



**RedNHE**

Red Nacional de  
Investigadores  
en Economía

# Indexación y Financiamiento Inflacionario: el Caso de la Movilidad Jubilatoria

**Mauro Falcone (UBA)**

DOCUMENTO DE TRABAJO N° 301

Febrero de 2024

Los documentos de trabajo de la RedNIE se difunden con el propósito de generar comentarios y debate, no habiendo estado sujetos a revisión de pares. Las opiniones expresadas en este trabajo son de los autores y no necesariamente representan las opiniones de la RedNIE o su Comisión Directiva.

The RedNIE working papers are disseminated for the purpose of generating comments and debate, and have not been subjected to peer review. The opinions expressed in this paper are exclusively those of the authors and do not necessarily represent the opinions of the RedNIE or its Board of Directors.

**Citar como:**

**Falcone, Mauro (2024). Indexación y Financiamiento Inflacionario: el Caso de la Movilidad Jubilatoria. Documento de trabajo RedNIE N°301.**

**INDEXACIÓN Y FINANCIAMIENTO INFLACIONARIO:  
EL CASO DE LA MOVILIDAD JUBILATORIA**

Mauro Falcone

Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires

maurofalcone1996@gmail.com

**Resumen**

El siguiente trabajo discute las principales formas de financiamiento del sector público a partir de la generación o de la presencia de inflación. Se hace foco en el financiamiento del fisco, particularmente, a partir de la erosión de los haberes reales del sistema seguridad social. Si bien éstos se rigen a partir de la fórmula de movilidad previsional, que implica un mecanismo de indexación para proteger a los beneficiarios, la imperfección de esta herramienta en un contexto inflacionario permite cierto ahorro fiscal para el sector público por distintas razones. La explicación y desarrollo de éstas es el aporte principal de este trabajo.

# Contenido

Introducción .....	3
Inflación como herramienta de financiamiento.....	4
Indexación.....	5
El caso del fisco .....	6
Movilidad previsional .....	8
Erosión de los haberes reales .....	10
Pérdida dentro del período de ajuste: sobre la periodicidad de éste y la inflación.....	12
Pérdida en el nivel del haber: sobre la inflación creciente y el rezago .....	15
Conclusión .....	17
Bibliografía .....	19

## Introducción

Los efectos de la inflación en el financiamiento del sector público han sido ampliamente discutidos, por lo que su literatura es abundante. Por un lado, se encuentran los efectos negativos de la inflación sobre la recaudación real a partir de rezagos en la recolección y disposición de tributos. Por otro lado, se encuentran los efectos positivos de la inflación sobre el financiamiento del sector público, tanto por el uso de ésta como un impuesto como por la erosión del gasto público. En estos aspectos se centra este trabajo.

En la literatura sobre financiamiento inflacionario se hace referencia, principalmente, al llamado impuesto inflacionario y a la erosión del valor real del stock de deuda del fisco. Sin embargo, en regímenes de inflación moderada y alta inflación, los agentes económicos recurren a herramientas que los protejan de estos mecanismos de financiamiento del sector público. Con respecto al impuesto inflacionario, el agente intenta poseer en su cartera la menor cantidad posible de dinero que no devenga interés. Por su parte, con respecto a licuación del valor de las deudas, los agentes buscan indexar éstas a índices, principalmente ligados a la inflación.

De todos modos, la indexación no es perfecta, dado que ésta tiene costos y limitaciones con respecto a la tecnología. Si bien el mecanismo de indexación se torna cada vez más importante en contextos de alta inflación, y por lo tanto se busca mejorarlo en pos de proteger al acreedor, es imposible que éste no vea su canasta de consumo alterada en un contexto de inflación y dispersión de precios relativos. Este es el punto central de este estudio.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En principio se detallan las principales formas de financiamiento del fisco a partir de la presencia de inflación. Luego se presenta la fórmula de movilidad previsional, en la que se basa este estudio, al ser el mecanismo de indexación más relevante para el fisco. Por último, el apartado final detalla las razones por las cuales, a pesar de esta herramienta de protección de los haberes otorgados por el sistema de seguridad social, la presencia de inflación genera una pérdida del valor real de éstos.

## Inflación como herramienta de financiamiento

La literatura sobre la inflación como herramienta de financiamiento del estado es abundante y ha sido ampliamente desarrollada alrededor de la década del '70<sup>1</sup>. En general, los autores suelen referirse al financiamiento inflacionario cuando existe una pérdida del valor real de los pasivos de un gobierno denominados en términos nominales. Este trabajo se centra en las potenciales ganancias de la inflación en el balance del sector público, por lo que efectos contrarios, como el Olivera-Tanzi<sup>2</sup>, no son tenidos en cuenta. Es importante aclarar este punto, ya que si un policy maker tuviera que elegir el nivel óptimo de inflación para maximizar la recaudación debería tener en cuenta tanto los efectos positivos de la inflación en el presupuesto público como los efectos negativos<sup>3</sup>.

Retomando la discusión sobre el financiamiento inflacionario, por un lado, diversos autores han desarrollado el concepto del llamado impuesto inflacionario. Este funciona a partir de la creación de dinero que genera inflación y reduce el poder adquisitivo de aquellos que tienen dinero en su portafolio, siendo éste un pasivo del Banco Central. El punto clave del dinero es que no devenga interés, por lo que sus tenedores no tienen mecanismos para protegerse de la inflación, aun si no fuera sorpresiva, más que adquirir otros activos. Al reducir el poder de compra de los tenedores de los billetes (en general los residentes del país) y mejorar el balance del Banco Central, es que se lo considera un impuesto.

