

La base monetaria y el gasto público en los primeros 9 meses

Informe de José Rodríguez del 10/11/22

De acuerdo a los datos que se desprenden de los informes del BCRA y del Ministerio de Economía, vinculados con la ejecución del gasto y la política monetaria, el gobierno se encuentra en los hechos en un proceso de contención de la base monetaria, al mismo tiempo que intenta limitar el crecimiento del gasto público en un marco de amplias demandas sociales.

Política fiscal

El **gasto primario total** (base caja) en los 9 primeros meses del año aumentó un 74% en valores corrientes respecto del mismo periodo 2021 y 6% en valores constantes (ver cuadro 1). Mientras en septiembre subió un 79% i.a. (interanual), similar a los valores de la inflación que orilla el 80%. Por el lado de los valores constantes (Mill\$ 2016) si bien subió fuerte los 5 primeros meses luego a partir de julio cayó entre -3% y -5% i.a.¹

Cuadro 1

	Gastos Primarios Mill\$			Gastos Primarios Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	581.687	912.264	57%	103.124	107.365	4%
Febrero	542.654	922.311	70%	92.862	103.675	12%
Marzo	635.042	1.174.452	85%	103.694	123.727	19%
Abril	621.627	1.164.766	87%	97.506	115.761	19%
Mayo	685.591	1.291.042	88%	104.104	122.085	17%
Junio	919.894	1.523.532	66%	135.350	136.819	1%
Julio	856.187	1.386.871	62%	122.307	115.965	-5%
Agosto	860.548	1.488.234	73%	119.932	115.866	-3%
Septiembre	873.241	1.562.196	79%	117.585	114.524	-3%
Total	6.576.471	11.425.667	74%	996.464	1.055.787	6%

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/infoestadistica>

Los **subsidios económicos** estuvieron focalizados en políticas sociales y prestaciones que aumentaron el 73% i.a. en los 9 meses del año (cuadro 2). Se puede observar que a partir de junio los subsidios han caído en valores constantes (por debajo de la inflación) comparados con enero a abril. En valores constantes vemos que el gasto en subsidios incrementó un 6% en el mismo periodo de comparación interanual, aunque entre junio y septiembre la caída fue de casi -60%.

Se nota en este punto una intencionalidad restrictiva a partir de junio (incluso mayo), posiblemente con los subsidios a la energía, y se mantuvo hasta la fecha a pesar del impacto de los costos internacionales de los combustibles básicos. Si bien este rubro representa un 15% del gasto primario, una continuidad del crecimiento afectaría seriamente los compromisos asumidos con el FMI.

Cuadro 2

	Subsidios económicos Mill\$			Subsidios económicos Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	57.003	85.266	50%	10.106	10.035	-1%
Febrero	62.492	111.455	78%	10.694	12.528	17%
Marzo	66.431	222.218	235%	10.847	23.410	116%
Abril	65.251	162.085	148%	10.235	16.109	57%
Mayo	108.783	176.359	62%	16.518	16.677	1%
Junio	137.557	172.338	25%	20.240	15.477	-24%
Julio	148.919	244.816	64%	21.273	20.471	-4%
Agosto	148.543	225.735	52%	20.702	17.575	-15%
Septiembre	142.526	218.841	54%	19.192	16.043	-16%
Total	937.505	1.619.113	73%	139.807	148.325	6%

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/infoestadistica>

¹ Según CESO el gasto "devengado" fue en octubre un 44% más que el año pasado. Con esto, es el cuarto mes consecutivo en el que se registra una reducción del gasto real en relación al mismo mes del año anterior.

Los **ingresos totales** (base caja) en los 9 primeros meses del año aumentaron un 64% en valores corrientes respecto del mismo periodo 2021 y se mantuvo en el mismo nivel a valores constantes (ver cuadro 3). Además, siempre en valores constantes (Mill\$ 2016), si bien subió fuerte los 5 primeros meses luego a partir de mayo cayó en niveles importantes².

Es evidente que el crecimiento de los ingresos siguió el ritmo inflacionario, aunque cabe tener en cuenta que los gastos lo hicieron en un 74% (cuadro 1), produciendo como resultado un deterioro de las cuentas fiscales³.

