

En Foco 1

El Gasto Público “en dólares” y su relevancia para la economía argentina

Joaquín Cottani¹

- En un trabajo de IERAL publicado a mediados de los ´80 se encontró que, para el período 1961-83, cada vez que el gasto público en dólares superaba determinado nivel, tarde o temprano había un ajuste que incluía una fuerte devaluación y devolvía el gasto en dólares a su nivel original. La explicación a este fenómeno tiene que ver con el hecho que un nivel de gasto público en dólares significativa y persistentemente mayor que el de “equilibrio”, implicaba una carga fiscal y financiera insoportable para las firmas que competían con bienes y servicios producidos en el exterior, situación que derivaba en una crisis fiscal y cambiaria
- Actualizando aquel trabajo para el período 1997- 2019, se encuentra que, efectivamente, hay un nivel de resistencia del gasto público en dólares en torno a los 200 mil millones de dólares, indicando sobrevaluación del peso para todo el período que va de 2011 a 2017, pero no para el tramo entre 1999 y 2001. Un análisis análogo, pero utilizando la canasta de monedas, en lugar de exclusivamente el dólar estadounidense, no cambia las conclusiones para 2011-17, pero confirma que para el 1999-2001 hubo una importante apreciación del peso (por la incidencia del real brasileño)
- Las mediciones tradicionales de tipo de cambio real utilizan a la inflación de precios al consumidor como deflactor. Si, en cambio, se mide la trayectoria del tipo de cambio real utilizando al gasto público como deflactor, se tiene que el pico de sobrevaluación del peso se alcanzó en 2015, y esto se explica por el hecho que el Gasto Público Consolidado como porcentaje del PIB pasó de 26,6 % en 2004 a nada menos que 46,5 % en 2016
- En los niveles actuales, el tipo de cambio real deflactado por el gasto público se encontraría en una zona de equilibrio. Sin embargo, debido a que la carga fiscal sobre el conjunto de la economía es apenas inferior a la de 2015, la contrapartida es una mayor presión sobre el sector de no transables, especialmente el formal.

¹ Joaquín Cottani es un economista cordobés que recibió su título de Licenciado en Economía en la Universidad Nacional de Córdoba y se doctoró en la Universidad de Yale (EEUU). Trabajó en el IERAL a fines de los setenta y mediados de los ochenta. En la función pública, fue Subsecretario de Programación Macroeconómica, Subsecretario de Financiamiento y Representante Financiero en Washington entre 1991 y 1997, luego de lo cual se radicó en EEUU, donde ocupó cargos en el Banco Mundial, Lehman Brothers, Citigroup y, más recientemente, S&P Global.

Como, a su vez, el sector de no transables es el que más pondera en el empleo total, con este “equilibrio” cambiario la economía tiene menos capacidad de generar empleos y los salarios quedan en un nivel más bajo, lo cual tiende a afectar el clima social

A mediados de la década de los ochenta, se publicó en la Revista Novedades Económicas de IERAL de la Fundación Mediterránea un trabajo de investigación perspicaz en el que proponían al gasto público consolidado (Nación + provincias) expresado en dólares estadounidenses de poder adquisitivo constante y ajustado por las variaciones en el PBI real como un indicador del grado de sobrevaluación de la moneda local.² No se trataba de una nueva teoría económica sino, simplemente, de una forma de medir, de manera conjunta, el atraso cambiario y la injerencia de la política fiscal en la economía desde un ángulo diferente al tradicional. El razonamiento era que el gasto público en dólares incluyendo los intereses de la deuda representaba la presión que el fisco ejercía, mediante impuestos y endeudamiento del gobierno nacional y los gobiernos provinciales, sobre el sector productor de bienes y servicios internacionalmente transables (exportables y sustitutos de importaciones), cuyos precios internos son sensibles a las variaciones del tipo de cambio nominal. Claro está que, para que las comparaciones año contra año tuvieran sentido, al gasto en dólares había que deflactarlo por un índice combinado que reflejara la inflación internacional y el crecimiento del PBI real interno.