Por otro lado, si la deuda del fisco, u otros contratos de éste, se encuentran denominados en términos nominales, entonces una sorpresa inflacionaria lograría reducir el valor real de ésta. Si se piensa la tasa de interés nominal requerida para una inversión en bonos estatales<sup>4</sup> a partir de la ecuación de Fisher<sup>5</sup>, una inflación por encima de la esperada por los inversores llevaría a una tasa real negativa de la deuda del fisco. Esto aliviaría sus servicios de deuda, sumado a que el capital, denominado en moneda local, se vería también disminuido en términos reales. Barro (1983) reconoce que este mecanismo de financiamiento inflacionario puede ser superior en términos cuantitativos al impuesto inflacionario.

---

<sup>1</sup> Para un acotado, pero detallado review, puede consultarse Barro (1983)

<sup>2</sup> El efecto Olivera-Tanzi trata los efectos negativos de la inflación en la recaudación tributaria cuando existe un desfase entre el cobro de impuestos y la disponibilidad de los recursos por parte del Estado para ser gastados (Olivera, 1967; Tanzi, 1977).

<sup>3</sup> Ver Tanzi (1978).

<sup>4</sup> O la rentabilidad de cualquier contrato de venta de bienes o servicios al Estado.

<sup>5</sup>  $1 + i_t = (1 + r_t) * (1 + \pi^e_{t-1})$

Estas medidas pueden resultar tentadoras para distintos países, particularmente aquellos en desarrollo o emergentes, si encuentran dificultades para recaudar recursos por distintas razones. Entre éstas pueden encontrarse una base tributaria que imposibilita altas tasas impositivas, ineficiencia por parte de la administración pública para lograr altos niveles de recaudación, o altos costos políticos derivados de alzas en las tasas impositivas (Tanzi, 1978). Asimismo, se suele considerar una ventaja que la inflación como herramienta de financiamiento no tiene una fase de discusión parlamentaria (Bucacos, 2003), por lo que se considera un impuesto no legislado<sup>6</sup>.

De esta manera, siguiendo a Walsh (2017), la restricción presupuestaria del sector público consolidado es la siguiente:

$$G_t + i_{t-1}B_{t-1} = T_t + (B_t - B_{t-1}) + (H_t - H_{t-1})$$

En donde  $G_t$  es el gasto del estado en el período  $t$ ,  $i_{t-1}B_{t-1}$  son los intereses del stock de deuda estatal del período  $t-1$  a partir de la tasa de interés pactada en  $t-1$  y a pagar en  $t$ ,  $T_t$  son los impuestos recaudados en  $t$ ,  $B_t - B_{t-1}$  es la toma de nueva deuda en el período  $t$ , y  $H_t - H_{t-1}$  es el financiamiento monetario (aumento de base monetaria). Es así que el sector público puede financiarse con inflación a partir de un aumento en la base monetaria ( $H_t - H_{t-1}$ ) y una  $i_{t-1}$  pactada con una expectativa de inflación menor a la vista en el período  $t$ .

## Indexación

En escenarios de alta o moderada inflación se desarrollan mecanismos que buscan evitar la pérdida de poder adquisitivo ante aumentos en los precios, por lo que es más difícil que el estado pueda licuar sus pasivos a partir de la existencia de inflación. Como se nombró anteriormente, con respecto al impuesto inflacionario sobre saldos en dinero, la solución es simplemente no tener dinero. Por lo tanto, la recaudación de impuesto sobre saldos monetarios por parte del Estado depende del grado de sustitución que otros activos tengan frente al dinero, y de los controles y regulaciones que el Estado pueda poner en marcha para obligar a los agentes a poseer dinero (Nichols, 1974).

En países con una importante historia de inflación, los agentes suelen tomar decisiones extremadamente racionales para evitar la tenencia de activos que no devengan interés. En línea con esto, la tecnología ha permitido la creación de activos que logran cumplir aceptablemente la

---

<sup>6</sup> Aunque esto no quita el proceso de rendición de cuentas al que podría enfrentarse el Banco Central si se desviara de una meta de inflación en determinados regímenes monetarios.

función principal del dinero (ser medio de cambio) y que hasta cumplen mejor otras de sus funciones (ser reserva de valor) que el propio dinero impreso por la autoridad monetaria. Estos activos son altamente utilizados en países con regímenes de inflación moderada y alta, como es la Argentina.

## **El caso del fisco**

En este punto se deja de lado la discusión sobre el impuesto sobre saldos de dinero, y se lleva el foco de estudio a la pérdida de capital de las deudas del fisco. Es decir, el término  $(H_t - H_{t-1})$  de la restricción presupuestaria ya no es el relevante para esta discusión de los efectos de la inflación en el financiamiento.

El mecanismo que toma lugar para proteger saldos ante la inflación es la indexación en los contratos. En países con un régimen de inflación fuertemente instalado, la indexación aparece en prácticamente todos los contratos, tanto públicos como privados: salarios y otros haberes, alquileres, comisiones, deudas, etc. Como indica Frenkel (1989), el contrato indexado es simplemente una sucesión de contratos nominales de menor extensión: *“Cuando la economía experimenta el aumento de la tasa de inflación, acortar la extensión de los contratos nominales es un recurso que tiende a compensar el aumento de la incertidumbre. Contratos de extensión más reducida permiten revisar las decisiones y convenios de precio con mayor frecuencia. Cuanto más alta es la inflación, mayor es la preferencia por esa flexibilidad”*.

Para el fisco son particularmente importante dos formas de indexación de estos contratos. Una de ellas es la indexación de la deuda, por lo que se centra en el término  $i_{t-1}B_{t-1}$  de la restricción presupuestaria. La emisión de instrumentos de deuda en moneda local en los últimos años se ha visto ampliamente ligada a la utilización de tasas variables, principalmente letras y bonos CER y Dólar Linked<sup>7</sup>, siendo los primeros atados a un coeficiente que sigue los precios al consumidor y los segundos atados al tipo de cambio oficial. Esto evita las potenciales ganancias del estado a partir de una sorpresa inflacionaria, a partir de la actualización del capital y el cálculo de los intereses de sobre el capital actualizado y no sobre el valor nominal.

