8%
de jubilaciones	-0.1%	18.3%	18.9%	40.5%

Fuente: Heritage Foundation

puestos distorsivos (Retenciones a las Exportaciones y Débitos y Créditos Bancarios) no sustentables en el tiempo y (ii) en segundo lugar, por el empobrecimiento de los empleados públicos y los jubilados estatales, lo cual no puede ser sostenido indefinidamente en el tiempo y atenta potencialmente contra la perdurabilidad del superávit.

En este marco cuando no se tienen en cuenta ni las Retenciones a las Exportaciones ni el impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios, el superávit primario potencial sustentable en el largo plazo se ubicaría en torno a 0.0% del PBI. Sin considerar Retenciones, ni Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios, la gestión de Lavagna ha mostrado en promedio un déficit primario, alcanzando su mejor desempeño en noviembre de 2004 con un superávit primario de 0.3% del PBI. Por otra parte, si aplicamos el mismo análisis al resultado presente, el mismo mostraría un déficit primario de -0.5% del PBI.

Durante la gestión Lavagna tanto el pago de las remuneraciones a los empleados del SPN como el pago de jubilaciones aumentaron respectivamente +49.8% y +40.5% en 2002 / 2004 (ver cuadro 2). El 70% del aumento en los pagos de las remuneraciones es explicado por el incremento de la plantilla y tan sólo el 30% por las mejoras salariales, lo cual muestra que hay todavía mucho margen para aumentos de sueldos en la esfera pública, lo cual es una luz amarilla para el mantenimiento del superávit primario (cuadro 2). En pocas palabras, los empleados públicos han perdido poder adquisitivo y financian parte del superávit primario. Lo mismo sucede con los jubilados.

¿Cuánto del superávit primario es financiado por el empobrecimiento de los empleados públicos y de los jubilados? ¿Cuánto más bajo sería el superávit primario si los empleados públicos y los jubilados no se hubiesen empobrecido?

Una forma de responder a dicho interrogante sería ajustar el pago de las remuneraciones del SPN y de las contribuciones a la seguridad social (jubilaciones) simulando que no pierden poder adquisitivo con respecto a diciembre '01 y ver que impacto tiene dicho ajuste sobre el superávit primario. Así, las remuneraciones y las jubilaciones las ajustaremos por el diferencial entre el CVS del sector privado formal y el CVS del sector público¹.

¹ Ajustar el pago de las jubilaciones abonadas por el sector público mediante el diferencial entre el CVS privado formal y el CVS público no es lo más correcto, sin embargo adoptamos este criterio por un motivo de simplificación y de homogeneidad con las remuneraciones.

Habiendo realizado los ajustes, llegamos a la conclusión que el empobrecimiento de los empleados público y los jubilados ha financiado el 58.4% (2003) y el 17.1% (2004) del superávit primario del SPN durante los últimos dos años. De acuerdo a nuestras proyecciones, para el año 2005 el superávit primario ascendería aproximadamente a \$17,000 MM, pero si los salarios y las jubilaciones mantuvieran el poder adquisitivo de diciembre '01 dicho número se reduciría a \$11,000 MM; es decir, el empobrecimiento de los empleados públicos y los jubilados estaría subsidiando \$6,000 MM (35.3%) del superávit primario (\$17,000 MM) proyectado para 2005².

El superávit primario terminaría cerrando el 2005 en 3.2% del PBI. Por el contrario, si indexáramos las remuneraciones estatales y las jubilaciones brindándoles el poder adquisitivo de diciembre '01, el superávit primario caería hasta 2.1% del PBI en 2005, lo cual implica que el empobrecimiento de los salarios y las jubilaciones públicas subsidian 1.1 puntos porcentuales del superávit primario en términos del PBI. Sin las Retenciones y el impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios el 2005 cerraría con un déficit primario del -2.0% del PBI, lo cual es el mejor reflejo que el actual nivel de superávit primario no es sostenible en el mediano y largo plazo.

