

La base monetaria y el gasto público en los primeros 5 meses

Informe de Miguel A. Juárez del 22/06/22

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 5 primeros meses del año aumentó un 78% en valores corrientes respecto del mismo periodo 2021 y 14% en valores constantes (ver cuadro 1). Mientras en enero creció un 57% i.a., en mayo subió un 88%, siempre frente a una creciente inflación que orilla el 60%. Por el lado de los valores constantes (Mill\$ 2016) si bien subió fuerte los 3 primeros meses luego se estacionó en el 19% i.a. incluso en mayo bajo al 17%.

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%
Total	3.066.601	5.464.834	78%	501.289	572.613	14%

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultado-fiscal-mayo-2022>

Los subsidios económicos estuvieron focalizados en políticas sociales y prestaciones que aumentaron el 110% en los primeros 5 meses del año (cuadro 2). Se puede observar que entre enero y mayo prácticamente los subsidios se han duplicado en valores corrientes a nivel i.a. En valores constantes vemos que el gasto en subsidios incrementó un 34% en el mismo periodo de comparación interanual.

Se nota en este punto una intencionalidad restrictiva a partir de marzo, aunque esa tendencia difícilmente se mantenga en los próximos meses por imperio 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%
Total	359.960	757.383	110%	60.421	80.782	34%

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultado-fiscal-mayo-2022>

En mayo, los ingresos totales ascendieron a \$1.128 MM (59% i.a.)-ver cuadro 3. 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. Sin considerar el mencionado recurso, dicha variación en mayo sería de 79% i.a. en vez del 59% registrado.

Entre Enero y mayo del presente año el aumento ha sido del 26%, y entre mayo y el mes anterior fue de 4%. Es evidente que el crecimiento de los ingresos siguió el ritmo

inflacionario, incluso lo superó en un 7%, aunque cabe tener en cuenta que los gastos lo hicieron en un 78% (cuadro 1), produciendo como resultado un deterioro de las cuentas fiscales.

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%
Total	3.011.721	5.030.537	67%	492.297	528.340	7%

El déficit primario negativo aumentó en mayo un 732% i.a. alcanzando los \$-162.412 (ver cuadro 4) casi duplicando el déficit alcanzado en abril. El acumulado hasta mayo también supera ampliamente los valores logrados en el mismo periodo del año anterior (691%).

Cuadro 4

	Resultado primario Mill\$			Resultado primario Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	24.074	-16.698	69%	4.268	-1.965	54%
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%
Total	-54.881	-434.331	691%	-8.992	-44.277	392%

Fuente: <https://www.argentina.gob.ar/noticias/resultado-fiscal-mayo-2022>

Considerando que la meta fiscal, acordada con el FMI, para el segundo trimestre, debería ser un déficit no superior a los -344.500 MM (0,49% del PBI) y en mayo ya logramos -432.309 MM (0,6% del PBI)¹, si no aparece algún financiamiento salvador, o algún ajuste seleccionado del gasto, o la postergación de algún gasto, vamos a estar en problemas.

La meta de anual de \$1.758.600 millones luce difícil de alcanzar, aunque con alguna “ayuda” operativa en partidas accionables, como los gastos operativos y de capital, podrían ayudar a cumplir la meta anual para 2022 en términos del PIB.

En este caso, 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. Sin embargo, es posible que el Fondo modifique las metas trimestrales para facilitar al equipo económico la revisión del 2do trimestre y posteriores.

Base monetaria

En relación a la base monetaria (BM)², en mayo de 2022, la misma alcanzó los \$3.700 MM, casi un 2% superior respecto abril, con lo que la variación interanual alcanzó un 46% respecto a mayo de 2021, frente a una inflación que en el mismo período alcanzó el 60,7%.

De esta forma, la base monetaria evidencia una tendencia estable en valores corrientes y decrecientes en valores constantes (ver cuadro 5): en valores contantes descendió un -9%. Al menos en lo que transcurre del presente año la BM ha aumentado por debajo de la inflación³. En términos de comparación con el PBI estimamos que se encuentra en el 5,3%, un valor relativamente bajo en términos históricos.

¹ Se observa un deterioro respecto del año pasado: para el mismo período el desequilibrio fiscal fue del 12% del observado en el corriente año (aproximadamente 0,12% del PBI).

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

³ <https://www.eldestapeweb.com/economia/gasto-publico/primer-cuatrimstre-cae-la-base-monetaria-y-decrece-el-gasto-20225300558>

Cuadro 5

	Base monetaria Mill\$			Base monetaria Mill\$ 2016		
	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%

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

Si bien como dice el BCRA, la expansión mensual de la base monetaria estuvo explicada mayormente por las operaciones del sector público, la emisión primaria del sector público en términos del PBI se mantuvo, en los primeros 5 meses de 2022, entre los niveles más bajos de los últimos años.