Cuadro 3

	Ingresos Totales Mill\$			Ingresos Totales Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	605.761	895.581	48%	107.392	105.401	-2%
Febrero	523.897	846.031	61%	89.652	95.100	6%
Marzo	560.576	1.074.714	92%	91.535	113.220	24%
Abril	610.182	1.085.582	78%	95.711	107.892	13%
Mayo	711.305	1.128.630	59%	108.008	106.727	-1%
Junio	766.680	1.201.888	57%	112.807	107.934	-4%
Julio	757.616	1.384.926	83%	108.226	115.802	7%
Agosto	735.712	1.278.183	74%	102.534	99.513	-3%
Septiembre	1.164.669	1.642.820	41%	156.827	120.434	-23%
Total	6.436.399	10.538.354	64%	972.691	972.023	0%

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/infoestadistica>

El **déficit primario** negativo aumentó hasta setiembre un 533% i.a. alcanzando los \$-887.348 mill (ver cuadro 4) casi duplicando el déficit alcanzado hasta mayo En valores constante el acumulado en 9 meses también supera ampliamente los valores logrados en el mismo periodo del año anterior (252%).

Cuadro 4

	Resultado primario Mill\$			Resultado primario Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	24.074	-16.698	-169%	4.268	-1.965	-146%
Febrero	-18.757	-76.283	307%	-3.210	-8.575	167%
Marzo	-74.466	-99.753	34%	-12.159	-10.509	-14%
Abril	-11.445	-79.185	592%	-1.795	-7.870	338%
Mayo	25.714	-162.412	-732%	3.904	-15.358	-493%
Junio	-153.217	-321.644	110%	-22.544	-28.885	28%
Julio	-98.570	-1.945	-98%	-14.081	-163	-99%
Agosto	-124.836	-210.052	68%	-17.398	-16.354	-6%
Septiembre	291.428	80.624	-72%	39.242	5.911	-85%
Total	-140.075	-887.348	533%	-23.773	-83.767	252%

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/economia/sechacienda/infoestadistica>

En síntesis, en materia fiscal los datos de septiembre volvieron a mostrar señales de moderación. El gobierno cumplió la meta fiscal del 3T22 gracias a la recaudación extraordinaria por retenciones que generó el dólar soja plasmado en un superávit fiscal primario en septiembre (se puede ver en el cuadro 3), aunque más allá de esto se vio un manejo más prudente del gasto (se puede observar eso en las columnas de valores constantes del cuadro 1 y 2). Excluyendo factores extraordinarios, el gasto primario desaceleró con fuerza entre junio y septiembre creciendo por debajo de la línea de inflación.

Hubo sin dudas una reducción generalizada del gasto, con todas las principales líneas cayendo en valores reales, excepto el gasto de capital que creció 28% en valores constantes. Es posible que la contención del gasto continúe durante el 4T22 de la mano de la alta inflación y la elevada base de comparación que dejó el gasto electoral en 2021.

² Este guarismo se ve afectado por la alta base de comparación del mes de mayo 2021, periodo en el que se recaudaron \$80 MM en concepto del Aporte Solidario y Extraordinario para ayudar a morigerar los efectos de la pandemia.

³ El crecimiento sostenido del gasto muy por encima de la inflación y la debilidad de los ingresos tributarios que apenas emparejan la inflación es una típica manifestación del efecto Olivera-Tanzi.

El gobierno volvió a manifestar su compromiso con la meta de 2,5% del PBI de déficit fiscal primario, aunque creemos que, pese a esa contención de gastos acumulados, deberán tomarse algunas medidas más para cumplir con el objetivo.