En síntesis, se pueden hacer dos conclusiones. Primero, la política fiscal de Lavagna cambió en diciembre '04 cuando dejó de ser anti cíclica y no acumuló más superávit. El superávit primario nominal cayó -\$2,000 MM como producto del Paquete Feliz Navidad de diciembre '04 y a partir de ahí se mantiene nominalmente constante en torno a los \$17,000 MM anuales. Sin embargo, el superávit primario en

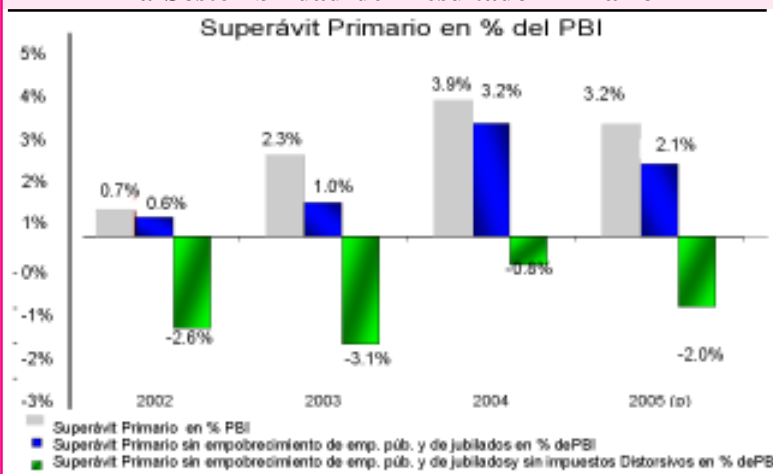
En síntesis, se pueden hacer dos conclusiones. Primero, la política fiscal de Lavagna cambió en diciembre '04 cuando dejó de ser anti cíclica y no acumuló más superávit. El superávit primario nominal cayó -\$2,000 MM como producto del Paquete Feliz Navidad de diciembre '04 y a partir de ahí se mantiene nominalmente constante en torno a los \$17,000 MM anuales. Sin embargo, el superávit primario en

² Se asume que el actual superávit primario acumulado en los últimos doce meses hasta agosto '05 (\$17,179MM) se mantiene. Si se tiene en cuenta que el superávit primario acumulado en los primeros 8 meses del 2005 apenas excede a \$15,000MM, nuestra proyección implica que en el período sept' 05 / dic' 05 se acumularían +\$2,000MM adicionales de superávit, lo cual está en línea con la performance del 2004 cuando el pago de aguinaldo no se trasladó a enero '05 y se juntó +\$2,000MM adicionales de superávit primario entre septiembre '04 y diciembre '04.

Cuadro 2				
El aumento de las remuneraciones y jubilaciones es explicado por la mayor plantilla				
	2002	2003	2004	2004 vs 2001
1) Remuneraciones SPN	6,777	8,745	9,516	
2) Incremento anual del pago de remuneraciones del SPN	424	1,968	771	3,163
3) Remuneraciones SPN deflactados por CVS (sec. Público)	6,733	8,224	8,581	
4) Aproximación del incremento del gasto salarial por aumento de plantilla				
5) Porcentaje del aumento de salarios del SPN que es explicado por mayor plantilla	89.5%	75.8%	46.4%	70.5%

Fuente: MECON

Gráfico 10
La Sostenibilidad del Resultado Primario



Fuente: Elaboración Propia en base a datos del MECON

términos del PBI se redujo -1.1 puntos porcentuales, cayendo de 4.1% (nov' 04) a 3.1% en agosto' 05. Segundo, el actual superávit primario es endeble y no es sostenible en el largo plazo. El empobrecimiento de los salarios públicos, las jubilaciones y los impuestos distorsivos equivalen a 5 puntos porcentuales del PBI y son los que financian el superávit primario del 3% del PBI. El problema es que ambas fuentes de financiamiento no son sostenibles en el tiempo, por lo que el resultado positivo antes del pago de intereses³ tendería, en el mejor de los casos, a cero en el largo plazo.

III.3. Entonces, ¿en qué se consume el superávit primario el Gobierno?