---

<sup>7</sup> Deuda Bruta de la Administración Central en poder del Sector Privado (Excluye Deuda Elegible Pendiente de Reestructuración): 63% en Dólares, 3,8% en Euros, 6% en Dólar Linked, 20,4% en Pesos ajustables por CER, 6,7% en Pesos y 0,1% en Otros. Según informe de MECON sobre Deuda de la Administración Central, III Trimestre 2022.

La segunda forma importante de indexación para el fisco, y la que interesa particularmente para este estudio, es la indexación de gastos, por lo que interesa el término  $G_t$  de la restricción presupuestaria. Haciendo foco en el gasto corriente, puede tenerse en cuenta, por un lado, la negociación de salarios de empleados públicos<sup>8</sup>, y por otro lado, la fórmula de movilidad previsional. Esta última es la responsable de ajustar los haberes de distintas prestaciones sociales (jubilaciones, pensiones, asignaciones, etc), las cuales representan alrededor de la mitad del presupuesto nacional.

Si bien la indexación aparece como una herramienta de protección frente a la inflación, ésta no es perfecta cuando se trata de ajustar saldos que se pagan periódicamente, como salarios y haberes previsionales. Por más que los ajustes se realicen seguido, no es posible realizar los ajustes con el fin de que el acreedor no pierda absolutamente nada de su poder adquisitivo.

Esto sucede, por un lado, porque el proceso de indexación, como todo proceso, tiene su costo. Por ejemplo, realizar ajustes de saldos diarios requeriría que distintas personas trabajen todos los días en la estimación del aumento a realizar, aprueben su ejecución y realicen las acciones necesarias para que el acreedor reciba todos los días un saldo distinto. Esto puede ser simplemente demasiado costoso para algunas organizaciones, por lo que es posible que los ajustes no se realicen tan frecuentemente, lo que, como se detallará más adelante, es perjudicial para el acreedor y beneficioso para el deudor.

Por otro lado, la tecnología también es un limitante a la hora de estimar los ajustes a realizar. El INDEC publica (de forma relativamente veloz) el dato de inflación mensual dos semanas luego de que el mes finalice, usualmente el día 14 del mes siguiente. Esto implica que, si se buscara ajustar saldos a la variación del costo de la canasta utilizada en el IPC, siempre se contaría con cierto rezago frente a la dinámica inflacionaria reciente, lo que perjudicaría al acreedor ante una inflación creciente<sup>9</sup>.

Asimismo, puede que el acreedor quisiera ajustar sus saldos a partir de una canasta distinta a la del consumidor medio, o que esta última canasta (la del IPC) simplemente no haya sido modificada frente a las tendencias de consumo actual. De este modo, aún si el acreedor viera su

---

<sup>8</sup> Si bien los salarios públicos no representan una porción insignificante del presupuesto público nacional, tampoco representan las partidas más importantes, como sí pueden hacerlo en los presupuestos de otros niveles de la administración pública.

<sup>9</sup> Si bien 14 días no parece ser un período largo de tiempo, ante un surgimiento de hiperinflación sí lo es.

saldo actualizado periódicamente por la variación del IPC del último día, puede que estaría perdiendo poder adquisitivo frente a la canasta de consumo que él prefiere, dado la dispersión de precios relativos característica de un régimen de alta inflación. El problema en este punto, al igual que antes, es que puede que sea demasiado costoso para una entidad organizar la indexación de cada acreedor a partir de las preferencias de consumo de cada uno.

Los anteriores puntos ilustran el simple hecho de que la indexación no es perfecta. Si bien el otorgamiento de ajustes ante variaciones en los precios protege al acreedor, no evitan completamente la erosión de sus saldos reales frente a su canasta de consumo. Las distintas formas por las que la indexación no es perfecta y por lo tanto no logra proteger completamente al acreedor se detallarán más adelante, a partir de la introducción de una herramienta de indexación concreta: la movilidad previsional.

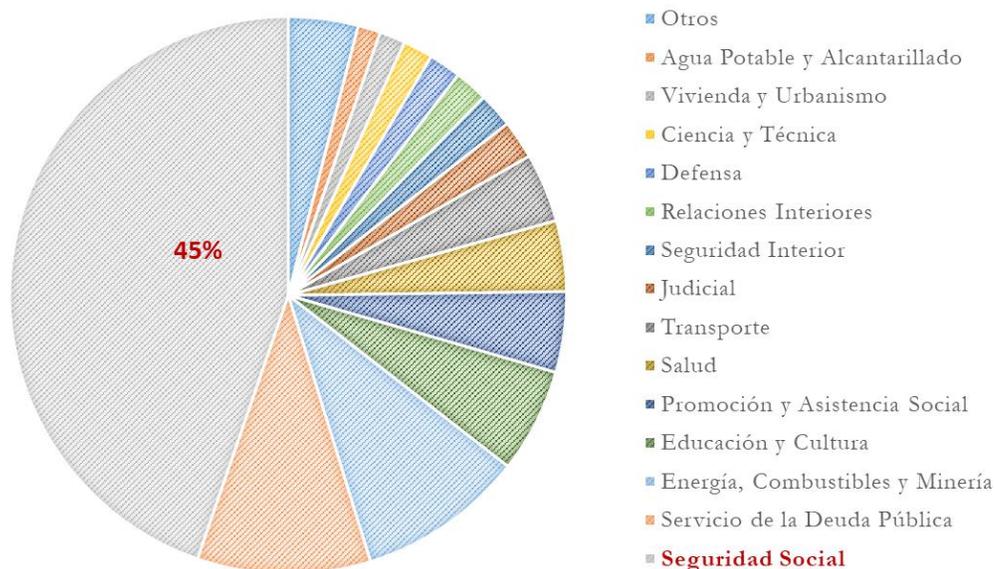
## **Movilidad previsional**

La movilidad previsional o jubilatoria es, probablemente, el mecanismo de indexación más importante para el fisco. Ésta es la encargada de ajustar en el tiempo el valor de distintas prestaciones otorgadas por sistema de seguridad social nacional, entre las que se encuentran jubilaciones y pensiones del régimen general y de algunos regímenes especiales, la mayoría de las Asignaciones Familiares, Pensiones No Contributivas, el monto máximo de Seguro por Desempleo, Prestaciones por Invalidez, Pensión Universal para el Adulto Mayor (PUAM), prestaciones bajo el Programa Nacional de Reparación Histórica y la Pensión para Ex Combatientes de Malvinas.

