

La base monetaria y el gasto público en el 1º cuatrimestre

Informe de Miguel Angel Sorru del 05/06/23

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 una encrucijada, al mismo tiempo que enfrenta una fuerte disminución de ingresos, por causa de la sequía y otros factores, intenta limitar el crecimiento del gasto público en un marco de amplias demandas sociales.

1) Política fiscal

Los **ingresos totales** (base caja) en los 4 primeros meses del año aumentaron un 76,5% en valores corrientes respecto del mismo periodo 2022, lo cual comparado con la inflación del 108,8% significa que cayeron los ingresos a valores constantes (-13,2%). Hay que destacar (algo) que siempre en valores constantes (Mill\$ 2016), los ingresos han bajado en 10 de los últimos 16 meses (ver cuadro 1).

Es evidente que el crecimiento de los ingresos no pudo seguir este cuatrimestre el ritmo inflacionario, aunque cabe tener en cuenta que los gastos si se acercaron más: 89,5% (cuadro 2), produciendo como resultado un deterioro de las cuentas fiscales¹.

Cuadro 1

	Ingresos Totales Mill\$	Ingresos Totales Mill\$ 2016
1Cuatr 22	3.901.907	421.613
1Cuatr 23	6.886.693	365.880
Variación	76,5%	-13,2%

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

El **gasto primario total** (base caja) en los 4 primeros meses del año aumentó, como dijimos, un 89,5% en valores corrientes respecto del mismo periodo 2022 y se redujo en -6,9% en valores constantes (ver cuadro 2). Por el lado de los valores constantes (Mill\$ 2016) cayó los 2 primeros meses pero luego subió los 2 meses siguientes, aunque siempre por debajo del impacto inflacionario.

Cuadro 2

	Gastos Primarios Mill\$	Gastos Primarios Mill\$ 2016
1Cuatr 22	4.173.808	450.530
1Cuatr 23	7.907.993	419.511
Variación	89,5%	-6,9%

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

Los **subsídios económicos** estuvieron focalizados en políticas sociales y prestaciones que aumentaron el 40,2% i.a. en los 4 meses del año (cuadro 3). Se puede observar que a partir de julio 22 los subsidios han caído en valores constantes (por debajo de la inflación) resultando una baja importante en el 1er cuatrimestre del -30,8%.

Cuadro 3

	Subsidios económicos Mill\$	Subsidios económicos Mill\$ 2016
1Cuatr 22	581.024	62.083
1Cuatr 23	814.526	42.989
Variación	40,2%	-30,8%

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

Se nota en este punto una intencionalidad restrictiva a partir de mediados del año pasado, posiblemente con los subsidios a la energía, y se mantuvo hasta la fecha a pesar del

¹ La mayor caída del ingreso en relación con el gasto (a valores constantes) es una típica manifestación del efecto Olivera-Tanzi: la debilidad de los ingresos tributarios que siguen de atrás a la inflación y el crecimiento sostenido del gasto por encima de la inflación. A eso hay que agregar la peor sequía en décadas que afectó notablemente la recaudación asociada a los tributos del comercio exterior. En este periodo, se estima una merma aproximadamente \$350.000 millones respecto a las proyecciones contenidas en la Ley de Presupuesto 2023.

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.

El **déficit primario** negativo aumentó hasta setiembre un 275,6% i.a. alcanzando los \$-1.021.301 mill (ver cuadro 4) casi cuadruplicando el déficit alcanzado el mismo periodo del año pasado. En valores constantes el acumulado en 4 meses también supera ampliamente los valores logrados en el mismo periodo del año anterior (85,5%).

Cuadro 4

	Resultado Primario Mill\$	Resultado Primario Mill\$ 2016
1Cuatr 22	-271.920	-28.919
1Cuatr 23	-1.021.301	-53.631
Variación	275,6%	85,5%

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

En síntesis, en materia fiscal los datos del 1º cuatrimestre mostraron señales de deterioro. El gobierno cumplió (sobre cumplió) la meta fiscal del 2022 (cuadro 5) gracias a la recaudación extraordinaria por retenciones que generó el dólar soja y con un manejo más prudente del gasto. En el 1º cuatrimestre de 2023, excluyendo factores extraordinarios, el gasto primario cayó apenas por debajo de la línea de inflación (-6,9%), en cambio el ingreso se redujo en mayor nivel (-13,2%).