Ahora, pensando en los próximos meses, tener que financiar más déficit del acordado implica que probablemente tampoco se pueda cumplir la meta establecida con el FMI de 1% del PBI de emisión monetaria. No parece por ahora, por las series que se observan en los cuadros, que los acuerdos sean de fácil cumplimiento.

Si observamos los pasivos monetarios (de los cuales el principal componente son las famosas Leliq), en mayo de 2022, se registra un aumento del 6% respecto abril, con lo que la variación interanual alcanzó un 50% respecto a mayo de 2021 frente a una inflación que en el mismo período fue superior, como mencionamos. De esta forma, los pasivos monetarios son superiores a \$5.200 MM y se evidencia una tendencia decreciente en valores constantes tal como se observa en el cuadro 6 (aunque cabe mencionar que se vienen reduciendo los plazos, por ejemplo en mayo los pasivos remunerados quedaron conformados en alrededor de 70% por LELIQ a 28 días de plazo).

Cuadro 6

	Pasivos monetarios Mill\$			Pasivos monetarios Mill\$ 2016		
	2021	2022	Var ia	2021	2022	Var ia
Enero	3.480.548	4.894.673	41%	617.049	576.057	-7%
Febrero	3.472.951	4.981.301	43%	594.307	559.936	-6%
Marzo	3.464.287	4.797.568	38%	565.673	505.419	-11%
Abril	3.355.920	4.925.659	47%	526.395	489.541	-7%
Mayo	3.491.668	5.221.754	50%	526.395	493.786	-6%

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

Por su parte los medios de pago⁴ M2 registraron en mayo un crecimiento de 0,34% respecto abril, anotando 5 meses consecutivos de aumento (ver cuadro 7) y un acumulado interanual del 20%. En términos interanuales el M2 privado presentó una contracción del orden del -26% a precios constantes.

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 mes⁵.

Estos valores 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 una mayor demanda relativa de depósitos a la vista, dado el creciente uso de medios de pago electrónicos verificado en los últimos años”⁶. Puede ser que esta explicación se

⁴ M2 privado transaccional, excluidos los depósitos a la vista remunerados de empresas y prestadoras de servicios financieros

⁵ <https://www.ambito.com/economia/bcra/la-gente-sigue-huyendo-del-peso-pero-el-banco-central-volvio-emitir-fuerte-n5458795>

⁶ <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/bol0522.pdf>

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	4.987.605	19%	742.635	586.994	-21%
Febrero	4.164.655	4.998.520	20%	712.675	561.871	-21%
Marzo	4.208.538	5.022.819	19%	687.199	529.149	-23%
Abril	4.215.771	5.039.977	20%	661.268	500.903	-24%
Mayo	4.377.818	5.233.093	20%	664.749	494.858	-26%

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

Conclusión

La perspectiva respecto de las metas fiscales luce difícil de cumplirse. El año pasado cerró con un déficit del 3,5% del PBI y este año deberíamos lograr el 2,5%. El PEN asegura que instrumentará a partir del mes de junio, las acciones y gestiones necesarias para alcanzar el déficit fiscal primario anual fijado para el SPN previsto en su programa con el FMI. Veremos dijo Lemos...

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 de que no controlar estas variables podría incrementar aún más la alta inflación.

Es también, la fuente de conflicto en el oficialismo que no considera consecuente con sus objetivos políticos el decrecimiento del gasto en un contexto de 40% de pobreza, y propone que la disminución de estos índices debe efectuarse mediante una mayor recaudación fiscal, basada por ejemplo en el aumento de las retenciones o las ganancias “inesperadas” (que se trata actualmente en el congreso).

Si bien la reducción del gasto y de la emisión es a priori contractiva en la economía, también es cierto que el gobierno está tomando medidas que apuntan a compensar ese problema a través de una expansión de las exportaciones, caso los acuerdos para incrementar la venta al exterior de hidrocarburos, que ayudarían a no detener el crecimiento, fundamentalmente porque los dólares que entran por esas exportaciones pueden ser utilizados para importar insumos industriales.

En síntesis, la cuestión fiscal se encuentra bajo tensión. El crecimiento sostenido del gasto muy por encima de la inflación y la debilidad de los ingresos tributarios que apenas emparejan la inflación (típica manifestación del efecto Olivera-Tanzi⁷) llevan al Gobierno a recurrir a contabilidad creativa, promover nuevos impuestos asociados a ingresos “extraordinarios” y aumento de retenciones o retrasar ajustes nominales (Ganancias) para incrementar la recaudación en términos reales.

Que las metas con el FMI no se cumplan era previsible. Las autoridades del FMI encontrarán la manera de perdonar el incumplimiento porque ellos han sido parte importante del problema. Donde no hay escapatoria es con la aceleración de la inflación.

⁷ <https://economia4punto0.files.wordpress.com/2022/05/276-efecto-olivera.pdf>