El sistema de seguridad social representa una parte importantísima de las finanzas públicas nacionales. El 45% del crédito del Presupuesto Nacional (año 2023) se encuentra bajo la función Seguridad Social (Ver Ilustración N°1), cuya mayoría de sus prestaciones se encuentran regidas por la movilidad jubilatoria. Si bien algunos programas sociales poseen cierta discrecionalidad en sus montos y sus beneficiarios, la mayoría de las prestaciones provienen de leyes y, en el caso de las jubilaciones y pensiones, también de derechos adquiridos por éstas. Por lo tanto, la mayoría de los beneficiarios del sistema de seguridad social suele ser relativamente estable y seguir tendencias demográficas, las cuales evidencian cambios lentos. Por esta razón, en el corto plazo

el gasto en el sistema de seguridad social varía principalmente por el valor de los haberes<sup>10</sup>, cuya variación depende de la movilidad. En esta cuestión radica la importancia de la movilidad jubilatoria para las finanzas públicas y el presupuesto.

### 1. Presupuesto Nacional 2023 según función



*Elaboración propia en base a datos de MECON*

La historia reciente de la movilidad jubilatoria comienza con la promulgación en octubre del 2008 de la Ley 26.417, la cual le sigue al período de convertibilidad<sup>11</sup> y los primeros años de la posconvertibilidad (Ver Ilustración N°2). Este segundo período se vería caracterizado por aumentos discrecionales de la jubilación mínima y el congelamiento nominal de tramos medios y superiores, en un contexto de resurgimiento de la inflación. Los aumentos dictados por la Ley 26.417 se ajustaban de forma semestral en base a las variaciones de salarios y de recaudación tributaria. La nueva fórmula de movilidad jubilatoria (Ley 27.426) de diciembre del 2017 dictaría los aumentos de los años 2018 y 2019, ahora de forma trimestral y en base a variaciones salariales y del IPC. En diciembre de 2019, la Ley 27.541<sup>12</sup> suspendía la movilidad jubilatoria, y llevaba al otorgamiento de aumentos discrecionales durante el 2020 mediante Decretos. En marzo del 2021 comenzarían a regir los aumentos en base a la nueva fórmula de movilidad (Ley 27.609),

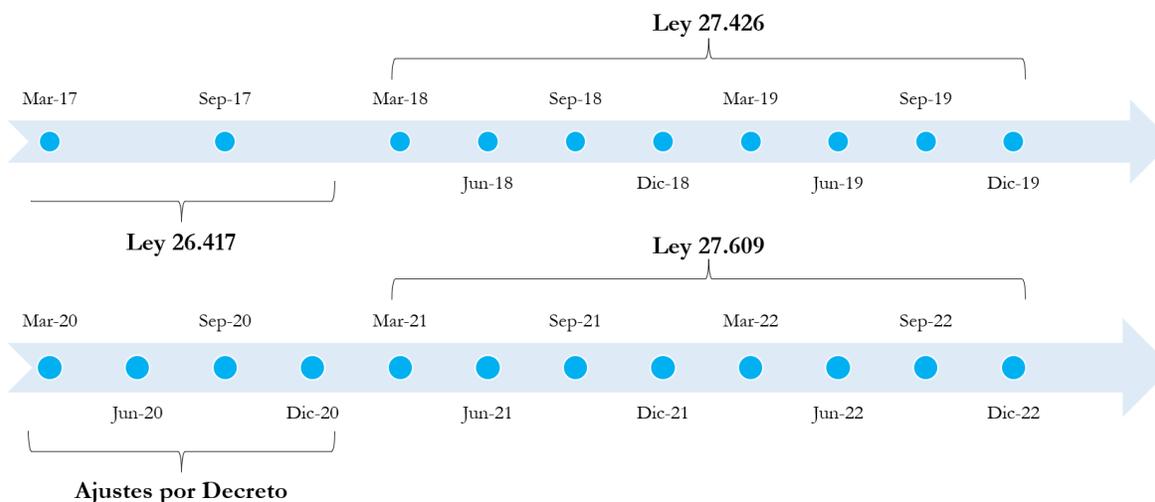
<sup>10</sup> Aunque también a la discrecionalidad de la administración gubernamental a la hora de otorgar beneficios extraordinarios (como bonos) para no enfrentar los costos políticos de una baja en los haberes.

<sup>11</sup> La Ley de Convertibilidad (23.928) prohibía explícitamente cualquier mecanismo de indexación.

<sup>12</sup> Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Emergencia Pública.

siendo muy similar a la fórmula del 2008, pero continuando con los aumentos trimestrales introducidos por la fórmula del 2017.