Sin dudas será difícil lograr las metas del FMI en este contexto y es posible que los objetivos de gasto y déficit primario se vean rediseñados en el futuro con los nuevos compromisos que se acuerden con el Fondo.

El Gobierno se comprometió a reducir el déficit primario al **-2,5% del PBI en 2022** (en 2021 fue del -3%); -1,9% para 2023; y -0,9% para 2024. Es decir, para fines del año pasado el déficit primario debía ser igual o inferior a -\$2.015.700 millones (cuadro 5) y finalmente se logró -\$1.955.141 millones (**equivalente al -2,4% del PBI**): se sobre cumplió las metas.

Cuadro 5

	Resultado primario Mill\$	Meta FMI
IVT22	-1.955.141	-2.015.700
1T23	-689.928	-441.500
2T23		-1.185.400
3T23		-2.064.400
Total 23		-2.798.300

En el presente ejercicio, la meta fiscal, acordada con el FMI para el 1T23, debería ser un déficit no superior a los -441.500 MM y en el 1T23 se logró -689.928 MM, una

diferencia de -248.428 (56% superior). Además queda un margen de -2.109.000 (2.798-689) para cumplir la meta anual, que a esta altura, teniendo en cuenta el panorama electoral que se aproxima, sería de difícil 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 (eso decía hace unos meses). Veremos cómo se resuelve esta novela de varios capítulos.

En síntesis, la perspectiva respecto de las metas fiscales luce compleja a diferencia de los que parecía a fines del año pasado, que cerró con un déficit del -2,4% del PBI y este año deberíamos lograr el -1,9% previsto en el programa con el FMI.

2) Base monetaria

En relación a la base monetaria (BM)², en el 1 cuatrimestre de 2023, la misma alcanzó casi los 5.300 MM, un 45% superior al mismo cuatrimestre del año pasado, frente a una inflación que en el mismo período fue de 108%.

En abril, el promedio de la BM experimentó un aumento cuatrimestral i.a. del 44,6% (+\$1.617 MM) a precios corrientes y medida a precios constantes habría exhibido una disminución de -31%³ (ver cuadro 6). Respecto 2022 vs 2021 aumentó en términos corrientes (44%) y constantes bajó -9%. Como ratio del PBI, la BM se situaría en 4,1%, cifra

² Dinero en circulación y poder del público sumado a las reservas de los bancos en el Banco Central

³ Este ritmo de caída no se observaba desde las PASO de 2019, cuando la BM en pesos constantes también cayó 31% interanual

0,2 p.p. inferior a la del mes previo y cercano a los valores mínimos desde la salida de la convertibilidad.

Cuadro 6

	Base monetaria Mill\$	Base monetaria Mill\$ 2016
1Cuatr 22	3.628.710	360.643
1Cuatr 23	5.245.351	248.723
Variación	44,6%	-31,0%

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

El indicador de BM a precios constantes sirve para poder medir la demanda real de pesos de los argentinos (el indicador permite identificar los procesos de huida del peso) y esa demanda de pesos viene cayendo, casi sin pausa, desde hace 36 meses (abril del 2020)⁴. Lamentablemente, la política monetaria fue el principal combustible de esta evolución. Cuando se necesitaba una política de emisión austera, el BCRA fue en sentido contrario y mantuvo la emisión para financiar el gasto.

Esta aparente contracción de la BM, en valores constantes, fue compensada por la emisión asociada al financiamiento monetario directo (Adelantos Transitorios ATN) e indirecto (recompra de bonos en el mercado), y a la emisión endógena determinada por el pago de los intereses de los pasivos remunerados.

En el 1Cuatr del año, respecto el mismo periodo 2022, el BCRA le giró al Tesoro \$650.000 millones, lo que representa ya más que todos los ATN transferidos el año pasado, como fiel reflejo de la apremiante situación fiscal que finalmente termina impactando en los precios y el dólar. Vale recordar que el año pasado, en total, el BCRA le otorgó \$620.051 millones en ATN al Tesoro.