En los primeros ocho meses de 2005 el superávit primario del SPN asciende a \$15,269 MM, lo cual implica un deterioro \$153.3 MM (-1.0%) respecto al mismo período del año anterior. La performance del superávit primario se dio en un contexto en el cual el gasto primario sin coparticipación ni leyes especiales se expandió +21.5% (+\$7,609 MM), superando el +14.7% (+\$7,455 MM) de crecimiento experimentado por los ingresos sin coparticipación, ni leyes especiales (ver cuadro 5).

El crecimiento de las transferencias de capital que el SPN le hace a las provincias es la principal explicación del incremento del gasto primario sin coparticipación, ni leyes especiales (+\$7,609 MM). Dichas transferencias hacia el SPP⁴ presentan un incremento interanual de +\$1,829 MM, lo cual explica un 24% del crecimiento del gasto primario antes de la coparticipación, las leyes especiales y el pago de intereses. Las transferencias de capital son fondos que las provincias reciben de la Nación y que en su mayoría son utilizados

³ Superávit primario.

⁴ Sector Público Provincial.

para el financiamiento de la obra pública, la cual siempre crece en años electorales.

El segundo crecimiento en importancia relativa es el pago de las jubilaciones que, tanto por un efecto cantidad (más jubilados) como por un efecto precio (incremento de las jubilaciones más bajas), aumentaron +\$1,655 MM entre agosto' 05 y agosto' 04, explicando un 21.8% del aumento del gasto primario sin coparticipación, ni leyes especiales.

En tercer y cuarto lugar se ubican el incremento de los subsidios al sector privado⁵ (\$1,021 MM) y el aumento del pago de las remuneraciones (\$973 MM), los cuales explican el 13.4% y 12.8% de la expansión interanual del gasto primario sin coparticipación, ni leyes especiales; respectivamente.

Si se tiene en cuenta el incremento de las transferencias por Coparticipación (+\$2,855 MM) y por Leyes Especiales (+\$1,348

MM), las transferencias totales desde el SPN al SPP crecieron +\$6,033 MM entre agosto' 05 y agosto' 04, lo cual explica el 51.1% del aumento del gasto primario total. Por lo tanto, las provincias explican más de la mitad del incremento del gasto primario del sector público nacional (cuadro 6), lo cual tiene un fuerte contenido político.

⁵ Esto incluye planes sociales como por ejemplo el de jefes y jefas de familia que son también manejados por las provincias. Incluye entre otras cosas el subsidio al fuel oil.

Cuadro 3
El esquema ahorro – inversión del SPN acumulado a agosto 2005

	8 meses 2005	8 meses 2004	8 meses 2005 vs 2004	
Ingresos	82,079.0	70,420.8	11,658.2	16.6%
Ingresos tributarios	66,740.1	56,406.9	10,333.2	18.3%
contribuciones a la seguridad social	1,173.4	9,243.1	2,230.3	24.1%
otros	3,865.5	4,770.8	905.3	-19.0%
Gastos	37,503.1	32,338.7	5,164.4	16.0%
Transferencias a Provincias	28,544.2	21,939.6	6,604.6	30.1%
Intereses	7,400.7	4,081.6	3,319.1	81.3%
Resultado sin privatizaciones	7,868.3	11,304.7	-3,472.4	-30.6%
Superávit primario	15,269.0	15,422.3	-153.3	-1.0%
Gasto	74,759.6	59,628.0	15,131.6	25.4%
Gasto primario	67,358.9	55,516.4	11,812.5	21.3%
Gasto primario (% copa. ni leyes especiales)	43,002.6	35,393.9	7,608.7	21.5%
Ingreso (% copa. ni leyes especiales)	58,271.6	50,816.2	7,455.4	14.7%