	<i>Resultado primario Mill\$</i>	<i>Meta FMI</i>
1T	-192.735	222.300
2T	-563.241	344.500
3T	-131.373	345.500
Total	-887.348	911.300
Meta 4T		1.758.600

Considerando que la meta fiscal, acordada con el FMI, para el 2T22, debería ser un déficit no superior a los -344.500 MM y en junio se logró -563.241 MM, el hecho del

menor déficit en el 3T permite lograr un déficit de -887.348 en los 9 meses del año y cumplir con la meta de -911.300. Además queda un margen de -847.000 (1.758-911) para cumplir la meta anual, que a esta altura, aún teniendo en cuenta que muchos gastos se agolpan en el último trimestre, al revés de lo que pensábamos hace 3 meses, sería accesible de cumplimiento. El criterio del FMI es que las metas anuales “se mantienen sin cambios” ya que “su cumplimiento es crítico para la recuperación económica” del país.

En síntesis, la perspectiva respecto de las metas fiscales luce más accesible ahora de cumplirse que hace 3 meses. El año pasado cerró con un déficit del 3,5% del PBI y este año deberíamos lograr el 2,5% previsto en el programa con el FMI.

Base monetaria

En relación a la base monetaria (BM)⁴, en septiembre de 2022, la misma alcanzó casi los 4.200 MM casi un 42% superior al mismo mes del año pasado, frente a una inflación que en el mismo período alcanzó el 83%. De esta forma, la base monetaria evidencia una tendencia decreciente en valores constantes (ver cuadro 5): descendió un -23%.

Al menos en lo que transcurre del presente año la BM ha aumentado por debajo de la inflación. En términos de comparación con el PBI estimamos que se encuentra en el 5,4%, un valor relativamente bajo en términos históricos.

Cuadro 5

	<i>Base monetaria Mill\$</i>			<i>Base monetaria Mill\$ 2016</i>		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	2.581.522	3.685.633	43%	457.665	433.765	-5%
Febrero	2.576.590	3.750.943	46%	440.918	421.634	-4%
Marzo	2.521.921	3.660.266	45%	411.797	385.606	-6%
Abril	2.515.131	3.628.710	44%	394.513	360.643	-9%
Mayo	2.526.536	3.696.382	46%	383.642	349.542	-9%
Junio	2.705.144	3.891.174	44%	398.026	349.442	-12%
Julio	2.847.839	4.212.024	48%	406.817	352.193	-13%
Agosto	2.927.784	4.287.266	46%	408.036	333.784	-18%
Septiembre	2.937.229	4.179.909	42%	395.509	306.427	-23%

Fuente: <https://www.economia.gob.ar/datos/>

Si bien como dice el BCRA, la expansión mensual de la BM estuvo explicada mayormente por las operaciones del sector público, la emisión primaria del sector público en términos del PBI se mantuvo, en los primeros 9 meses de 2022, entre los niveles más bajos de los últimos años.

En septiembre, la base monetaria se contrajo en términos constantes (-8%), respecto de agosto, y además cayó en términos corrientes (-2,5%). El problema se presenta por otro lado: el BCRA imprimió el equivalente a un 9,5% de la base monetaria promedio de agosto para pagar intereses de **pasivos remunerados**⁵, y absorbió dicha emisión mensual vía un aumento del stock de Leliqs y Pases.

⁴ Dinero en circulación y poder del público sumado a las reservas de los bancos en el Banco Central

⁵ En el pasivo del BCRA se anotan las deudas que el banco tiene contraídas e incluye por tanto las reservas que la banca privada haya depositado, los depósitos realizados por las administraciones públicas y los billetes y monedas en circulación. Los pasivos remunerados comprenden básicamente las Letras de Liquidez (Leliq).

Los **pasivos remunerados** (Leliq) ya representan **más de un 39% de la base monetaria** (cuadro 5 y 6). **Los pasivos financieros del BCRA (que incluye las Leliq) comprenden el 235% de la base monetaria**, una suma más que considerable.

El incremento simultáneo de la cantidad de Leliq emitidas, y la tasa de interés con las que son remuneradas, le cuestan al BCRA unos 14.600 millones diarios. Ese es el monto que debe abonar por las Leliq que coloca entre las entidades bancarias, **y que ya alcanzan caso los 7 billones de pesos (cuadro 6), a una tasa de 75% anual**⁶.