Gran parte de esta emisión de dinero termina en el círculo vicioso de la colocación de deuda remunerada del BCRA. La diferencia es que este año ya se emitieron casi \$3 billones de intereses cuando un año atrás no llegaron a \$586.000 millones.

Los pasivos financieros del BCRA (que incluye las Leliq) comprenden el 172% de la base monetaria, una suma más que considerable (cuadro 6 y 7).

El incremento simultáneo de la cantidad de Leliq emitidas, y la tasa de interés con las que son remuneradas, le cuestan al BCRA unos 35.000 millones diarios. Ese es el monto que debe abonar por las Leliq que coloca entre las entidades bancarias, **y que ya alcanzan caso los 9 billones de pesos (cuadro 6), a una tasa de 91% anual⁵.**

Cuadro 7

	Letras de Liquidez Mill\$	Letras de Liquidez Mill\$ 2016
1Cuatr 22	4.331.488	430.489
1Cuatr 23	9.053.067	429.276
Variación	109,0%	-0,3%

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

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 43 mil millones (abril). **En ambos casos, los pasivos remunerados de la entidad superaban con holgura las reservas internacionales (U\$S 37.200 millones en la actualidad).**

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 físicas⁶.

⁴ Este es el proceso de huida del peso más prolongado y agudo desde la salida de la Convertibilidad.

⁵ 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.

⁶ <https://www.ambito.com/opiniones/inflacion/el-delicado-equilibrio-lo-fiscal-y-lo-monetario-n5576133>

Por su parte los **medios de pago**⁷ M2 anotaron en el 1 Cuatr un aumento i.a. (ver cuadro 8) del 72,5% en valores corrientes aunque una contracción a precios constantes (-21%). Una muestra más de que el público huye del efectivo y por la tanto cae la demanda de dinero.

Cuadro 8

	M2 privado Mill\$	M2 privado Mill\$ 2016
1Cuatr 22	6.687.814	691.686
1Cuatr 23	11.538.793	547.144
Variación	72,5%	-20,9%

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

3) Conclusiones

Este informe presenta varias conclusiones importantes:

1. La meta fiscal acordada con el FMI para el 1º Trimestre 2023 debería ser un déficit no superior a los -441.500 MM y en ese periodo se logró -\$689.928 MM, una diferencia de -\$248.428 (56% superior).
2. Además, queda un margen de -\$2.109.000 para cumplir la meta anual, que a esta altura, teniendo en cuenta el panorama electoral que se aproxima, sería de difícil cumplimiento.
3. La política monetaria fue el principal combustible de esta evolución. Cuando se necesitaba una política de emisión austera, el BCRA fue en sentido contrario y mantuvo la emisión para financiar el gasto. Gran parte de esta emisión de dinero termina en el círculo vicioso de la colocación de deuda remunerada del BCRA o en el dólar.
4. La perspectiva respecto de las metas fiscales luce compleja a diferencia de los que parecía a fines del año pasado. El año pasado cerró con un déficit del -2,4% del PBI y este año deberíamos lograr el -1,9% previsto en el programa con el FMI. Las consultoras proyectan que el déficit fiscal de 2023 será de entre -2,5% y -3,8% del PBI. Eso implica un valor muy superior al -1,9% del PBI, previsto en el acuerdo con el FMI.
5. La emisión monetaria y 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 y cambiarias que derivaron del mismo⁸.
6. Uno de los ejes para que se ordene el espectro macroeconómico pasa actualmente por el control del déficit y de la emisión monetaria, bajo la idea del anclaje de estas variables.

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, la mala noticia pasa actualmente por la reducción del déficit y de la emisión monetaria.

La buena noticia es que, con una inflación que ya se proyecta en 130%, para fin de año los gastos se licuarán y el déficit puede resultar algo menor de lo estimado. De todos modos, el waiver del FMI está garantizado (si encuentran a alguien en el Fondo que le ponga el gancho).

⁷ M2 privado transaccional, excluidos los depósitos a la vista remunerados de empresas y prestadoras de servicios financieros

⁸ Ver <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2023/06/316-causas-inflacion.pdf>