## 2. Fórmulas de movilidad previsional



*Elaboración propia en base a datos de INFOLEG*

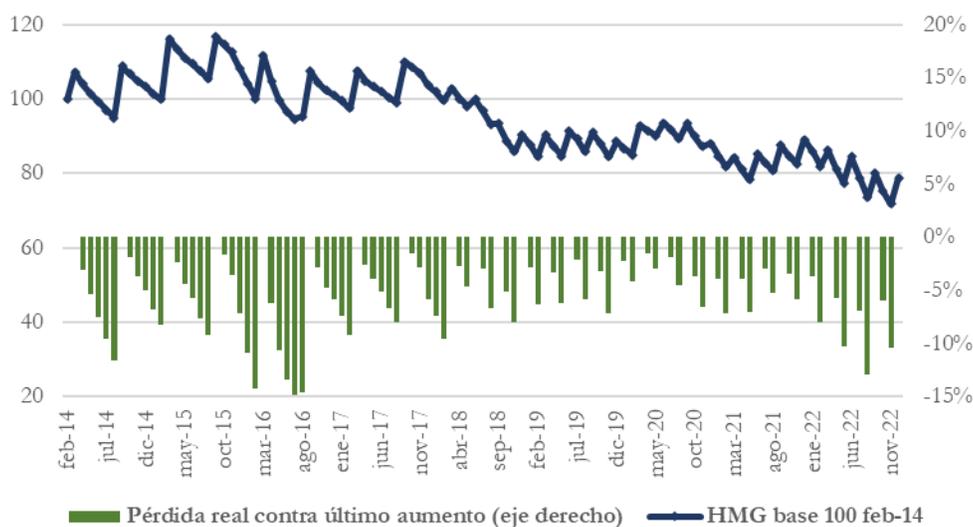
## Erosión de los haberes reales

Como se nombró anteriormente, la movilidad jubilatoria es uno de los mecanismos que se introducen en economías con inflación. En este caso lo que se busca resguardar es el poder adquisitivo de los distintos haberes anteriormente nombrados. Según Rofman (2020): “[...] un buen esquema de actualización es aquel que mantiene el valor de los beneficios luego que estos fueron otorgados, con el objetivo de proteger a los beneficiarios y darle previsibilidad al sistema, y eso implica que los beneficios no deben perder su valor real [...]”.

Sin embargo, los haberes recuperan poder adquisitivo cuando éstos son ajustados, pero, dado que el proceso inflacionario es constante, éstos comienzan a perder valor nuevamente hasta que vuelvan a ser actualizados. Esto es lo que genera que la serie de, por ejemplo, el Haber Mínimo Garantizado en términos reales<sup>13</sup> tenga una dinámica con forma de serrucho (Ver Ilustración N°3).

<sup>13</sup> La serie de inflación que se utiliza para deflactar el HMG es un empalme entre el IPC CABA y el IPC Nacional INDEC. Es necesario también nombrar que no se están teniendo en cuenta los bonos otorgados en conjunto con los haberes para los tramos más bajos. Si bien determinan la cantidad de dinero gastada por el estado, no corresponden a todos los tramos de haberes y por lo tanto a todos los beneficiarios, y tampoco cambian el análisis y las conclusiones que surgen del trabajo. Esto es así ya que representan accionar político discrecional, mientras que el haber dictado por la fórmula de movilidad es el resultado directo de la indexación legislativa.

### 3. Evolución de Haber Mínimo Garantizado a \$ constantes y pérdida del haber



*Elaboración propia en base a datos de MECON, INDEC y CABA*

Como indica Frenkel (1989), y se mencionó anteriormente, la indexación no es más que contratos nominales de menor extensión. La pérdida de poder adquisitivo del haber antes de ser ajustado no es más que la pérdida de un pasivo cuya denominación es nominal durante un corto período de tiempo. En el caso de la mayoría de los haberes previsionales y de protección social, desde 2018 (Ley 27.426) ese corto período de tiempo es de 3 meses. La diferencia que tienen otras deudas, como la emisión de títulos públicos o salarios a partir de negociaciones colectivas, con la indexación de contratos es que esta última se realiza a partir de valores pasados de un índice, mientras que las negociaciones de salarios y la inversión en títulos públicos puede tener un componente de expectativas sobre la inflación futura en la negociación. Por lo tanto, para poder licuar salarios públicos o el stock deuda y sus intereses, es necesario una sorpresa inflacionaria. Mientras que para licuar haberes indexados es simplemente necesario que haya inflación.

Naturalmente, y desde un punto de vista meramente financiero<sup>14</sup>, la puja entre el valor del haber y el costo de los programas de seguridad social es un juego de suma cero: lo que pierde el beneficiario es lo que se ahorra el Estado. Dada una tasa de inflación, mientras menor es la

<sup>14</sup> Por supuesto que son relevantes los costos políticos en el que incurren las autoridades al licuar beneficios sociales, así como también lo es el mandato del Estado de proveer bienes y servicios públicos de calidad para su población (en este caso prestaciones frente a contingencias). Sin embargo, dado que este trabajo se centra particularmente en el financiamiento del Estado, estas cuestiones se dejan de lado.

periodicidad del ajuste del haber<sup>15</sup>, mayor es la pérdida de poder adquisitivo del beneficiario durante la ventana de tiempo entre dos actualizaciones del haber. Asimismo, dada una periodicidad del ajuste, mientras mayor sea la inflación, mayor será la pérdida de poder adquisitivo del haber.

### ***Pérdida dentro del período de ajuste: sobre la periodicidad de éste y la inflación***

Con respecto a la periodicidad del ajuste, y como se nombró anteriormente, hasta marzo del 2018 las actualizaciones de los haberes se realizaban semestralmente, en los meses de marzo y septiembre, de acuerdo con la Ley 26.417. Estos aumentos semestrales se continuaron otorgando ya en un contexto inflacionario significativo, con tasas de inflación mensual promedio de 2,73%, 2,01%, 2,92% y 1,86% en los años 2014, 2015, 2016 y 2017, respectivamente.