La suma se disparó en los últimos meses a partir de la masa de dinero que la entidad debió emitir para absorber la mayor liquidación de divisas ligadas al “dólar soja”⁷ (se puede observar que entre mayo y septiembre crecieron 42%). el financiamiento del déficit fiscal y la corrida contra la deuda pública⁸.

Las Leliq medidas en dólares oficiales se acercan al nivel del 2018 (cuando se denominaban Lebac), antes de que se desencadene la crisis cambiaria. Allí eran de U\$S 62 mil millones, en mayo de 2018, y son actualmente U\$S 56 mil millones, a mediados de septiembre. **En ambos casos, los pasivos remunerados de la entidad superaban con holgura las reservas internacionales (U\$S 37.600 millones en la actualidad)**⁹.

La única diferencia es que ahora tienen una composición distinta, siendo que es deuda en moneda local y en mano de bancos locales, y en 2018 era un mix de deuda en moneda local y extranjera en manos no solo de tenedores locales sino también extranjeros y personas físicas¹⁰.

En septiembre 2022, se registra un aumento i.a. de las Leliq del 242% respecto 2021, con lo que la variación interanual creció al 86% en valores constantes. De esta forma, los pasivos monetarios son casi de 7 billones de pesos (como dijimos antes) y además de observarse una tendencia creciente tal como se observa en el cuadro 6, se vienen reduciendo los plazos: por ejemplo se estima que están conformados en alrededor de 70% por LELIQ a 28 días de plazo.

Cuadro 6

	Letras de Liquidez Mill\$			Letras de Liquidez Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	1.689.532	3.469.732	105%	299.529	408.355	36%
Febrero	1.760.938	3.924.785	123%	301.340	441.175	46%
Marzo	1.768.459	4.011.763	127%	288.766	422.636	46%
Abril	2.036.078	4.548.822	123%	319.371	452.089	42%
Mayo	1.927.177	4.741.580	146%	292.632	448.379	53%
Junio	1.962.061	5.319.148	171%	288.691	477.679	65%
Julio	1.958.196	5.645.548	188%	279.730	472.058	69%
Agosto	2.043.365	5.833.592	185%	284.777	454.173	59%
Septiembre	1.965.431	6.729.403	242%	264.653	493.330	86%

Fuente: <https://www.economia.gob.ar/datos/>

Por su parte los **medios de pago**¹¹ M2 anotaron 9 meses consecutivos de aumento (ver cuadro 7) un acumulado interanual del 64% en valores corrientes aunque una contracción precios constantes.

⁶ Los que los suscriben las Leliq son los bancos y entidades financieras que captan los ahorros de sus depositantes: saben que, como las Leliq abonar el mismo interés que los depósitos a plazo fijo, las colocaciones de sus clientes les terminan saliendo gratis.

⁷ El BCRA compró unos US\$5.000 millones. Sin embargo, al comprar esos dólares tuvo que inyectar pesos en la economía que terminaron siendo reabsorbidos luego por el BCRA.

⁸ Los tenedores de deuda empezaron a desprenderse masivamente de la deuda pública, ante un pánico generalizado de que no fuera pagada (vinculado a la menor capacidad del gobierno de financiar dicha deuda). Para frenar la corrida, el BCRA tuvo que salir a comprar esos títulos (para contener la caída de sus precios), emitiendo a cambio pesos. Al igual que en el caso anterior, luego los absorbió, incrementando el stock de Leliq.

⁹ <https://www.tiempoar.com.ar/economia/los-intereses-de-las-leliq-le-cuestan-al-banco-central-14-600-millones-por-dia/>

¹⁰ <https://www.ambito.com/opiniones/inflacion/el-delicado-equilibrio-lo-fiscal-y-lo-monetario-n5576133>

¹¹ M2 privado transaccional, excluidos los depósitos a la vista remunerados de empresas y prestadoras de servicios financieros

Si a eso se le agrega que la velocidad en la que circula el dinero aumentó 25% desde el inicio de 2022 y 98% desde marzo de 2020 (hoy cada peso se usa 18 veces por año, cuando antes el promedio era de 12 veces), significaría que al circular 12 veces por año cada peso que la gente cobra y se mantiene algo de efectivo, al pasar a 18 veces el dinero rota dentro del mes¹² y tiene impacto en los precios¹³.