Fuente: MECON

Cuadro 4
Aumento del Gasto Primario y Gasto del SPN

	Aumento de las erogaciones del SPN	Valor porcentual de Gasto Primario (s/copar., ni LE)	de explicación del Gasto Primario	Gasto
Crecimiento del Gasto	15131.6			100.00
Intereses	3319.1			21.90
Crecimiento del Gasto Primario	11812.5		100	78.10
Coparticipación	2855.5		24.20	
Leyes Especiales	1348.3		11.40	
Crecimiento del Gasto Primario (s/ copa. Ni LE)	7600.7	100.0	64.40	50.30
Transferencias Discrecionales de Capital a las prov	1829.5	24.0		
Prestaciones a la Seguridad Soc.	1654.9	21.8		
Subsidios al Sector Privado	1021.2	13.4		
Remuneraciones	973.2	12.8		
Bienes y Servicios	954.6	12.5		
PAMI	542.8	71.0		
Universidades	196	26.0		
Otros	436.5	57.0		
Cuanto de mas se llevaron las Provincias	6033.3		51.10	

Fuente: MECON

El aumento del gasto público ha exacerbado el crecimiento de la demanda y la política de incremento de salarios por decreto, al no tener un correlato con la productividad, ha contraído la oferta, dando todo esto como resultado una aceleración de la inflación. Ahora bien, dado que la composición del aumento del gasto tiene fines electorales y el aumento de salarios persigue un aumento de la popularidad del Presidente, podemos decir entonces que el origen actual de la inflación es político y que de no existir un cambio de rumbo de mediano plazo, nos encontraremos frente a una mayor aceleración de la tasa de inflación, lo cual también encontraría sustento adicional en el hecho que hasta ahora no ha habido corrección de precios relativos. En este sentido, cabría señalar que lo “normal” y esperable sería que los sectores minoristas y productores de servicios (perdedores) recuperaran parte del poder adquisitivo perdido frente a los sectores mayoristas y productores de bienes transables, lo cual podría lograrse sólo mediante suba de precios.

IV. Conclusiones

Con un banco central más concentrado en el logro de objetivos de nivel de actividad (piso de tipo de cambio nominal y tasas de interés reales bajas), se hace imprescindible una política fiscal contracíclica que se ocupe de anclar expectativas inflacionarias. En este caso, la mala utilización de esta “regla» implícita en el funcionamiento del modelo, no solo conspiraría contra los objetivos buscados (ej. un determinado nivel de tipo de cambio real), sino también que puede desatar dinámicas inflacionarias altamente peligrosas, sobretodo si se considera la inestabilidad de la demanda de dinero que se refleja en lo largo de la historia de nuestro país. En este sentido, mostramos evidencia sobre la responsabilidad de la política en el incipiente rebrote inflacionario reflejado en el comportamiento del gasto público de los últimos meses, procurando generar un aporte al reciente debate respecto de las causales de la inflación.

De esta forma, así como en la convertibilidad la prima de riesgo país fue el costo asociado a un inadecuado uso de la política fiscal y terminó vulnerando la regla monetaria impuesta, en el actual esquema, la

inflación puede convertirse nuevamente en el enemigo acérrimo del modelo. Concretamente, lo que queremos señalar es que el origen de la inflación viene dado por el aumento del gasto y que la convalidación monetaria (dada la esterilización que contiene a la oferta de dinero) viene dada por la menor demanda de dinero (medido por la base), al tiempo que el Gobierno exagera el exceso de demanda en el mercado de bienes vía aumentos salariales por decreto. Por lo tanto, si bien las variables están alineadas para generar un crecimiento sólido, la política fiscal podría terminar tirando todo los esfuerzos por la borda.

V. Referencias

- Milei, J. (2004): “*Real Exchange Rate Targeting: ¿Trilema Monetario o Control de Capitales? La Política Fiscal*”, Revista de Economía y Estadística de la UNC
- Milei, J. (2005.a): “*Real Exchange Rate Targeting: El Límite de La Política Fiscal*”, Jornadas Internacionales de Finanzas Públicas, UNC
- Milei, J., Mercadier, A. (2005.b): “*Real Exchange Rate Targeting: El Uso y Los Límites de La Política Fiscal*”, Reunión Anual de la AAEP, UNLP
- Mundell, R. (1962): “*The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability*”; IMF Staff Papers 9, 70-6
- Tinbergen, J. (1952): *On the Theory of Economic Policy*, Ed. North Holland.