Es así que se generaba una dinámica de fuertes vaivenes en el poder adquisitivo de los haberes, siendo el del último mes antes del nuevo aumento 10% (a veces hasta 15%) inferior en términos reales. Esto implica que el fisco se ahorra (en términos reales) alrededor de un 10% de sus obligaciones previsionales mensuales en el último mes antes del nuevo aumento (Ver Ilustración N°3). Dado que existía un ahorro en 5 de los 6 meses antes del nuevo aumento (en el primer mes no existía una pérdida del haber dentro de la ventana de tiempo), la suma de esos ahorros indica el ahorro del período sin ajuste, hasta este punto, semestres. Este ahorro semestral (igual a la pérdida real de la masa de haberes) se encontró entre 4,27% y 10,01% entre 2014 y 2017 (Ver Ilustración N°4).

Esta dinámica cambia parcialmente a partir de la entrada en vigencia de la Ley 27.426 y sus consecuentes movilidades (Decretos para 2020 y Ley 27.609 a partir de 2021). En línea con éstas, los aumentos comienzan a ser trimestrales, por lo que es menor la cantidad de tiempo que pasan los beneficiarios sin recibir un nuevo aumento en sus haberes. Dada una tasa de inflación, esto implicaría que el haber del último mes antes del nuevo aumento no se vea tan reducido, así como tampoco lo haría masa cobrada durante todo el período (antes semestre, ahora trimestre). Por lo tanto, la volatilidad del poder adquisitivo de los beneficiarios en un escenario de inflación moderada sería menor con un esquema de aumentos de mayor periodicidad.

---

<sup>15</sup> O, dicho de otra manera, mayor sea la ventana de tiempo durante la cual el haber no se ajusta.

#### 4. Pérdida de la masa de haberes en el período entre actualizaciones

Semestre/ Trimestre	Pérdida real en el período	Trimestre	Pérdida real en el período
I-14	-6,18%	III-19	-3,44%
II-14	-4,27%	IV-19	-2,11%
I-15	-4,88%	I-20	-1,48%
II-15	-6,26%	II-20	-2,12%
I-16	-10,01%	III-20	-3,40%
II-16	-4,99%	IV-20	-3,70%
I-17	-4,39%	I-21	-3,64%
II-17	-4,52%	II-21	-2,72%
I-18	-2,44%	III-21	-3,06%
II-18	-3,22%	IV-21	-3,93%
III-18	-4,38%	I-22	-5,31%
IV-18	-3,06%	II-22	-6,62%
I-19	-3,18%	III-22	-5,45%
II-19	-2,67%		

*Elaboración propia en base a datos de MECON, INDEC y CABA*

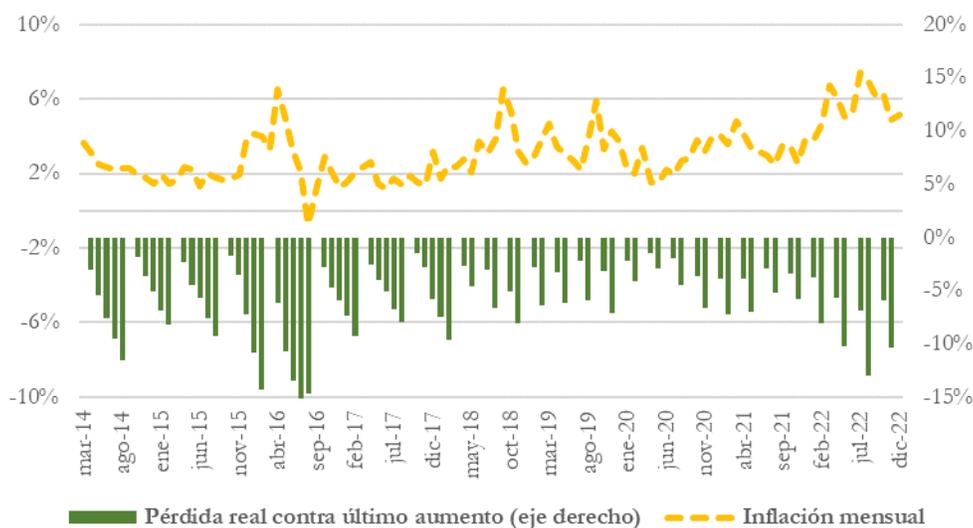
Esta “preferencia por la flexibilidad” que indica Frenkel (1989) también puede verse reflejada en otras legislaciones, además de la ley de movilidad jubilatoria del régimen general. Por ejemplo, el otorgamiento de aumentos previsionales continuó siendo semestral para algunos regímenes especiales y diferenciales, como el de Docentes, el de Docentes Universitarios y el de Luz y Fuerza. Sin embargo, en los últimos años estos regímenes han pedido adelantos de aumentos y han buscado cambiar la legislación para contar con una movilidad trimestral, dada la importante pérdida del haber real que sufrían sus beneficiarios tras 6 meses sin aumentos en un régimen de inflación moderada.

De esta manera, a partir del aumento de marzo del 2018, comienza a observarse que la pérdida de los haberes del régimen general dentro del período es menor, por lo que el ahorro del Estado a partir de la inflación también lo es. Sin embargo, y como se mencionó anteriormente, dado una periodicidad de ajuste, mayor inflación implica mayor pérdida de poder adquisitivo del haber, y por lo tanto ahorro del estado (Ver Ilustración N°5). Esto puede observarse en el período en el que rigen los aumentos semestrales, como a principio de 2014, luego de la devaluación de enero, o a principios de 2016, luego de la salida del cepo cambiario y un nuevo aumento del dólar oficial. En estos períodos en los que la inflación se dispara, también se dispara la pérdida del haber dentro del período.

Sin embargo, la caída del haber real por un aumento de la inflación también puede observarse durante los aumentos trimestrales, como luego de las corridas cambiarias de 2018 o como en 2022 ante la entrada a un nuevo régimen de inflación que ronda el 100% anual. La pérdida real de los haberes dentro del período en 2022 se asemeja (y hasta supera) a las vistas en 2014 con aumentos semestrales. Esto se debe a que la tasa promedio de inflación mensual en 2022 fue igual a 5,72%, muy por encima de las vistas hace algunos años atrás.

