

## ¿OTRA VEZ CICLO GASTO-INFLACIÓN-ESTANCAMIENTO?

Por Ariel R. Tejera \*

En nuestro país ha resultado reincidente en materia de historia económica el intento de los hacedores de políticas públicas de recurrir a cuanto recurso han podido para hacer frente al siempre agobiante gasto público. En esta búsqueda de fuentes de financiamiento, la tentación de colocar deuda en el Banco Central de la República Argentina (BCRA) a cambio de la impresión de algunos billetes se convirtió en una opción frecuente. Esta posibilidad ha sido brindada en distintas ocasiones por las laxas limitaciones establecidas en los estatutos que se encuentran definidos en la Carta Orgánica de dicha institución, que durante ciertos períodos han sido más permisivos que en otros.

Una primera lección de la historia que parece no haberse aprendido es que los momentos de mayor permisividad -asociados a emisión para financiar gastos- y los de mayor inflación han ido de la mano. Ahora bien, el principal problema de la inflación no reside en simple cambio en el nivel general de precios, que de por sí bastantes inconvenientes genera. El punto fundamental de la cuestión, y sobre el cual nos han advertido muchos teóricos de la economía, se encuentra en que la manipulación artificial de las condiciones de liquidez para financiar el déficit conlleva, tarde o temprano, a una situación de recesión y estancamiento. Este resultado se debe a la interacción de una gran cantidad de complejos mecanismos. Entre estos, se destacan los rápidos cambios en los precios relativos y las bajas tasas de interés derivadas del estímulo monetario, que incentivan artificialmente el consumo y la inversión, y generan una situación temporal de auge en la actividad (que puede prolongarse durante varios años). Así, por ejemplo, las amas de casa deciden estoquear botellas de aceite para “ganarle” a la inflación, o los empresarios se endeudan a bajas tasas para ampliar instalaciones. Lamentablemente, tarde o temprano el estímulo monetario debe cesar y es en ese momento cuando la “normalización” del consumo y la inversión enfrían la actividad económica, y se dispara un proceso de liquidación de activos a gran escala (crisis). Así, la desaceleración se transforma en estancamiento o depresión. He aquí la segunda lección no aprendida. Si dudamos de las palabras de los académicos, podemos recurrir nuevamente a los libros de historia para corroborar los resultados obtenidos. Los recurrentes ciclos económicos padecidos en nuestro país, así como los múltiples cambios de signos monetarios dan fe de la perversidad del mecanismo de monetización del déficit público.

---

\* Lic. en Economía (U.N.R.); Secretario Instituto Economía (Colegio de Graduados en Cs. Económicas de Rosario); Investigador Instituto Mercurio de Análisis y Educación Económica (Fundación Bases). E-mail: [arieltejera@catalactica.com.ar](mailto:arieltejera@catalactica.com.ar)

Ahora bien, el repaso de estas cuestiones resulta de utilidad para tomar idea de la situación que la economía argentina está atravesando en la actualidad y los posibles desenlaces que deparan en el corto y mediano plazo.

Como todo consumidor o empresario habrá notado, desde 2007, Argentina ha estado padeciendo un palpable proceso inflacionario que se ha ido profundizando con el correr de los años. Al igual que en otras épocas, se observa un fuerte incremento en la cantidad de dinero que es inyectada año tras año al sistema económico. Así, mientras que hasta el 2009 la base monetaria (billetes y monedas en poder del público más depósitos de los bancos mantenidos en el BCRA) se expandía en unos \$20.000 millones por año; en 2010 el incremento duplicó dicha cifra; en 2011 la triplicó; en 2012 la cuadruplicó; y en 2013 la volvió a cuadruplicar. Esta situación contrasta fuertemente con las tasas de crecimiento registradas para el PBI en dichos años. Cuando uno observa con detalle cuáles fueron las operaciones del Banco Central que dieron origen a dicho emisionismo, se destaca el peso adquirido por la financiación al Sector Público Nacional. Así, en 2009 el aporte del Banco Central al Tesoro alcanzó la suma de \$200 millones; pero para 2010 escaló a \$19.000 millones; en 2011 a \$32.000 millones; en 2012 a \$47.000 millones; y en 2013 a \$94.000 millones. Todo esto revela una estrecha relación entre una Administración voraz por financiar déficits crecientes, y un Banco Central sumiso, cuya nueva Carta Orgánica le ha otorgado mayor permisividad en desmedro de la defensa del valor del poder adquisitivo de los billetes que las personas tienen en sus bolsillos.