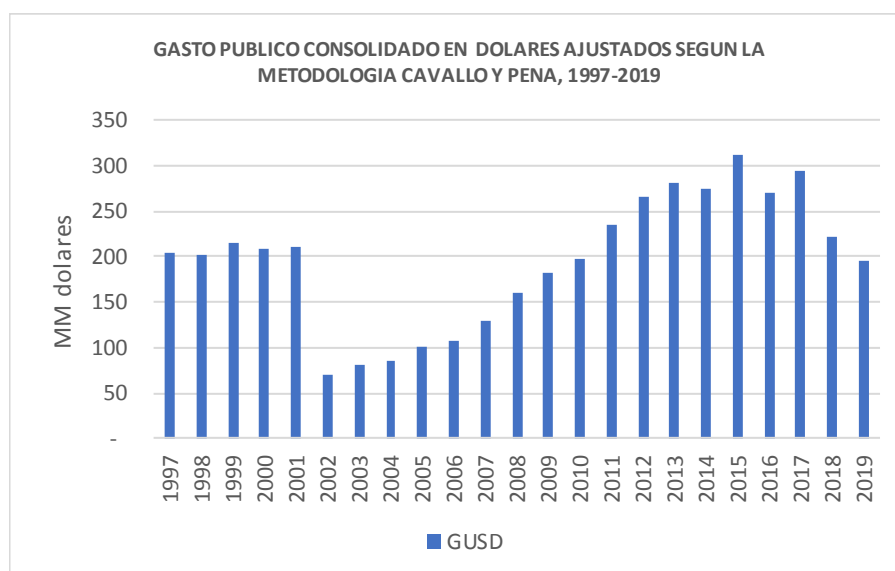
Usando una serie anual que empezaba en 1961 y terminaba en 1983, los autores encontraron que en la Argentina había un fenómeno de reversión del gasto público en dólares así ajustados a un nivel de retorno o resistencia que podía ser interpretado como el que la economía necesitaba para competir internacionalmente. En otras palabras, cada vez que el gasto público en dólares superaba ese nivel en forma apreciable, tarde o temprano había un ajuste que incluía una fuerte devaluación y devolvía el gasto en dólares a su nivel original. La explicación que los autores le daban a este fenómeno era que un nivel de gasto en dólares significativa y persistentemente mayor que el de “equilibrio” implicaba una carga fiscal y financiera insostenible para las firmas que competían con bienes y servicios producidos en el exterior, situación que, a la corta o a la larga, terminaba en una crisis fiscal y cambiaria, pero fundamentalmente cambiaria. La implicación de política era que, en vez de esperar que la crisis ocurriera, el gobierno debía evitar que el gasto en dólares se desviara demasiado del nivel de resistencia, lo cual obligaba a que hubiera coordinación entre la políticas fiscal y cambiaria de modo que el tipo de cambio nominal creciera a un ritmo parecido al del gasto nominal.

² Cavallo, Domingo y Angel Peña, “Gasto Público y Tipo de Cambio,” Novedades Económicas No. 40, abril de 1984.

El gasto público en dólares en la actualidad

Si repitiéramos el ejercicio de Cavallo y Peña empezando desde 1997 con los datos anuales de gasto público consolidado que publica el Ministerio de Hacienda, obtendríamos lo que muestra el Gráfico 1.³ Las cifras están expresadas en dólares y PBI real constantes de 2019. Esto significa que los bastones no miden lo que el sector público gastó efectivamente en cada año sino lo que hubiera gastado si los precios en dólares en EEUU y el PBI real de Argentina fuesen iguales a los de hoy. Por ejemplo, en 1997, el gasto en dólares corrientes fue 89 mil millones. Pero como el PBI real de Argentina y los precios al consumidor en EEUU crecieron 45% y 40%, respectivamente, esa cifra equivale hoy a los 205 mil millones que muestra el gráfico.