Esto implica que, nuevamente, la periodicidad del ajuste ante estos niveles de inflación favorece al fisco y perjudica al beneficiario. En estos niveles de inflación, como sucede en regímenes de alta inflación, la indexación de contratos suele acortarse a niveles bimestrales o mensuales. Esa debería ser la periodicidad de la fórmula de movilidad si se quisiera seguir protegiendo el poder adquisitivo del haber dentro del período de ajuste<sup>16</sup>. Caso contrario, el fisco puede seguir financiándose marginalmente a partir de otorgar haberes mensuales que ya han perdido más del 10% de su poder adquisitivo a los dos meses de haber sido actualizados (Ver Ilustración N°5).

### 5. Evolución de Inflación mensual y pérdida del haber



Elaboración propia en base a datos de MECON, INDEC y CABA

<sup>16</sup> Nuevamente, esto es haciendo foco en el financiamiento del Estado. Legislar una nueva movilidad mensual o bimestral no necesariamente es una recomendación de política, ya que el acortamiento de contratos profundizaría la inercia inflacionaria y la economía se asentaría en un régimen de alta inflación.

### ***Pérdida en el nivel del haber: sobre la inflación creciente y el rezago***

Anteriormente se discutieron los dos fenómenos que determinan la pérdida del haber, y por lo tanto el ahorro fiscal, dentro de la ventana de tiempo en la que éste no se ajusta. Es decir, es la pérdida real del contrato expresado en términos nominales (por un corto período) en un proceso inflacionario. Sin embargo, existe otro determinante de la pérdida de poder adquisitivo del haber, en este caso no por la presencia de inflación, sino por la presencia de inflación creciente.

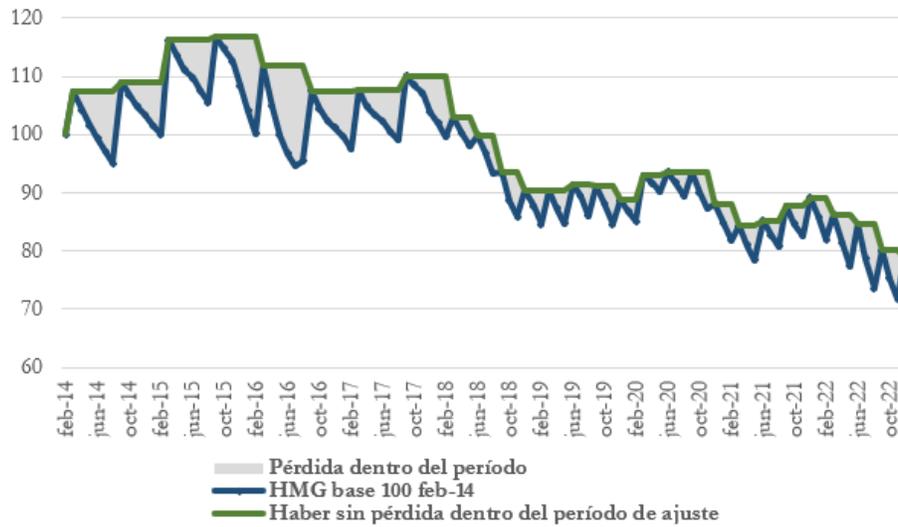
Este fenómeno se da cuando la tasa de aumento de los haberes, siguiendo la nominalidad pasada, es menor a la tasa de inflación del presente. Es decir, cuando la inflación se encuentra en aumento, los haberes indexados a la dinámica pasada corren a la inflación presente por detrás.

Es necesario destacar que esta pérdida de los haberes, y ahorro del fisco, es conceptualmente distinta a las anteriores. En este caso no es una pérdida real de un contrato nominal en un corto período de tiempo, la cual va a desaparecer en el próximo aumento y se acumula en los meses sin aumentos. Sino que es una pérdida del valor real del contrato subsiguiente.

En un escenario de inflación creciente, dada esta aceleración inflacionaria, mientras mayor sea el rezago entre el período tomado en cuenta y el período de aplicación, mayor será la pérdida del haber real. Asimismo, dado el rezago entre el período tomado en cuenta y el período de aplicación, mientras mayor sea la aceleración inflacionaria, mayor será la pérdida del haber. Nuevamente, esta pérdida no es una pérdida del contrato dentro del período sin ajuste, sino una pérdida del valor real del nuevo contrato, es decir, del nivel del haber. La periodicidad del ajuste ya no tiene incidencia en este punto. Lo que importa es la aceleración de la inflación y el rezago entre las variaciones tenidas en cuenta y el momento de su aplicación.

Esta pérdida del haber puede verse a partir de la tendencia de la serie del HMG (Ver Ilustración N°6), dejando de lado su pérdida dentro del período de ajuste (su movimiento serrucho). Puede observarse que, en el transcurso de los últimos 5 años, el HMG ha perdido alrededor de un 20% de su poder de compra. Esto se debe a una tendencia de inflación creciente en los últimos años, en conjunto con algunas fuertes aceleraciones. Una de estas es la del año 2022, el año de mayor inflación anual desde el régimen de convertibilidad.

## 6. Evolución de HMG a \$ constantes



*Elaboración propia en base a datos de MECON, INDEC y CABA*

Sin embargo, la mayor pérdida se da durante el año 2018, en la que se combinan ambos factores determinantes: la aceleración inflacionaria y el aumento del rezago de aplicación de la movilidad. Esto último se da en el empalme entre las movilidades de la Ley 26.417 y de la Ley 27.426. En éste, luego de 6 meses del último aumento semestral de la Ley 26.417, se realiza un aumento trimestral, pateando un trimestre de aumento y aumentando el rezago de aplicación en 3 meses. Este primer aumento de la Ley 27.426 se realiza en marzo del 2018, poco antes de las primeras corridas cambiarias que acelerarían la inflación, y por lo tanto generarían una importante pérdida del valor real del haber.