¿Qué ocurrió en el primer semestre de 2014? La base monetaria se contrajo en \$15.000 millones, luego del fuerte ajuste monetario, que en cierta medida se hacía inevitable dadas las presiones sobre el tipo de cambio y los precios. A primera vista, pareciera ser que luego de la fiesta de liquidez artificial que primó durante los últimos años, la autoridad monetaria –sello Fábrega- ha optado por retomar un sendero de moderación. De todas formas, avanzar en esta dirección no ha sido tarea fácil, ya que el Sector Público continúa ejerciendo un fuerte contrapeso. Durante los primeros seis meses del año, la emisión para financiar al Tesoro alcanzó los \$16.000 millones, y tuvo que ser contrarrestada con la colocación de LEBAC y NOBAC (fuentes de generación de déficit cuasi-fiscal por el pago de intereses). Además, el panorama para el próximo semestre aparece complicado si se tiene en cuenta que el aporte al Tesoro por parte del Banco Central en los primeros seis meses de años anteriores representó menos del 10% del aporte total de cada año, dado que las mayores necesidades se encuentran concentradas en el segundo semestre.

Año	Factores de variación de la base monetaria					Otros	Variación total
	Compra de divisas	Financiación del sector público	Pases y descuentos	LEBAC y NOBAC			
2003	16.488	-984	-730	-5.321	9.008	18.461	
2004	23.168	-6.537	-6.981	-3.971	1.119	6.798	
2005	28.227	-4.991	-11.128	-10.157	684	2.635	
2006	43.006	-5.354	-2.455	-9.783	96	25.510	
2007	32.321	-5.305	-4.590	-4.977	1.423	18.872	
2008	-3.075	-8.250	-6.269	19.193	8.324	9.924	
2009	12.638	204	-366	-2.413	1.681	11.745	
2010	46.285	19.478	-6.417	-20.268	-2.131	36.947	
2011	13.315	32.575	3.013	14.977	-2.175	61.704	
2012	41.086	47.495	-697	-3.320	-1.546	83.018	
2013	-32.331	94.082	11.106	-4.541	918	69.234	
2014*	33.689	16.932	-8.706	-59.968	2.974	-15.079	

\* Total acumulado en los meses de enero, febrero, marzo, abril, mayo y junio.  
Fuente: Elaboración propia sobre la base de datos del BCRA.

Hoy en día, ya se comenzaron a sentir sobre la actividad económica los primeros síntomas del agotamiento de los estímulos monetarios inducidos en los últimos años. Lamentablemente, la excesiva alteración de la cantidad de dinero en la economía, como se mencionó, no sólo ha afectado los precios en su nivel general. Más bien, por detrás de esto se alteraron artificialmente las decisiones de consumo, de ahorro y de inversión de 40 millones de personas dando como resultado un auge transitorio en la actividad económica, que no podrá ser mantenido indefinidamente.

Si bien esta vez el crítico desenlace es inminente, ¿puede pensarse en evitar que este ciclo se repita nuevamente en el futuro? Ante todo, debe reconocerse que el problema no lo constituye sólo la medida o desmesura de quien controla las arcas públicas. Muchas veces el incremento del gasto escapa a la buena voluntad del hacedor de política quien doblegado ante los grupos de presión opta por acudir como último recurso a la monetización del déficit. Es por esto que la opción más conveniente para combatir la epidemia inflacionaria y sus nocivas consecuencias reside en la modificación -por parte del Congreso de la Nación- de la permisiva Carta Orgánica del Banco Central que rige en la actualidad. Se requieren límites más severos así como una mayor separación en la relación ente el Banco Central y el Tesoro Nacional. Sin la posibilidad de emitir para financiar al Estado se pone fin a la monetización inflacionaria del déficit y a sus perversas consecuencias.