GRAFICO 1



A pesar de lo corto del período muestral, el gráfico sugiere que, efectivamente, hay un nivel de resistencia o retorno del gasto público en dólares que, en la actualidad, es de unos 200 mil millones de dólares. Esta cifra es muy cercana al promedio de la segunda mitad de la Convertibilidad (1997-2001) y apenas superior a la que el gobierno nacional proyecta para este año (194 mil millones, aunque probablemente termine siendo 200 mil millones). Usando esta vara, se puede concluir que el tipo de cambio real (en adelante, TCR) estuvo sobrevaluado entre 2011 y 2017, años en los que el gasto público consolidado (en adelante, GUSD) excedió apreciablemente los 200 mil millones de dólares, pero no entre 1997 y 2001.

Otra cosa que muestra el gráfico es que el TCR estuvo muy subvaluado de 2002 a 2008. Como se argumenta más adelante, la subvaluación del peso durante la mayor parte de la década pasada es un fenómeno raro, no sólo en Argentina sino en la mayoría de las

³ Al momento de escribir este artículo, la serie de gasto consolidado del Ministerio de Hacienda llegaba hasta 2015. La actualización a 2019 fue hecha usando las variaciones del Gasto del Gobierno General que publica el FMI en la edición de abril 2019 del World Economic Outlook (WEO).

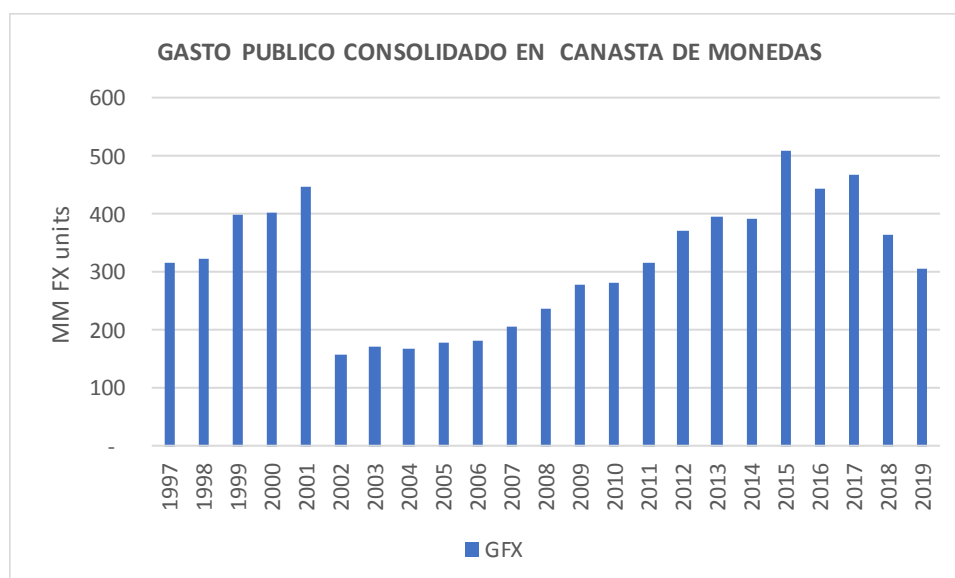
economías del mundo. Tras desplomarse en 2002 debido a la mega devaluación provocada por la pesificación de los activos y pasivos en dólares pos-Convertibilidad, GUSD creció gradual pero pertinazmente hasta alcanzar 323 mil millones de dólares en 2015, año a partir del cual GUSD empezó a bajar retornando al nivel de aparente equilibrio en el que se encuentra ahora.

Que el peso estuvo sobrevaluado en 2011-2015 es obvio porque, en esos años, hubo desdoblamiento cambiario, con la cotización del dólar paralelo entre 26% y 61% por encima del tipo de cambio oficial, según los años. Mucho menos obvio es que el peso no haya estado sobrevaluado en los tres años previos al fin de la Convertibilidad y sí lo haya estado durante los tres años siguientes a la unificación y flotación cambiaria de diciembre de 2015.