## Conclusión

Como se discutió anteriormente, dejando de lado la discusión sobre efectos negativos de la inflación sobre la recaudación real, el sector público posee distintas formas de financiarse a partir de sorpresas o contextos inflacionarios. Por un lado, el impuesto inflacionario licúa los pasivos de la autoridad monetaria (base monetaria). Por otro lado, haciendo foco en el fisco, la sorpresa inflacionaria licúa el stock de deuda de éste. Sin embargo, la presencia de inflación, aun siendo ésta esperada, también funciona como mecanismo para erosionar el valor real de las obligaciones del fisco.

La indexación de contratos aparece como principal herramienta para evitar este financiamiento inflacionario del sector público. En el caso de las obligaciones del sistema de seguridad social del fisco, la movilidad previsional es el mecanismo que ajusta los haberes en contextos de inflación y evita la erosión de su poder de compra. Sin embargo, la indexación, por más que logre adaptarse a nuevos contextos de inflación y distorsión de precios relativos, no es perfecta. Por lo tanto, no puede evitar cierta pérdida del valor de los haberes.

Altos niveles de inflación y baja periodicidad de ajustes de los haberes llevan a una pérdida del valor de éstos dentro de la ventana de tiempo entre dos actualizaciones. Ante niveles de inflación elevados, la única manera de mantener el poder adquisitivo de los beneficiarios y evitar volatilidad en su poder de compra es establecer contratos cortos, es decir, realizar ajustes periódicamente<sup>17</sup>. Ante los niveles de inflación entre el 2014 y el 2017, fue necesario pasar de una movilidad semestral a una trimestral. Si los niveles de inflación de 2022 persisten, sólo una movilidad bimestral o mensual podría proteger los haberes reales. De otra forma, el fisco encuentra una manera de financiarse en ese contexto inflacionario.

Asimismo, largos rezagos entre los índices tenidos en cuenta y su aplicación, así como inflación creciente, también llevan a una pérdida del haber. Aunque en este caso no es una pérdida durante la duración del contrato, sino una pérdida del valor del nuevo contrato a firmar. La forma de evitar una pérdida del nivel del haber ante inflación creciente es un corto rezago de aplicación. Dado el rezago de aplicación que implica la movilidad de la Ley 27.609 (que es relativamente

---

<sup>17</sup> Nuevamente, esto no es necesariamente una recomendación de política, ya que implica ingresar de jure en un régimen de inflación superior.

corto), para lograr una ganancia en el nivel de los haberes es necesario una desaceleración inflacionaria.

## Bibliografía

Alavirad (2003): “The Effect of Inflation on Government Revenue and Expenditure: The Case of the Islamic Republic of Iran”, OPEC Energy Review, 2003, vol. 27, issue 4, 331-341.

Barro (1982): “Inflationary Finance Under Discretion and Rules”, NBER Working Paper # 889, May 1982.

Barro y Gordon (1983): “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, NBER Working Paper #1079, February 1983.

Bucacos (2003): “El Financiamiento Inflacionario del Déficit Fiscal”, Documento de trabajo 01/2003, Área de Investigaciones Económicas, Banco Central del Uruguay.

Canavese (1985): “Impuesto inflacionario, rezagos fiscales e hiperinflación”, Programa de Posgrado en Análisis de Políticas Públicas, Instituto Torcuato Di Tella.

Canavese y Heymann (1991): “Indización, Rezagos Fiscales e Inflación”, Estudios Económicos, El Colegio de México, Centro de Estudios Económicos, vol. 6(1), pages 33-46.

Frenkel (1989): “Inflación e hiperinflación: el infierno tan temido”, Ciencia hoy, ISSN 0327-1218, Vol. 1, N° 3 (Abril/Mayo), 1989, págs. 52-61.

Friedman (1942): “Discussion of ‘The Inflationary Gap,’ by Walter Salant”, American Economic Review 32, June 1942, pp. 314-320.

Friedman (1971): “Government Revenue from Inflation”, Journal of Political Economy, Vol. 79, No. 4 (Jul. - Aug., 1971), pp. 846-856 (11 pages).

Informe de Deuda de la Administración Central, III Trimestre 2022. Secretaría de Finanzas, Ministerio de Economía, 2022.

Ley 27.701: Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional para el Ejercicio Fiscal del año 2023.

Melnick y Sokoler (1984): "The government's revenue from money creation and the inflationary effects of a decline in the rate of growth of G.N.P", *Journal of Monetary Economics*, Volume 13, Issue 2, March 1984, Pages 225-236.

Nichols (1974): "Some Principles of Inflationary Finance", *Journal of Political Economy*, Volume 82, Number 2, Part 1, Mar. - Apr., 1974, Part 1.

Olivera (1967): "Money, Prices and Fiscal Lags: A Note on the Dynamics of Inflation", *Banco Nazionale del Lavoro o Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, vol. 20(82), pages 258-267.

Rofman (2020): "La movilidad en el sistema previsional argentino", CIPPEC, Documento de Políticas Públicas #227.

Tanzi (1977): "Inflation, Lags in Collection and the Real Value of Tax Revenue", *IMF Staff Papers*, Vol. 24, No. 1 (Mar., 1977), pp. 154-167 (14 pages).

Tanzi (1978): "Inflation, Real Tax Revenue, and the Case for Inflationary Finance: Theory with an Application to Argentina", *IMF Staff Papers*, vol. 25(3), pages 417-451, September.

Walsh (2017): "Monetary Theory and Policy", Fourth edition. Cambridge, MA : MIT Press, 2017.