Estos valores de la velocidad de circulación del dinero son una señal de alerta de un salto inflacionario, que es lo que está ocurriendo desde principios de año. La excusa del BCRA da cuenta que el circulante en poder del público, en valores reales, se mantiene en torno a sus mínimos registros de los últimos 15 años, considerando que “el bajo nivel de demanda de dinero está, en parte, vinculado con el creciente uso de medios de pago electrónicos verificado en los últimos años”¹⁴. Puede ser que esta explicación se encuentre incompleta, también hay que considerar que el público huye del efectivo y por la tanto cae la demanda de dinero.

Cuadro 7

	M2 privado Mill\$			M2 privado Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	4.188.928	6.608.654	58%	742.635	777.777	5%
Febrero	4.164.655	6.586.462	58%	712.675	740.368	4%
Marzo	4.208.538	6.565.661	56%	687.199	691.686	1%
Abril	4.215.771	6.687.814	59%	661.268	664.675	1%
Mayo	4.377.818	7.061.662	61%	664.749	667.773	0%
Junio	4.641.758	7.559.300	63%	682.972	678.853	-1%
Julio	5.002.638	8.328.951	66%	714.632	696.434	-3%
Agosto	5.134.016	8.349.341	63%	715.511	650.036	-9%
Septiembre	5.283.455	8.671.024	64%	711.438	635.669	-11%

Fuente: <https://www.economia.gob.ar/datos/>

Conclusión

De los párrafos anteriores se desprende que el aumento de las Leliq del BCRA es, en buena medida, la consecuencia de los problemas asociados al financiamiento del déficit fiscal y las tensiones financieras (corrida por la deuda) y cambiarias (dólar soja) que derivaron del mismo.

¿Se puede mantener ese crecimiento de la Leliq? El otro momento donde los pasivos remunerados del BCRA se incrementaron de manera sostenida, durante la gestión de MM, terminó con una fuerte devaluación del tipo de cambio (que es lo que terminó licuando la deuda).

Al tener en cuenta los factores mencionados que impulsaron hasta ahora el aumento de la deuda del BCRA (la corrida contra la deuda en pesos y el dólar soja), vemos que en la actualidad no siguen vigentes. Sumado a eso, en estos últimos meses (como vimos) se aceleró la reducción del déficit fiscal. Parecería que el panorama luce menos complicado.

Además, en los últimos 2 meses del año el gobierno enfrenta vencimientos muy elevados. Mientras el mercado de deuda en pesos no esté saturado el canje podrá funcionar como una “solución”. Ese será el próximo desafío de +A para poder seguir sorteando las dificultades.

Por eso, si bien se ha generalizado la “multicausalidad” como explicación de la inflación, tanto en el acuerdo con el FMI como en las principales acciones gubernamentales, el eje pasa actualmente por la reducción del déficit y de la emisión monetaria, bajo la idea del anclaje de estas variables para que se ordene el espectro macroeconómico

Sin embargo es difícil que esto vaya a darse con AF, principalmente por la baja confianza en su gestión. Así, el ancla fiscal pasa por intentar evitar una aceleración nominal, por lo que el equipo económico deberá ser lo más prudente posible en materia fiscal, y parece que así

¹² <https://www.ambito.com/economia/bcra/la-gente-sigue-huyendo-del-peso-pero-el-banco-central-volvio-emitir-fuerte-n5458795>

¹³ La alta velocidad de circulación del dinero típica de regímenes de alta inflación provoca que el consumo vea limitada su contracción producto de la alta disposición de los consumidores a preferir bienes o servicios (entre otras alternativas) antes que a mantener moneda local.

¹⁴ <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol0522.pdf>

será por lo observado hasta la fecha. Cabe especular si se mantendrá esa cautela teniendo en cuenta las aspiraciones electorales en 2023, que hacen la situación más desafiante.

Que las metas con el FMI se puedan cumplir será una verificación real del funcionamiento de la solución monetaria a los problemas de inflación. Si no se contiene la inflación estaremos ante otro fracaso del monetarismo.