Canasta de monedas

La sorpresa con respecto al primero de los temas mencionados desaparece cuando advertimos que GUSD usa el tipo de cambio nominal bilateral, es decir, del dólar estadounidense, como deflactor del gasto, en vez del multilateral (canasta de monedas). Si utilizáramos este último, debidamente multiplicado por el índice promedio ponderado de los precios externos de los socios comerciales de Argentina, obtendríamos un resultado algo diferente, que es el que aparece en el Gráfico 2. La nueva serie, que denominamos GFX, representa el gasto público en moneda extranjera, es decir, en unidades de una canasta de monedas cuyo valor es igual a un dólar en 1997 y, a partir de ahí, recoge las variaciones del precio del dólar con respecto a las demás monedas extranjeras relevantes para el comercio internacional de la Argentina—incluido, naturalmente, el real brasileiro, que tiene una ponderación muy importante en este último.

GRAFICO 2



Al hacer esta corrección, queda en evidencia que, efectivamente, hubo sobrevaluación cambiaria en 1999, 2000 y 2001—principalmente debido a la depreciación del real brasileño y el euro frente al dólar—pero no en 1997 ó 1998. En cambio, la conclusión de que el peso estuvo sobrevaluado en 2016, 2017 y 2018 no se altera. Este último resultado desafía la sabiduría convencional de que la moneda nacional de un país como la Argentina sólo puede estar sobrevaluada si el banco central fija el tipo de cambio nominal o lo controla en un nivel inferior al que tendría si lo dejara flotar libremente. En rigor, la unificación del tipo de cambio y la flotación del peso introducidas en diciembre de 2015 no impidieron que el peso se apreciara en forma insostenible porque el gobierno mantuvo el gasto en un nivel muy alto y financió el elevado déficit fiscal resultante vendiéndole al BCRA dólares obtenidos en el mercado internacional a cambio de pesos y, en menor medida, pidiéndole pesos prestados al propio BCRA, lo cual provocó una expansión monetaria incompatible con la estabilidad del tipo de cambio nominal a largo plazo.

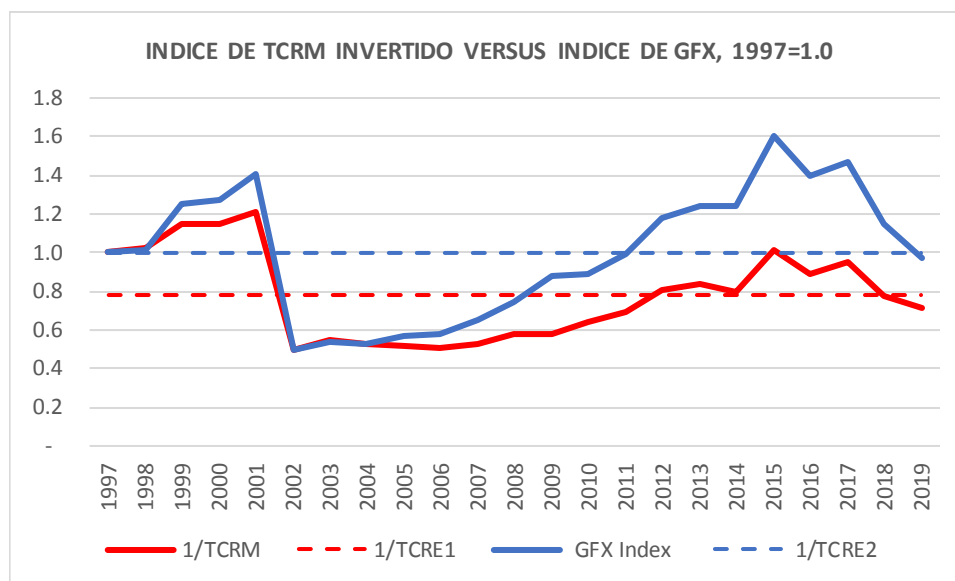
Otro dato importante que surge del Gráfico 2 es que el nivel de equilibrio o resistencia del gasto público consolidado es de alrededor de 300 mil millones de la unidad monetaria virtual definida anteriormente. La diferencia entre 200 mil millones de dólares y 300 mil millones de esa unidad se explica por la fuerte apreciación que tuvo el dólar frente a las demás monedas, especialmente a partir de 2014. Finalmente, el uso del tipo de cambio multilateral en lugar del bilateral no altera la conclusión de que hoy el TCR se encuentra en equilibrio.

Comparación con el índice usual de tipo de cambio real

El índice de TCR más comúnmente utilizado por los analistas es el multilateral o efectivo (en adelante, TCRM) que, en nuestro país es calculado diariamente por el BCRA. El FMI lo invierte para que la suba del índice indique apreciación real y viceversa y, generalmente, lo compara con el promedio de una serie histórica para estimar si la moneda local está sobrevaluada o subvaluada en términos reales y efectivos.

La aplicación de este procedimiento a nuestra serie histórica arroja el resultado que muestran las dos líneas rojas del Gráfico 3, donde la línea horizontal quebrada es el promedio de la serie. Al usar la media de $1/TCRM$ como referencia, el FMI equipara a esta última con el nivel de equilibrio de $1/TCRE1$.

GRAFICO 3



Según este criterio, el peso estuvo más sobrevaluado, en promedio, durante los cinco años previos a la devaluación que puso fin a la Convertibilidad que en el período que va de 2015 a 2018, y hoy se encuentra ligeramente subvaluado. Esto contrasta con lo que muestran las líneas azules, donde la línea sólida es un índice base 1997=1.0 construido a partir de GFX y la línea quebrada es el valor base, es decir 1.0. La brecha entre ambas indica que el pico de sobrevaluación real se alcanzó en 2015 y no en 2001. Obviamente, la base de comparación (promedio de la serie versus valor inicial) explica la diferencia, pero no es la única explicación. Tanto la pendiente como los movimientos de la línea roja son más suaves que los de la línea azul porque esta última usa el gasto público nominal como deflactor del tipo de cambio real mientras que la roja usa el índice de precios al consumidor (IPC) de Argentina. Claramente, el gasto nominal se expandió y fluctuó más que los precios internos.

Nuestra preferencia por el índice GFX para estimar si el peso está sobrevaluado o subvaluado en términos reales se basa en el mismo argumento esgrimido por Cavallo y Peña en 1984, esto es, que el nivel de referencia o equilibrio del TCR no es arbitrario sino que resulta de un dato empírico, a saber el retorno recurrente del gasto público en moneda extranjera a un nivel determinado. Si no fuera por la exagerada subvaluación del peso que hubo de 2002 a 2008, la media muestral del TCRM sería un valor de referencia o equilibrio razonable porque reflejaría la normalidad. Pero lo que sucedió en 2002-2008 no es normal y es difícil que se vuelva a repetir.

El consenso entre los economistas es que el TCR no es una variable que el gobierno pueda manipular a su antojo. Esto es así porque, si bien el banco central puede controlar el tipo de cambio nominal acumulando reservas cuando las condiciones externas son favorables, ni el banco central ni el resto del gobierno pueden controlar los precios

internos cuando éstos son libres, que es lo que pasa en condiciones normales. Intervenir en el mercado cambiario para que el tipo de cambio nominal no baje, como ocurrió entre 2002 y 2008, aumenta la oferta de dinero y, por lo tanto, infla los precios internos haciendo que el TCR disminuya y la subvaluación real desaparezca. La razón por la cual, en Argentina, este proceso se dio con una lentitud atípica en el período mencionado es triple: (a) la existencia de una gran capacidad productiva ociosa, que permitió aumentar la producción sin trasladar el aumento de la demanda agregada a los precios (b) el uso de retenciones y trabas cuantitativas a las exportaciones para reducir el precio interno de los alimentos y la energía; y (c) el control directo de precios que aplicó el gobierno en muchos sectores, particularmente el de servicios públicos, cuyas tarifas fueron congeladas.⁴

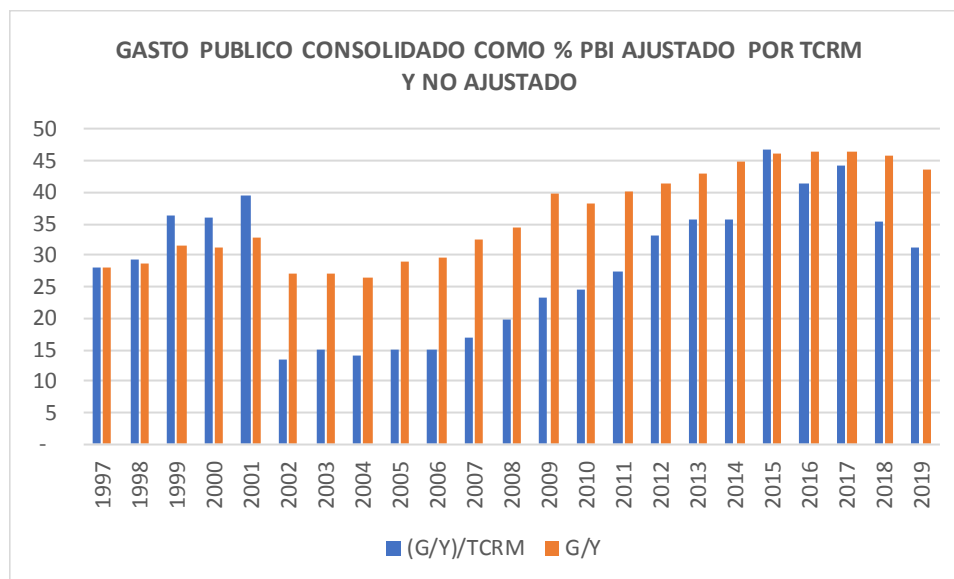
En resumen, la razón que nos lleva a elegir el índice GFX con base en 1997 es que la subvaluación forzada del peso entre 2002 y 2008 tira abajo el promedio de la serie histórica $1/TCRM$ y, por ende, sobrestima el nivel normal o de equilibrio del TCRM que habría habido si ese hecho anormal no hubiese ocurrido.

Comparación con la serie de gasto público como proporción del PBI

Así como TCRM es la serie más comúnmente utilizada por los analistas para medir el TCR, la serie más frecuentemente utilizada para medir la carga del sector público sobre la economía es el Gasto Público Consolidado como % del PBI (en adelante, G/Y). Esta variable, representada por los bastones anaranjados del Gráfico 4, fue 28% en 1997, subió a 33% en 2001 (debido al aumento del costo de la deuda y la caída del producto real), bajó levemente a 26.6% en 2004 (debido a la recuperación del producto, pero también a la suspensión del pago de la deuda y la licuación del gasto primario provocado por el aumento de la inflación), y creció explosivamente a partir de ahí hasta alcanzar un pico de 46.5% en 2016. Aunque desde entonces G/Y ha estado bajando, el nivel sigue siendo extraordinariamente alto (43.7%), sólo comparable al de unas pocas economías del mundo, la mayoría de ellas avanzadas, con excepción de Brasil.

⁴ Para una explicación más detallada, véase Cavallo, Domingo y Joaquín Cottani, "Distorting the Micro to Embellish the Macro: The Case of Argentina", Occasional Paper 77, Group of Thirty, Washington DC (2008).

GRAFICO 4



Como se dijo anteriormente, G/Y representa el peso del gasto público sobre la economía como un todo mientras que GFX representa la carga sobre el sector de transables. Para expresar ambos índices en la misma unidad de medida de modo que resulten comparables, debemos hacer una simple transformación algebraica. Recordemos que GFX es el gasto en pesos nominales dividido por el producto de tres factores: el tipo de cambio nominal multilateral, el índice promedio de los precios al consumidor de nuestros socios comerciales, y un índice del PBI real doméstico. Dividiendo el numerador y el denominador por el IPC de Argentina, nos queda el gasto público real en el numerador y TCRM en el denominador. Reemplazando el índice de PBI real por el valor absoluto de este último y convirtiendo a TCRM en un número índice base 1997=1.0, el resultado es el cociente entre (G/Y), por un lado, y TCRM, por el otro. Esta es la variable representada por los bastones azules del Gráfico 4 que, como se observa, tiene la misma forma que el Gráfico 2.

La comparación entre ambas series revela que: (a) el peso del sector público fue inferior para los bienes y servicios transables que para el promedio de la economía en todos los años de la serie salvo 1999, 2000, 2001 y, en menor medida, 2015; (b) tras alcanzar un máximo en 2002, la brecha en favor de los transables disminuyó gradualmente en los años siguientes hasta desaparecer por completo en 2015, antes de empezar a recuperarse nuevamente en 2016; y (c) la carga fiscal normal que soporta el sector de transables (el valor de retorno o resistencia medido como porcentaje del PBI sectorial) es 25%-30%, siendo el valor proyectado para el año en curso 31%, o sea, muy cercano al límite superior del rango. Los supuestos subyacentes son: (a) que la carga fiscal nominal se distribuye uniformemente entre los dos sectores, lo que implica que la carga real depende del precio relativo entre ambos bienes; y (b) que el año base del TCRM es 1997, al que

consideramos de equilibrio por la razón indicada anteriormente. Va de suyo que, si el sector de transables soportó relativamente menos la carga fiscal en la mayoría de los años del período muestral, el sector de no transables, sobre todo el que opera en la economía formal y no evade impuestos, la soportó más.

Relevancia de las conclusiones anteriores

La pregunta que debemos hacernos es si sirve de algo que el gasto público haya bajado mucho en moneda extranjera pero poco como proporción del PBI. Si comparamos el año en curso con 1997, encontramos que el gasto público en moneda extranjera es aproximadamente el mismo pero, como proporción del PBI, es 15 puntos porcentuales más alto. La diferencia es el valor del TCRM, que es 40% mayor que el que el que había en 1997. La depreciación endógena del TCR entre 1997 y 2019 es el subsidio implícito que el sector de transables recibió del resto de la economía para compensar la distorsión que supone un nivel de gasto público tan alto como el que existe actualmente en la Argentina.

En ese sentido, que la carga fiscal sobre el sector transable haya disminuido como porcentaje del PBI sectorial (de 46% a 31%) es una buena noticia, pero sólo “hasta por ahí nomás.” Significa que el TCR ha dejado de estar atrasado y que, este año, el peso del sector público sobre el sector exportador y sustituidor de importaciones va a ser el más bajo de los últimos nueve años. Pero, dado que la carga sobre la economía como un todo es apenas inferior que la que había en 2015, la contrapartida es una mayor presión sobre el sector no transable formal. Dado que este último emplea mucha más gente que el primero, la mayor presión fiscal que soporta redundará en una menor capacidad de generar trabajo y ofrecer buenos salarios, lo que explica el malestar social que existe actualmente.

Otra forma de decir lo mismo es que, si bien el valor actual del peso es de equilibrio, está subvaluado con respecto al que tendría si imperaran reglas de juego más eficientes como las que había en 1997, incluido un nivel de gasto muy inferior como porcentaje del PBI. Visto así la marcada depreciación real del peso (30% de 1997 a 2019) representa un significativo deterioro en la calidad de vida del argentino promedio, que debería ser evidente para todos aquellos que recuerdan cómo se vivía en Argentina en 1997.